



UNIVERSIDAD  
DE GRANADA

TESIS DOCTORAL

*El Banco Central Europeo y su posición  
constitucional en el Estado y la Unión  
Europea*

**Autora: Daniela Dobre**

**Director: Dr. D. Miguel Azpitarte Sánchez.** Profesor  
Titular de Derecho Constitucional de la Universidad de  
Granada

Tesis doctoral desarrollada en el marco del Programa de Doctorado en  
Ciencias Jurídicas de la Universidad de Granada. *Modelos de Estado, Derechos  
Fundamentales. Tutela judicial de derechos*

Programa de Ayudas para contratos predoctorales de Formación de  
Profesorado Universitario 2018. Organismo financiador: Ministerio de  
Ciencia, Innovación y Universidades. Referencia: FPU18/03049.

**Granada, 1 de septiembre de 2023**

Editor: Universidad de Granada. Tesis Doctorales  
Autor: Daniela Dobre  
ISBN: 978-84-1195-086-2  
URI: <https://hdl.handle.net/10481/85686>

## ÍNDICE

<b>AGRADECIMIENTOS</b> .....	7
<b>INTRODUCCIÓN</b> .....	8
<b>INTRODUCTION</b> .....	2
<b>CAPÍTULO 1</b> .....	15
<b>LA INDEPENDENCIA TÉCNICA COMO PRINCIPIO ORGANIZATIVO</b> .....	15
I.    Introducción.....	2
II.   La independencia técnica como método del Estado constitucional contemporáneo	7
1.  La primera fórmula de revitalización metodológica del Estado-nación: el Estado social de posguerra .....	7
2.  La «invasión» del principio democrático por la racionalidad técnica: el modelo del Estado regulador.....	10
III.  Una vuelta a Weimar. El surgimiento de la «Constitución económica» ordoliberal.	15
1.  Fuerza normativa de la Constitución económica: el mercado como medio intrínsecamente democrático y justo .....	19
2.  Constitución económica y Constitución política .....	22
3.  La Constitución económica como «economía social de mercado» .....	28
IV.  Los riesgos latentes de la racionalidad técnica. El ejemplo neoliberal .....	31
V.  Recapitulación. Las preguntas pendientes del Estado constitucional contemporáneo	39
<b>CAPÍTULO 2</b> .....	45
<b>FUNDAMENTOS CLÁSICOS DE LA INDEPENDENCIA TÉCNICA DE LA BANCA CENTRAL</b> .....	45
I.    Introducción.....	46
II.   El significado constitucional de la definición de la independencia técnica de la banca central desde la explicación de la ciencia económica .....	51
1.  El problema de la Constitución y el tiempo en el ámbito de la política monetaria ..	54
2.  El modelo de libertad del homo oeconomicus .....	59
3.  Las instituciones contramayoritarias como respuesta.....	66
III.  La respuesta metodológica desde el principio democrático. La legitimidad funcional	72
1.  La democracia representativa como cadena de delegación del poder (principal-agent)	73
2.  La delegación funcional como legitimidad en los resultados (output legitimacy). Las instituciones no mayoritarias .....	81
3.  La teoría de la delegación aplicada al banco central independiente .....	88
IV.  Recapitulación. Más allá de lo coyuntural.....	91

<b>CAPÍTULO 3.....</b>	<b>97</b>
<b>LA MANIFESTACIÓN DEL PRINCIPIO DE INDEPENDENCIA TÉCNICA EN EL BANCO CENTRAL EUROPEO.....</b>	<b>97</b>
<b>SU EVOLUCIÓN TELEOLÓGICA DENTRO DE UN ÁREA MONETARIA INESTABLE.....</b>	<b>97</b>
I.    Introducción.....	98
II.   La Unión Monetaria como solución del Estado-nación europeo al problema de la inestabilidad internacional de las divisas .....	107
III.  La manifestación del principio de independencia técnica en la organización del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del BCE .....	120
1. <i>El SEBC: una «construcción jurídica original»</i> .....	121
2. <i>La composición y los órganos de gobierno del SEBC</i> .....	131
3. <i>Los principios de organización y funcionamiento del SEBC</i> .....	141
3.1.  El protagonismo de partida de los bancos centrales nacionales. Las disposiciones sobre el capital suscrito del BCE .....	143
3.2.  El principio de toma de decisiones centralizada.....	147
3.3.  El principio de descentralización operacional .....	152
3.4.  La organización del sistema de pagos dentro del SEBC.....	155
IV.  La manifestación del principio de independencia técnica en los objetivos fundacionales del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del BCE.....	161
1. <i>Los objetivos originarios y los instrumentos del BCE</i> .....	162
1.1.  El objetivo primario: la estabilidad de los precios .....	165
1.2.  El objetivo secundario: el apoyo a las políticas económicas generales en la Unión .....	175
2. <i>La independencia técnica y la rendición de cuentas del BCE y del Eurosistema</i> .....	177
3. <i>La prohibición de financiación monetaria del artículo 123.1 del TFUE</i> .....	185
V.   La transformación teleológica del banco central europeo. El fracaso de los Estados- nación de la eurozona de responder políticamente a los desequilibrios inherentes de la UEM 189	
1. <i>El desequilibrio originario de una unión monetaria sin unión económica</i> .....	190
2. <i>La UEM a la luz de la teoría de las áreas monetarias óptimas</i> .....	203
2.1.  Las áreas monetarias óptimas. La relevancia del tipo de cambio como instrumento de la política macroeconómica del Estado .....	204
2.2.  El «pecado original» de la UEM... ..	221
2.3.  ...y el mito de su «salvación»: la disciplina del mercado y los criterios de convergencia.....	230
3. <i>Las medidas económicas para la estabilidad financiera de la UEM</i> .....	234

3.1.	Una introducción al «círculo vicioso» entre el sector bancario y la deuda soberana en la eurozona.....	234
3.2.	Los instrumentos económicos temporales de inyección de liquidez.....	240
3.3.	El MEDE, medida económica permanente.....	245
A.	Los elementos constitutivos del MEDE.....	245
B.	El MEDE a la luz de la jurisprudencia. El diálogo jurisdiccional sin precedentes en materias de política económica y monetaria .....	252
a.	Las consecuencias del MEDE sobre el ámbito constitucional de los Estados miembros. La respuesta del Tribunal Constitucional Federal Alemán	253
b.	Compatibilidad del MEDE con el Derecho de la Unión. Asunto C-370/12, Pringle .....	261
i.	<i>El MEDE y el principio de división de poderes en el marco de la Unión</i> .....	261
ii.	<i>La compatibilidad del MEDE con la cláusula de no corresponsabilidad financiera del artículo 125.1 TFUE</i> .....	264
3.4.	La Unión Bancaria como laberinto institucional: recomponiendo la ficción del «safe asset» en la eurozona .....	269
A.	La interconexión sustancial y procedimental entre los pilares de la Unión Bancaria.....	269
B.	Las razones político-constitucionales la Unión Bancaria .....	282
4.	<i>La consecuencia (parcial) del fracaso de estabilizar (fiscalmente) a la UEM. La estabilidad financiera como nuevo objetivo postcrisis del BCE</i> .....	296
4.1.	La intensidad política del concepto de estabilidad financiera.....	298
4.2.	La estabilidad financiera como « <i>land in between</i> » .....	301
VI.	Recapitulación. Los dilemas existenciales de los Estados-nación de la eurozona. La independencia técnica del BCE como solución recurrente.....	310
	<b>CAPÍTULO 4.....</b>	<b>317</b>
	<b>LA EXTENSIÓN METODOLÓGICA DEL PRINCIPIO DE INDEPENDENCIA TÉCNICA EN EL MODELO DISCRECIONAL DE BANCA CENTRAL. ....</b>	<b>317</b>
	<b>EL EJEMPLO DE LA RESERVA FEDERAL.....</b>	<b>317</b>
I.	Introducción .....	318
II.	La Reserva Federal en el contexto histórico del modern Administrative State .....	320
III.	La «Fed» en la encrucijada de un objetivo dual y una estructura de gobierno de esencia federalista .....	329
IV.	¿Ha hablado el pueblo? Los tres «momentos fundacionales» de la Fed .....	342
1.	<i>El momento «constituyente». La intromisión puntual de la Federación en la autonomía estatal</i>	343
2.	<i>El segundo momento «fundacional». La consolidación como autoridad monetaria contemporánea a la luz de la cosmovisión constitucional del New Deal</i> .....	350

3. <i>El tercer momento «fundacional». Una Reserva Federal discrecional e independiente del Tesoro.....</i>	373
V. Recapitulación. La reproducción de la independencia técnica de la Reserva Federal a través de la actualización en el tiempo del principio democrático.....	377
<b>SÍNTESIS DE LA INVESTIGACIÓN EN SIETE TESIS .....</b>	<b>380</b>
<b>SYNTHESIS OF THE RESEARCH IN SEVEN ARGUMENTS .....</b>	<b>391</b>
<b>BIBLIOGRAFÍA CITADA.....</b>	<b>403</b>

## **AGRADECIMIENTOS**

Las páginas que siguen deben mucho a Francisco Balaguer Callejón, Gregorio Cámara Villar y al director de esta tesis doctoral, Miguel Azpitarte Sánchez, por el estímulo intelectual y apoyo determinante en mi formación académica. A ellos, y al resto de los compañeros del Departamento de Derecho Constitucional de la Universidad de Granada se dirigen mis agradecimientos cordiales.

Una mención especial merecen Luis Pomed Sánchez, Enrique Guillén López, Miguel Arjona Sánchez y Angelo Jr. Golia, que han seguido de cerca el desarrollo de este trabajo. Sus reflexiones han representado una oportunidad renovada para comprender y definir el objeto de investigación desde ópticas distintas. Naturalmente, la responsabilidad de las tesis presentadas, especialmente de los errores cometidos, es exclusivamente mía.

Por supuesto, debo agradecer afectuosamente a aquellas que me han acompañado en este recorrido desde un ámbito personal. Ellas y ellos saben quiénes son.

## INTRODUCCIÓN

«No te afanes, alma mía, por una vida inmortal,  
pero agota el ámbito de lo posible»

A. Camus, *El mito de Sísifo*

El Banco Central Europeo (BCE) constituye la manifestación determinante del principio organizativo de la independencia técnica en el laboratorio político-constitucional que supone la Unión Económica y Monetaria (UEM)<sup>1</sup>. La presente tesis doctoral pretende recorrer las transformaciones que ha experimentado el citado principio organizativo como manifestación del nuevo estatus del BCE.

### *El planteamiento del problema constitucional desde la disyuntiva conceptual clásica*

El debate doctrinal acerca del problema constitucional del BCE es reconducible a la disyuntiva conceptual clásica, que contrapone la independencia técnica al principio democrático. En pocas palabras, los términos de la discusión se formularían en el sentido de determinar la predominancia del «telos sobre el demos» o viceversa<sup>2</sup>. La independencia técnica define un modo de organización y legitimación del poder a través del establecimiento de instancias que nacen por medio de una ruptura de la «cadena democrática» de los poderes del Estado. Se justifica a través de «un reconocimiento constitucional expreso» o de «necesidades objetivas y específicas» (en este caso, el conocimiento especializado en la materia monetaria) y exige limitaciones concretas acerca de las tareas, la organización y las competencias de la institución independiente a fin de que su «déficit de legitimación democrática sea lo más reducido posible»<sup>3</sup>.

---

<sup>1</sup> La independencia técnica del BCE supone el distanciamiento del órgano de la política nacional y supranacional por razones de un mayor conocimiento especializado en la materia monetaria.

<sup>2</sup> Hago mía la expresión formulada por N. WALKER, «Chapter 4: Legal and Constitutional Theory of the European Union», en P. CRAIG, G. DE BÚRCA (dir.), *The Evolution of Eu Law*, Oxford University Press, Oxford, 2021, p. 92.

<sup>3</sup> E.W. BÖKENFÖRDE, «La democracia como principio constitucional», en *Estudios sobre el Estado de Derecho y la Democracia*, Trotta, Madrid, 2000, pp. 75-77.



En cambio, como es sabido la democracia configura «el principio de organización sobre la titularidad y el ejercicio del poder del Estado», a la vez que «un mandato de legitimación democrática»<sup>4</sup>. En un sentido prescriptivo, el principio democrático busca asegurar que «la ocupación y la dirección vinculante del poder del Estado se organicen en orden a resolver los asuntos comunes del pueblo»<sup>5</sup>, empleando para este fin un sistema de decisión mayoritaria, capaz de garantizar la igualdad de oportunidades de los ciudadanos para influir y participar en la vida política del Estado, a la vez que asegura el estatus permanente de la minoría como mayoría potencial (i.e., permitiendo que la minoría política de hoy se convierta en la mayoría del futuro y así sucesivamente). Desde el punto de vista ontológico, el principio democrático se fundamenta en el relativismo axiológico, en tanto en cuanto el proceso de formación de la voluntad del Estado se encauza a través del pluralismo político; en particular, se trata idealmente de un proceso dialéctico de toma de decisiones en el cual la decisión se consensua por la vía del debate y el contraste racional de opiniones. De este modo, el principio democrático no podría en ningún caso traducirse axiológicamente en la imposición, como única opción válida, de las valoraciones de un ciudadano, un partido, o de la propia mayoría política<sup>6</sup>.

Indudablemente, el planteamiento del debate en los términos de una disyuntiva clásica independencia técnica-principio democrático sigue siendo plausible para determinar el alcance teleológico que resultaría asumible en relación con una institución organizada de acuerdo con la racionalidad técnica—siempre que tal examen se lleve a cabo dentro de la unidad política estatal. Lo cierto es que, a la luz del principio democrático, una autoridad monetaria situada al margen del espectro gubernamental —esto es, al margen de la vida de la comunidad política que hubiera constituido en un momento «originario» el ordenamiento jurídico en cuestión— provocará asombro, independientemente del Estado constitucional en el

---

<sup>4</sup> *Ibid.*, p. 53.

<sup>5</sup> *Ibid.*

<sup>6</sup> Entre las obras clásicas al respecto, cfr. H. KELSEN, *De la esencia y el valor de la democracia*, trad. J.L. Requejo Pagés, KRK Pensamiento, Oviedo, 2009; E.W. BÖKENFÖRDE, «La democracia como principio constitucional», *cit.*, *passim*; K. HESSE, *Escritos de Derecho Constitucional*, trad. P. Cruz Villalón y M. Azpitarte Sánchez, Centro de Estudios Políticos y Constitucionales, Madrid [1967], 2012.

que aquélla se inserte. Un asombro esencialmente metodológico que deriva, en primer lugar, de la misma posibilidad de existencia de una autoridad monetaria que carece de un «robusto» vínculo democrático que la legitime (esto, es, manteniendo «íntacta» la cadena de legitimación democrática). En segundo lugar, un asombro que deriva de la propia dificultad recurrente de comprender democráticamente lo democráticamente excepcional. En definitiva, dentro de una organización política, se plantean dos soluciones básicas en relación con el problema constitucional del banco central independiente: contestar o asumir, de una vez por todas, su independencia técnica, en el sentido de su excepcionalidad democrática.

Sin embargo, la problematización del BCE desde este razonamiento es metodológicamente inadecuada si consideramos la premisa implícita que subyace a la teoría político-constitucional de la UEM, que ha permitido a los «señores de los Tratados» reafirmarse conceptualmente incluso después de transferir los poderes monetarios a un sistema institucional situado más allá de sus Constituciones nacionales. Esa premisa sostiene que la política fiscal se define como una materia vinculada a la legitimidad originaria de los Estados miembros del euro, puesto que (solo) sus ordenamientos jurídicos —comprendidos, entre otras, de normas, principios y poderes constituidos— derivan predominantemente (si no exclusivamente) del pueblo. La unidad conceptual casi mística de este sujeto preconstitucional ha sido incontestada desde las aportaciones teóricas rousseauianas; cuestión más controvertida ha sido la identificación concreta de quién conforma al pueblo, esto es, qué nivel de homogeneidad social y cultural es necesario —si es que lo es— para admitir su existencia efectiva<sup>7</sup>.

Teniendo en cuenta, por un lado, la expansión sustancial de los objetivos del BCE tras la crisis financiera global y, por otro lado, la configuración institucional asimétrica de la UEM —que se justifica precisamente a través de la soberanía indisoluble de los «señores de los Tratados» en la materia económica, blindándose, como tal, en los propios Tratados de la Unión—, la formulación del problema constitucional del BCE en los términos de una disyuntiva clásica entre la

---

<sup>7</sup> Por todos, me remito a E.W. BÖKENFÖRDE, «La democracia como principio constitucional», *cit.*

independencia técnica y el principio democrático llevaría metodológicamente a un camino sin salida. O se asume que el órgano monetario supranacional se ha desplazado hacia el centro del debate político y, por lo tanto, incumplió las exigencias conceptuales originarias de su principio organizativo (la independencia técnica, justificada precisamente por la preeminencia de un solo objetivo de la política monetaria, la estabilidad de los precios)<sup>8</sup>. O se rechaza la posibilidad de que el BCE ejerza una función política de redistribución en el contexto de la UEM y se asume que, frente a una crisis económica, el área monetaria común carece de instrumentos para restaurar su estabilidad (claro está, también la estabilidad monetaria). A fin de cuentas, las dos alternativas sitúan al BCE en una situación implausible o directamente ilegítima: la primera, por desprender indebidamente al órgano de las exigencias conceptuales de su principio organizativo (la independencia técnica); la segunda, por la incapacidad del órgano de alcanzar su objetivo primordial (la estabilidad de los precios).

En definitiva, cuando se reflexiona sobre el potencial encaje conceptual del banco central independiente en la arquitectura nacional de poderes, solo emerge una de las piezas del problema constitucional (la excepcionalidad democrática de la institución monetaria en el terreno estatal). Y allí, la solución se busca, fundamentalmente, recurriendo a una teoría de la delegación (desde el Parlamento o la propia norma constitucional al banco central)<sup>9</sup>, que de este modo consigue devolverle al pueblo lo que es suyo: un ordenamiento jurídico exclusivo<sup>10</sup>, y unas instituciones legitimadas por el mero hecho de residir —a través de las mismas

---

<sup>8</sup> Esta alternativa requeriría aceptar también que se ha producido una dilución del principio democrático en la eurozona, así como un agotamiento de la teoría de la delegación de poderes desde el Estado a la Unión (el *telos* ha prevalecido sobre el *demos*). Recordemos que la limitación del BCE por medio de un objetivo limitado configuraba precisamente la precondition para que los soberanos europeos —individualmente considerados— habilitaran la transferencia de la competencia monetaria a una institución supranacional.

<sup>9</sup> P. ej., P. TUCKER, *Unelected Power. The Quest for Legitimacy in Central Banking and the Regulatory State*, Princeton University Press, Princeton, 2019.

<sup>10</sup> En el marco del cual las relaciones entre las fuentes del Derecho serán de validez y se modulan mediante el principio de jerarquía. Cfr. J.L. REQUEJO PAGÉS, *El sueño constitucional*, KRK Ediciones, Oviedo, 2016.

funciones atribuidas por la Constitución<sup>11</sup>— en el área habilitado originariamente por el «poder constituyente»; incluso si aquellas funciones se alejan, en su forma constituida, del circuito democrático ordinario. En este sentido, un banco central independiente responderá, en el nivel nacional, a una comprensión de la independencia democráticamente justificada, puesto que siempre será posible retrotraer el criterio esencial de legitimidad del órgano monetario (la independencia técnica) al titular último (y único) del poder político, el pueblo.

Sin embargo, cuando se pretende comprender más allá de las fronteras nacionales, y en particular, la posición actual del BCE en la Unión Europea y en la arquitectura de poderes de los Estados miembros, la tarea se complica enormemente hasta el punto de dificultar una lectura del BCE que resulte mínimamente satisfactoria desde el principio democrático. A la «cuestión democrática» del BCE — en cuanto que institución monetaria independiente— se añade el déficit democrático de partida de la organización supranacional que lo contiene jurídicamente, la Unión Europea. En este sentido, a pesar de que los componentes jurídicos positivizados en el Derecho originario sean propios de un modelo reglado de la banca central independiente, el BCE no solo carece de un vínculo último con un «pueblo europeo», sino su propia existencia nace y se mantiene condicionada en el tiempo por la única decisión soberana —y, por ende, válida— expresada a nivel supranacional: aquella manifestada originariamente en el momento fundacional de las Constituciones nacionales, reflejada posteriormente en los Tratados de la Unión; en lo que aquí interesa, en las dos prohibiciones de los artículos 125 y 123 TFUE (no corresponsabilidad financiera y no financiación monetaria). De este modo, las posibilidades de actuación del BCE más allá de los confines limitados de sus objetivos originarios se encuentran aún más reducidas que en el caso de un banco central inserto en la arquitectura nacional de poderes.

---

<sup>11</sup> De ahí que se pueda hablar de «funciones soberanas» en los términos empleados por M. GARCÍA PELAYO, definidas como «actividades a través de las cuales el Estado manifiesta y actualiza su existencia» o «ejercicio de poder originario [...] dentro de la muchedumbre de actos empíricos en que se despliega tal poder». En «La estructura constitucional», *Obras completas. Vol. I*, entro de Estudios Políticos y Constitucionales, Madrid, 1991, pp. 314-315.

Dicho de otro modo, la «excepcionalidad democrática» del BCE se intensifica por su ubicación institucional dentro de una organización supranacional que, de acuerdo con los Tratados de la Unión, carece en sí misma de una legitimación democrática originaria. La independencia técnica del BCE supone una doble excepción democrática, porque la materia monetaria se extrae, primero, del circuito político ordinario dentro del Estado constitucional y después, se transfiere por completo más allá del Estado. Con ello, las concesiones conceptuales que el principio democrático puede admitir —a fin de mantener siquiera mínimamente su plausibilidad— indicarían un agotamiento natural, a la vez que pierde de vista el contexto sociopolítico en el que opera la institución monetaria.

*La reconstrucción del problema constitucional: los dilemas de los Estados constitucionales de la eurozona*

En esta tesis doctoral sostengo que la pregunta constitucional que se plantea en relación con el objeto de estudio no es tanto cómo reconciliar teóricamente la independencia técnica con el principio democrático (en cuanto que principios organizativos del poder dentro de un contexto jurídico-material que se asume como propio del Estado), sino cómo acomodar, hoy, los dilemas de los Estados constitucionales de la eurozona. En última instancia, el interrogante alude a las contradicciones mismas de la teoría política liberal-democrática que, desde la Modernidad, ha encontrado en el Estado-nación su «sociedad política de acogida» y ha ordenado el pensamiento constitucional precisamente alrededor de esta unidad territorial<sup>12</sup>.

Desde este entendimiento, un objeto de estudio que inicia siendo el *explanandum*<sup>13</sup> se convierte en el *explanans*<sup>14</sup>. La expansión del principio de la independencia técnica en el caso del BCE hasta el punto de contestar la fuerza normativa de ese principio explica, en verdad, el dilema existencial definitivo de los

---

<sup>12</sup> N. WALKER, «The Diverse Objects of Public Law: Taking Theory to the Next Level», en E. FISHER, *The Foundations and Future of Public Law: Essays in Honour of Paul Craig*, Oxford Scholarship Online, 2020, pp. 19-44.

<sup>13</sup> I.e., el fenómeno que se pretende explicar.

<sup>14</sup> I.e., aquello que explica otro fenómeno (*ibid.*, p. 23).

Estados-nación de la eurozona, afanados por reproducir su protagonismo en el ámbito global y, a la vez, mantener intacto su (concepto de) soberanía popular. Lo cierto es que, desde la revolución industrial, la definición del principio de independencia técnica ha evolucionado precisamente en relación con los distintos desafíos socioeconómicos del Estado-nación y su (in)capacidad de dar una respuesta a través del principio organizativo clásico de la democracia. De manera que el sentido último del principio de la independencia técnica será esclarecer (y compensar) las insuficiencias (materiales, cognoscitivas o temporales) del sistema político nacional y de sus métodos democráticos de toma de decisiones.

La presente tesis doctoral se aproxima al objeto de estudio desde un enfoque técnico-jurídico que incluye componentes jurídico-materiales. La interconexión vital del principio de independencia técnica con el principio democrático (dada la evolución entremezclada de ambos a la luz de las necesidades socioeconómicas del Estado-nación) exige asumir que la racionalidad funcional del primero no se encuentra en aislamiento absoluto respecto de otras vertientes analíticas de la realidad (política, social, económica, individual). Al contrario, todas ellas se interrelacionan de manera imprevisible, y se desarrollan autónomamente con igual imprevisibilidad. De este modo, el alcance material del principio de la independencia técnica (de la banca central) va más allá de un sentido meramente positivista. Tanto el principio de independencia técnica como el democrático ordenan realidades constitucionales que se intersectan constantemente, condicionando de modo recíproco la reproducción y los prerequisites de su plausibilidad conceptual.

Por otro lado, en esta tesis doctoral pretendo hacer explícitas las asunciones teóricas que han explicado y justificado la existencia jurídica del BCE, al hilo de las repetidas ampliaciones de su principio organizativo (la independencia técnica). Tal propósito llevará a analizar las teorías económicas en las cuales ha comenzado a gestarse una definición comúnmente aceptada de la independencia técnica de la banca central; las explicaciones desde la ciencia económica acerca de lo que (debería) suponer un área monetaria óptima o la determinación de los instrumentos macroeconómicos clásicos (p.ej., el tipo de cambio o la deuda soberana) que le permitieron al Estado ampliar su presupuesto y adaptarse, de este modo, a las

distintas demandas sociales que condicionarían su legitimidad interna. Por lo tanto, se parte de la premisa de que los subsistemas económico, político y social mantienen una autonomía funcional, a pesar de que en cada momento histórico la racionalidad funcional y la racionalidad política presentan tendencias expansivas sobre los demás subsistemas o incluso sobre la esfera de libertad de los ciudadanos<sup>15</sup>.

La compleja realidad sobre la cual el principio democrático y el principio de independencia técnica proyectan su pretensión orientadora requiere integrar en el discurso jurídico también las consideraciones de naturaleza substantiva<sup>16</sup>. A pesar de advertir sobre el sentido formal o procedimental de las instituciones jurídicas (y en especial del BCE), el discurso teórico se construirá esencialmente sobre una definición socio-jurídica del Estado y de su Constitución política<sup>17</sup>. En lo que al BCE

---

<sup>15</sup> Recuérdese, por ejemplo, la caracterización del capitalismo como «Némesis» de «lo humano», «por su indiferencia, cuando no hostilidad» (F. DE LOS RÍOS, *El sentido humanista del socialismo*, Biblioteca Nueva, Madrid, 2006, p. 116).

<sup>16</sup> Identificando cuatro factores que componen, alimentan y se retroalimentan a su vez del orden constitucional: la unidad política; un conjunto de instituciones (políticas); las relaciones sociales y los objetivos políticos fundamentales: M. GOLDONI, M.A. WILKINSON, «The Material Constitution», *The Modern Law Review*, vol. 81, núm. 4, 2018, pp. 567-597 (p. 569).

Sobre la función de resolución de conflictos como condición de normatividad de la Constitución política, véase M. AZPITARTE SÁNCHEZ, «Constitución del pluralismo y método jurídico», *Teoría y Realidad Constitucional*, núm. 21, 2008, pp. 447-459 (esp. pp. 449-450). Cfr., asimismo, I. GUTIÉRREZ GUTIÉRREZ, «Debates sobre la metodología del Derecho público con la perspectiva de la multiculturalidad y la globalización», en M.Á. PRESNO LINERA (coord.), *La metamorfosis del Estado y del Derecho*, Fundamentos, núm. 8, Junta General del Principado de Asturias, Oviedo, 2014 (esp. p. 72). Por último, para una propuesta de constitucionalismo social específicamente construida sobre el «Pacto entre Capital y el Trabajo» (dada su «contradicción básica»), cfr. C. DE CABO MARTÍN, «El Tratado Constitucional Europeo y el Constitucionalismo del Estado social», *Teoría y realidad constitucional*, núm. 19, 2007, pp. 199-213 (esp. p. 201).

<sup>17</sup> Por todos, H. HELLER, *Teoría del Estado*, Comares, Granada, 2004. Merece la pena reafirmar aquí que «la legitimidad de una ordenación social tiene carácter decisivo para las pretensiones de validez y de poder de aquella autoridad político-social que la instala y actúa. [...] Ninguna organización autoritaria puede asegurar su poder y su ordenación exclusivamente con su aparato coactivo. Precisa siempre buscar una legitimación, es decir, esforzarse por integrar a los súbditos en una comunidad de voluntad y valores que ennoblezca sus pretensiones de dominación mediante contenidos ideales y hacer que los súbditos las acepten interiormente como una obligación normativa» (p. 106).

Sobre la legitimidad la norma constitucional como aceptación social, U. VOLKMANN, *Elementos de una teoría de la Constitución alemana*, trad. I. Gutiérrez Gutiérrez, Marcial Pons, Madrid, 2019, (recordando que «no hay norma que pueda garantizarse a sí misma», p. 311) En un sentido similar, R.H. Jr. FALLON, «Legitimacy and the Constitution», *Harvard Law Review*, vol. 118, núm. 6, abril, 2005, pp. 1787-1853 (esp. pp. 1794-1813). Disponible en: [https://www.jstor.org/stable/4093285?seq=1&cid=pdf-reference#references\\_tab\\_contents](https://www.jstor.org/stable/4093285?seq=1&cid=pdf-reference#references_tab_contents) (últ. consulta: 1.9.2023). Llegando a reivindicar la «humanidad» como fundamento último de la soberanía, A. PETERS, «Humanity as the  $\Lambda$  and  $\Omega$  of Sovereignty», *The European Journal of International Law*, vol. 20, núm. 3, 2009, pp. 513-544 («State sovereignty is not only – as in the meanwhile canonical view – limited by human rights, but is from the outset determined and qualified

atiende, me ocuparé de la identificación de las necesidades materiales de la unión monetaria europea y las consecuencias que dichas necesidades producen sobre el *telos* originariamente estipulado para el órgano monetario supranacional.

Este entendimiento me permitirá demostrar que el principio de independencia técnica no es la antítesis del principio democrático; al revés, es un criterio de organización del poder intrínsecamente vinculado al principio democrático, que, en el ámbito de la Unión Europea, ilumina los esfuerzos del Estado constitucional por seguir reproduciéndose como unidad básica de organización del poder político y, a la vez, garantizar su legitimidad en un contexto de mayor complejidad. Desde esta perspectiva, la presión sociopolítica que se ejerce sobre el BCE al menos desde la Gran Crisis Financiera —por compensar, a través de su función técnica, aquello que solo puede suplirse por la vía política, es decir, la creación de instrumentos fiscales que aseguren la estabilidad del área monetaria única— pone de manifiesto el dilema existencial clásico del Estado-nación: cómo cumplir con eficiencia sus objetivos jurídicos (cada vez más extensos) a fin de garantizar las condiciones de su legitimidad, sin diluir por completo su poder político originario.

Dicho más claramente, el problema constitucional del BCE deriva precisamente de los condicionantes sociopolíticos que su ambiente (la UEM) proyecta sobre las funciones esencialmente técnicas del órgano monetario. A diferencia de otros momentos de inflexión de la historia contemporánea del Estado constitucional, los países miembros de la eurozona han llegado a un punto límite, puesto que la próxima «concesión» que se exige hoy para responder a sus dilemas existenciales (i.e., avanzar en la integración fiscal a fin de asegurar la estabilidad del euro y, con ello, la de sus Estados miembros) conllevaría su propia dilución en una organización política federal. Recordando las palabras de Albert Camus y de Píndaro que abren la presente introducción, la pregunta constitucional pendiente de los

---

by humanity, and has a legal value only to the extent that it respects human rights, interests, and needs. It has thus been humanized», p. 514).

Por último, es imprescindible remitir, entre los positivistas que retrotraen la vinculatoriedad jurídica a la aceptación social, a H.L.A. HART, *The Concept of Law*, Oxford University Press, Oxford, 3ª ed., 2012.



Estados miembros de la eurozona —planteada a la luz de las recurrentes expansiones del principio de la independencia técnica y la consiguiente reducción del principio democrático nacional— es la que sigue: ¿se afanarán estos por una vida inmortal, tras haber agotado el ámbito de lo (metodológicamente) posible?

### *La estructura de la tesis doctoral*

Esta tesis doctoral se ordena en cinco capítulos.

El primer capítulo identifica el tejido intelectual del principio de independencia técnica y la correlativa concesión metodológica del Estado-nación que le permitiría acomodar, por vez primera, sus dilemas fundacionales (la aceptación de un nuevo principio organizativo, yuxtapuesto al principio democrático). Se pondrá de manifiesto que el origen de la independencia técnica como criterio legitimador del poder se encuentra en el fenómeno de creciente complejidad social, generado a causa de la revolución tecnológica y frente al cual el Parlamento probaría sus carencias intrínsecas para adaptar su acción normativa. El momento de «invasión inicial» del Estado constitucional continental por la racionalidad técnica se situaría en la llamada «época dorada» del Estado social. En este período, la independencia técnica y el principio democrático convivirían en una relación de potenciación mutua: por un lado, el sistema político haría uso de la racionalidad técnica a fin de intervenir con mayor eficiencia en la economía nacional y asegurar, por medio de las herramientas económicas keynesianas, el mejor nivel de vida de sus ciudadanos; por otro lado, la racionalidad técnica mantendría su ámbito orgánico de irradiación dentro de los poderes clásicos que conforman la cadena de legitimación democrática (sobre todo, el poder ejecutivo).

La generalización de la racionalidad técnica entre los métodos de toma de decisiones del sistema político nacional se produciría en el período de transformación del Estado social en un «Estado regulador» y «competitivo», al proliferar la creación de las agencias independientes especializadas. Este modo de normar la realidad social (surgido en los Estados Unidos) sería importado en las estructuras constitucionales de los Estados europeos en la época de estanflación, con el fin de ofrecer soluciones concretas basadas en el conocimiento especializado,

combatiendo de este modo la (presunta) crisis de gobernabilidad de las democracias continentales (que habrían estado sometidas a las demandas ciudadanas desproporcionadas fomentadas por el Estado social).

Por otro lado, se expondrá la cosmovisión ordoliberal de la relación entre la economía (y su racionalidad funcional) y el Estado (junto a su pluralismo y dinamismo intrínsecos). El concepto ordoliberal de la «Constitución económica» demostrará la pretensión de desvincular el principio de legitimidad basado en el conocimiento técnico de la Constitución política, defendiéndose la normatividad inherente del sistema de formación de precios capitalista (dada la situación generalizada de ausencia de poder de la cual partirían los agentes económicos). La aclaración de los rasgos esenciales de la ontología ordoliberal será determinante para reflexionar posteriormente sobre las bases intelectuales del pensamiento neoliberal, a su vez fundamento político-constitucional del Estado regulador. Las últimas páginas del primer capítulo se dedicarán precisamente a extraer las claves intelectuales del pensamiento neoliberal, señalando, en este punto, el riesgo de acaparamiento vital del principio democrático por la racionalidad técnica.

El segundo capítulo describe los fundamentos clásicos de la independencia técnica de la banca central o, lo que es lo mismo, la segunda concesión que admitiría el Estado constitucional contemporáneo a fin de acomodar sus dilemas existenciales: gobernar la economía por medio de instituciones técnicas especializadas a fin de garantizar la credibilidad de las políticas económicas estatales. Se dará cuenta de la definición de la banca central independiente formulada desde los postulados económicos neoclásicos. Estos últimos constituirían la aproximación económica ortodoxa a lo largo de la época de la estanflación, una vez que el keynesianismo y el modelo de Estado social habrían encontrado su agotamiento político y cultural.

El pensamiento económico de finales de años ochenta y principios de noventa se resumiría en los siguientes términos: solo la estabilidad de los precios sería capaz de crear las condiciones óptimas para un crecimiento económico duradero (no así las medidas keynesianas expansionistas)<sup>18</sup>. La premisa comúnmente

---

<sup>18</sup> A raíz de las contribuciones teóricas de Milton Friedman, la asunción de una curva Phillips estable en la ciencia económica se había desvanecido: al haber demostrado la mera correlación—y no la

aceptada entre las voces predominantes de la ciencia económica en ese período consistía en el hecho de que la estabilidad de los precios se lograría de manera óptima a través de un órgano preciso: un banco central independiente. El razonamiento se construye sobre la siguiente secuencia lógica: al no ser susceptible de presiones políticas, un banco central (anti-inflacionista) solucionaría el problema de la «inconsistencia temporal» de la política monetaria.

La inconsistencia temporal surgiría de una tendencia inflacionista inherente de los responsables políticos, que llevaría a la imposibilidad de comprometerse de manera creíble a mantener la estabilidad de los precios, provocando una subida temporal de los precios y un incremento insostenible de la inflación<sup>19</sup>. Un banco

---

causalidad— entre la inflación y el desempleo, el crecimiento económico requeriría sobre todo una política monetaria estable. Dentro de las nuevas circunstancias empíricas —y en la mejor de las situaciones—, una política monetaria expansiva (por contraposición a otra de sesgo «conservador») solo sería capaz de aumentar la producción de manera temporal; todo ello, además, a coste de una tasa sostenida de aumento de los precios (es decir, inflación). En pocas palabras, la estabilidad de los precios se configuraba, paulatinamente, como axioma del crecimiento económico sostenible a nivel internacional.

<sup>19</sup> En particular, los gobernantes tendrían una predisposición intrínseca para estimular la economía nacional por un lado, empujando la producción más allá de su nivel potencial; por otro lado, financiando la deuda pública por las vías más baratas posibles (i.e., al estar la propia operación de crear dinero adicional a disposición de las necesidades coyunturales de la mayoría política).

Recordemos que el nivel de producción potencial es una estimación de la cantidad máxima de bienes y servicios que una economía puede producir a su capacidad máxima (esto es, empleando todos los factores de producción disponibles sin producir grandes desequilibrios entre la demanda y la oferta). Cuando la demanda supera el nivel de producción potencial (o lo que es lo mismo, la capacidad máxima de la economía), presiona al alza los precios; al revés, cuando la demanda es menor que la capacidad máxima de la economía, presiona los precios a la baja.

La demanda de bienes y servicios puede aumentar como consecuencia de un mayor consumo, mayores inversiones por las empresas, gastos fiscales del gobierno o un incrementado nivel de exportaciones. Paulatinamente se produce una situación en la que la demanda supera la oferta de bienes, las empresas invierten más en los factores de producción, entre los cuales también el factor trabajo. En otras palabras, el nivel de desempleo disminuye. Correlativamente las empresas subirán los precios finales de los productos. Por otro lado, más trabajo y sueldos incrementados producen un mayor consumo, finalmente provocando inflación (ya que los incrementos de los costes y del consumo se van trasladando de un sector económico a otro y, por fin, se generalizan en toda la economía).

Por el contrario, cuando la demanda agregada baja, las empresas necesitan emplear menos factores de producción, aumentando así el desempleo. Con una mayor tasa de desempleo (más personas en búsqueda de trabajo), los empleadores pueden pagar sueldos menores. Menores ingresos de los hogares se traducen en consumo disminuido, lo que reduce también la presión sobre los precios (y la inflación). Véase una explicación gráfica de lo anterior en la página oficial del BANCO CENTRAL DE AUSTRALIA: «Causes of Inflation», <https://www.rba.gov.au/education/resources/explainers/causes-of-inflation.html> (últ. consulta: 1.9.2023)

central independiente resolvería este problema porque sería capaz de priorizar la estabilidad de los precios frente a la necesidad política temporal de convencer a los electores potenciales sobre la existencia de un crecimiento económico (superficial) del país. A su vez, la estabilización de los precios por el banco central sería una condición suficiente para asegurar la confianza de los actores financieros en el compromiso real del gobierno con dicho objetivo. Precisamente porque la garantía de la estabilidad de los precios se delega a un órgano monetario externo al circuito democrático ordinario (incrementando la credibilidad de las políticas económicas nacionales), las primas de riesgo de la deuda soberana (así como la incertidumbre en tiempos electorales) se reducirían también.

La naturaleza económica óptima de un banco central independiente se basa en dos asunciones interrelacionadas: (i) el responsable técnico de la estabilidad de precios estaría menos predispuesto que el gobierno a complacer al electorado por la vía de una relajación monetaria a corto plazo (una relajación monetaria que crearía la apariencia del crecimiento económico), puesto que aquél buscaría asegurar exclusivamente el objetivo que se le delega (la estabilidad de los precios) y (ii) al no perseguir una retribución electoral, el banquero central independiente resultaría ser efectivamente más conservador que el gobierno en la definición de sus políticas monetarias, lo que incrementaría la confianza en el valor de la moneda y la credibilidad de las políticas económicas nacionales en sentido amplio.

Recordemos que, de acuerdo con la teoría moderna de la delegación del poder, cuanto más amplio sea el objetivo delegado, mayor será la exigencia político-constitucional de controlar democráticamente al agente. En igual sentido, los poderes atribuidos a la institución monetaria deberán ser proporcionales al objetivo que se le encomienda; en otras palabras, los instrumentos a disposición del sujeto receptor de la delegación no deberán ir más allá de lo necesario para alcanzar el objetivo que motivó en primer lugar la delegación<sup>20</sup>. De manera que, sobre las premisas mencionadas y con la finalidad de dar cabida institucional a la autoridad

---

<sup>20</sup> Por ahora, piénsese solo en J. LOCKE, *Segundo tratado sobre el gobierno*, trad. A. Lázaro Ros, Gredos, Madrid, 2013: «[t]odo poder delegado con una misión determinada y una finalidad, encuéntrese limitado por ésta; si los detentadores de ese poder se apartan de ella abiertamente (...), será forzoso que se ponga término a esa misión que se les confió» (p. 211).

monetaria independiente, el Estado constitucional expandiría incluso más —aunque siempre dentro del margen de lo metodológicamente posible— el principio organizativo de la independencia técnica; en particular, descubriendo que la legitimidad basada en los resultados es plausible también en la ordenación de la política monetaria.

Sobre la base de la renovada credibilidad de las políticas económicas estatales a consecuencia de la creación del banco central independiente (de orientación necesariamente anti-inflacionista), el Estado competiría en el mercado internacional para atraer capital en su jurisdicción y seguir reproduciendo las condiciones socioeconómicas de su legitimidad. Desde el punto de vista metodológico, el Estado-nación aseguraría mantener intacto su poder democrático «originario» acudiendo a la teoría de la delegación del poder, que admitiría, por medio de una ruptura excepcional de la cadena democrática, el establecimiento de una institución monetaria independiente. Importa advertir que la independencia del banco central nacional sería, en todo caso, una independencia democráticamente justificada (por identificar un vínculo siquiera indirecto con el soberano, en concreto, a través de la ley o la misma Constitución como herramientas de mediación de la legitimidad democrática).

El tercer capítulo se centra en el BCE, en cuanto que manifestación por excelencia del principio de independencia técnica y punto culminante de las concesiones metodológicamente plausibles para el Estado constitucional contemporáneo. Con la entrada en vigor de la UEM, los Estados miembros concedieron transferir su poder monetario al nivel supranacional. Sin embargo, la institucionalización del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del BCE supondría para los Estados miembros un refugio dentro del cual se esperaba reconstruir una mínima capacidad de estabilización de las divisas (y potencialmente las economías) nacionales, alrededor de la confianza recurrente que el mercado internacional había depositado en el *deutsche Mark*.

En este sentido, un hecho que demuestra cómo el BCE sería un intento más del Estado de acomodar sus dilemas fundacionales consiste en que las negociaciones políticas acerca de la creación de la UEM se iniciarían solo después de la caída del

sistema monetario de Bretton Woods—un sistema que, desde 1945 había garantizado la estabilidad de las divisas nacionales, permitiendo a los Estados occidentales asegurar su crecimiento económico y responder a las demandas sociales cada vez más extensas. Metodológicamente, la soberanía estatal dentro de la UEM se garantizaría a través de una teoría constitucional bien conocida para los Estados europeos desde la creación de la Comunidad Económica Europea (la legitimidad basada en los resultados)<sup>21</sup>. A partir de Maastricht, la garantía del poder originario de los Estados miembros del euro dentro de la UEM se solidificaría a través de la doctrina del Tribunal Constitucional Federal Alemán de la *Kompetenz-Kompetenz*. Se observará que, a fin de cuentas, nos encontramos ante la misma teoría político-constitucional de la delegación que fundamentaba la ruptura de la cadena democrática nacional mediante la creación del banco central independiente; con el elemento cualitativamente distinto de que, esta vez, sería el propio Estado-nación el que se situaría en el lugar del sujeto delegante, mientras que la Unión en el lugar del sujeto delegado.

Por otro lado, el tercer capítulo pretende identificar las razones que han llevado a la atribución de un nuevo objetivo del BCE (la estabilidad financiera de la Unión y de sus Estados miembros). A través de una aproximación con proyección diacrónica, se expondrán las medidas anti-crisis adoptadas por los responsables políticos a partir de 2008 a fin de estabilizar la zona monetaria común. Se explicará por qué es esta la historia de un fracaso político y cómo la ausencia de mecanismos fiscales de redistribución del crédito dentro de la UEM presiona sobre el *telos* del BCE, exigiéndole compensar —por medios técnicos— el rechazo de los Estados miembros de la Unión de federalizar sus destinos económicos alrededor del euro.

Considerando que la atribución al BCE de un nuevo objetivo expande los confines del poder originariamente estipulados en los Tratados fundacionales, la pregunta a la que pretende responder el cuarto capítulo de esta tesis doctoral es si tal expansión debilitaría automáticamente el principio organizativo basado en la independencia técnica. A fin de contestar a tal interrogante, se acude

---

<sup>21</sup> A.S. MILWARD, *The European Rescue of the Nation-State*, Routledge, London / New York, 2ª ed., 2000.

comparativamente a la Reserva Federal de los Estados Unidos—un modelo de banca central independiente con un objetivo dual (la estabilidad de precios y un bajo nivel de desempleo). La atribución de un objetivo dual a la Reserva Federal se ha calificado generalmente como un elemento que ampliaría sobremanera su discrecionalidad, al tener que elegir esta no solo entre los medios oportunos para alcanzar la estabilidad monetaria, sino también entre los objetivos a priorizar en cada momento del ciclo económico del país (estabilidad monetaria o bajo desempleo). Se razonará que un objetivo dual del banco central no vulnera, en sí mismo, el principio de la independencia técnica, siempre que tal excepcionalidad democrática se vea compensada a través de una conexión intensificada con el principio democrático. La Reserva Federal cumple con esta exigencia, puesto que su *telos* deriva no solo de su ley fundacional, sino de una evolución institucional en la que habría ido internalizando la voluntad expresada por el pueblo en los grandes «momentos constitucionales» de los Estados Unidos<sup>22</sup>.

El quinto capítulo expone la síntesis de la presente investigación a partir de siete tesis centrales.

---

<sup>22</sup> B. ACKERMAN, *We the People. Volume I: Foundations*, Harvard University Press, Massachusetts [1991], 1999.

## INTRODUCTION

The European Central Bank (ECB) is the key manifestation of technical independence in the political-constitutional laboratory of Economic and Monetary Union (EMU).<sup>1</sup> This doctoral thesis traces the transformations that this organisational principle has undergone as a manifestation of the new status of the ECB.

### *Approaching the constitutional problem from the classical conceptual dilemma*

The doctrinal debate on the constitutional problem of the ECB can be traced back to the classical conceptual dilemma, in which technical independence is at odds with the democratic principle. In short, the terms of the debate would be framed as trying to determine whether «*telos* over *demos*»<sup>2</sup> or vice versa prevails. Technical independence defines a way of organising and legitimising power through the establishment of bodies born out of a break in the «democratic chain» of state powers. It is justified by «explicit constitutional recognition» or «objective and specific requirements» (in this case, expertise in monetary affairs) and requires specific limitations on the functions, organisation and powers of the independent institution in order to «reduce the democratic legitimacy deficit».<sup>3</sup>

On the other hand, as we know, democracy defines «the organising principle of the possession and exercise of state power» as well as «a mandate for democratic legitimation».<sup>4</sup> In a prescriptive sense, the democratic principle seeks to ensure that «the occupation and binding direction of state power is organised in order to resolve the common affairs of the people».<sup>5</sup> To do so, it uses a «system of democratic

---

<sup>1</sup> For reasons of greater expertise in monetary matters, the ECB's technical independence implies that it is distanced from national and supranational policies.

<sup>2</sup> N. WALKER, «Chapter 4: Legal and Constitutional Theory of the European Union», in P. CRAIG, G. DE BÚRCA (dir.), *The Evolution of Eu Law*, Oxford University Press, Oxford, 2021, pp. 90-122, p. 92.

<sup>3</sup> E.W. BÖKENFÖRDE, «La democracia como principio constitucional», in *Estudios sobre el Estado de Derecho y la Democracia*, Trotta, Madrid, 2000, pp. 75-77.

<sup>4</sup> *Ibid.*, p. 53.

<sup>5</sup> *Ibid.*



legitimation, a system of majority rule capable of ensuring equality of opportunity for citizens to influence and participate in the political life of the State, whilst at the same time guaranteeing the constant status of the minority as a potential majority, thus allowing today's political minority to become tomorrow's majority. Ontologically, the democratic principle is based on axiological relativism, insofar as the process of forming the state's will is channelled through political pluralism; in particular, it is ideally a dialectical decision-making process in which the decision is reached by consensus through debate and the rational contrasting of opinions. Thus, the democratic principle cannot be translated axiomatically into imposing as the only valid option the judgement of a citizen, a party or the political majority itself<sup>6</sup>.

Undoubtedly, it is still plausible to frame the debate in terms of a classic dilemma between technical independence and democratic principle, in order to determine the teleological scope that would be acceptable in relation to an institution organised according to technical rationality, provided that such an examination is carried out within the political unity of the State. What is certain is that, whatever the constitutional state in which it is inserted, a monetary authority placed outside the spectrum of government - that is, outside the life of the political community that would have constituted the legal order in question at an «original» moment - will provoke astonishment from the point of view of the democratic principle. This astonishment is essentially methodological and stems, first of all, from the very possibility of having a monetary authority that lacks a «robust» democratic link to legitimise it (i.e. to keep the chain of democratic legitimation «intact»). On the other hand, an astonishment that stems from the recurrent difficulty of understanding the democratically exceptional in democratic terms. In brief, there are two basic solutions to the constitutional problem of the independent central bank within a political body: either to contest its technical independence, in the sense of its democratic exceptionality, or to accept it once and for all.

---

<sup>6</sup> Among the classic works on the subject, cf. H. Kelsen, *De la esencia y el valor de la democracia*, translation by J.L. Requejo Pagés, KRK Pensamiento, Oviedo, 2009; E.W. BÖKENFÖRDE, «La democracia como principio constitucional», *cit., passim*; K. HESSE, *Escritos de Derecho Constitucional*, translation by P. Cruz Villalón and M. Azpitarte Sánchez, Centro de Estudios Políticos y Constitucionales, Madrid [1967], 2012.

However, if we consider the implicit premise of the political-constitutional theory of EMU, which has allowed the «masters of the treaties» to reassert themselves conceptually even after the transfer of monetary powers to an institutional system beyond their national constitutions, the problematisation of the ECB from this line of reasoning is methodologically inadequate. According to this premise, since (only) the legal order of the euro member states - comprising, *inter alia*, rules, principles and constituted powers - derives predominantly (if not exclusively) from the people, fiscal policy is defined as a matter linked to the original legitimacy of the euro member states. The almost mystical conceptual unity of this pre-constitutional subject has been undisputed since the theoretical contributions of Rousseau; a more controversial issue has been the concrete identification of who constitutes the people, i.e., what degree of social and cultural homogeneity - if any - is necessary for its effective existence<sup>7</sup>.

Formulating the ECB's constitutional problem in terms of a classic trade-off between technical independence and the democratic principle would lead to a methodological dead end, given the substantial expansion of the ECB's objectives in the wake of the global financial crisis on the one hand, and the asymmetrical institutional configuration of EMU - which is justified precisely by the indissoluble sovereignty of the «masters of the treaties» in economic matters, protected as such by the Union's own treaties - on the other. Either one assumes that the supranational monetary body has moved to the centre of the political debate, thus failing to meet the original conceptual requirements of its organisational principle (technical independence, justified by the primacy of a single monetary objective, price stability)<sup>8</sup>. Or one rejects the possibility of the ECB exercising a redistributive policy function in the context of EMU and assumes that, in the face of an economic crisis, the common monetary area lacks the instruments to restore its stability (including, of

---

<sup>7</sup> See, E.W. BÖKENFÖRDE, «La democracia como principio constitucional», *cit.*

<sup>8</sup> This alternative would also require us to accept that there has been a dilution of the democratic principle in the euro area, as well as an exhaustion of the theory of the delegation of powers from the State to the Union (*telos* over *demos*). It is worth remembering that the limitation of the ECB by means of a limited objective was precisely the precondition for the consent of European sovereigns - individually - to the transfer of monetary competence to a supranational institution.

course, monetary stability). Ultimately, both alternatives place the ECB in an implausible or even illegitimate situation: the first, because the institution is unduly detached from the conceptual requirements of its organisational principle (technical independence); the second, because the institution is incapable of achieving its primary objective (price stability).

In short, if one considers the possible conceptual fit of the independent central bank in the national architecture of powers, only one part of the constitutional problem emerges (the democratic exceptionality of the monetary institution in the realm of the State). And here the solution is essentially sought by recourse to a theory of delegation (from parliament or the constitutional norm itself to the central bank),<sup>9</sup> which thus succeeds in restoring to the people what is theirs: an exclusive legal order,<sup>10</sup> and institutions legitimised by the mere fact of their presence - through the very functions assigned by the constitution<sup>11</sup> - in the area originally empowered by the «constituent power», even if these functions, in their constituted form, are outside the ordinary democratic circuit. In this sense, since the essential criterion of the legitimacy of the monetary authority (technical independence) can always be traced back to the ultimate (and only) holder of political power, the people, an independent central bank will correspond to a democratically justified understanding of independence at the national level.

But if we seek to understand the ECB beyond national boundaries, and in particular its current position in the European Union and in the architecture of national powers, the task becomes extremely complicated, to the point where it is difficult to read the ECB in a way that is at least minimally satisfactory from a democratic point of view. The fundamental democratic deficit of the supranational organisation in which the ECB is legally embedded, the European Union, must be

---

<sup>9</sup> See, e.g. P. TUCKER, *Unelected Power. The Quest for Legitimacy in Central Banking and the Regulatory State*, Princeton University Press, Princeton, 2019.

<sup>10</sup> Within this framework, the relationship between the sources of law will be one of validity and will be regulated by the principle of hierarchy. Cf. J.L. REQUEJO PAGÉS, *El sueño constitucional*, KRK Ediciones, Oviedo, 2016.

<sup>11</sup> Hence one can speak of «sovereign functions» in the terms used by M. GARCÍA PELAYO, defined as «activities through which the State manifests and concretises its existence» or «exercise of original power [...] within the multiplicity of empirical acts in which such power is deployed». In «La estructura constitucional», *Obras completas. Vol. I*, pp. 314-315.

added to the «democratic question» of the ECB as an independent monetary institution. In this sense, despite the fact that the legal components reaffirmed in the original law are typical of a regulated model of independent central banking, the ECB is not only lacking an ultimate link to a «European people», but its very existence is born and remains determined over time by the only sovereign - and therefore valid - decision expressed at the supranational level. In particular, that originally expressed at the moment of the founding of the national constitutions and subsequently reflected in the Treaties of the Union; in what is of interest here, in the two prohibitions of Articles 125 and 123 TFEU (no financial co-responsibility and no monetary financing). As a result, the ECB's scope for action beyond the limited scope of its original objectives is even more limited than in the case of a central bank within the national architecture of powers.

Put differently, the «democratic exceptionality» of the ECB is reinforced by the fact that it is institutionally situated within a supranational organisation that does not have its own democratic legitimation. The technical independence of the ECB is a democratic exception in two respects, because monetary matters are first of all taken out of the normal political circuit within the constitutional state and are then completely transferred beyond the state. The conceptual concessions that the democratic principle might allow - in order to maintain even a minimum of plausibility - would therefore indicate a natural exhaustion, while losing sight of the socio-political context in which the monetary institution operates.

*Reconstruction of the constitutional problem: the dilemmas of constitutional states in the euro area*

In this doctoral thesis, it is argued that the constitutional question that arises in relation to the object of study is not as much the theoretical reconciliation of technical independence with the democratic principle (as an organising principle of power within a juridical and material context that is assumed to belong to the State), but rather the contemporary dilemma of the constitutional states of the euro area. Ultimately, the question alludes to the very contradictions of liberal-democratic political theory, which since modernity has found its «host political society» in the

nation-state and has ordered constitutional thinking precisely around this territorial unit.<sup>12</sup>

From this understanding, an object of study that begins as an explanandum becomes an explanans. Extending the principle of technical independence in the case of the ECB, to the point of questioning the normative force of this principle, in fact explains the ultimate existential dilemma faced by the nation-states of the Eurozone, which seek to reproduce their global protagonism while preserving their (concept of) popular sovereignty. Indeed, it is precisely in relation to the various socio-economic challenges facing the nation-state and its (in)ability to respond through the classical organising principle of democracy that the definition of the principle of technical independence has evolved since the Industrial Revolution. Thus, the ultimate meaning of the principle of technical independence will be to clarify (and compensate for) the (material, cognitive or temporal) inadequacies of the national political system and its democratic decision-making methods.

This doctoral thesis will approach the object of study from a technical-legal point of view, which includes legal and material components. The essential link between the principle of technical independence and the democratic principle (given the mixed evolution of both in the light of the socio-economic needs of the national state) requires the assumption that the functional rationality of the former is not in absolute isolation from other analytical aspects of reality (political, social, economic, individual). On the contrary, they are all interrelated in an unpredictable way. They evolve autonomously and with equal unpredictability. Thus, the material scope of the principle of technical independence (of central banks) goes beyond a purely positivist sense. Both the principle of technical independence and the principle of democracy order constitutional realities that constantly intersect with each other and mutually condition the reproduction of and the conditions for their conceptual plausibility.

---

<sup>12</sup> N. WALKER, «The Diverse Objects of Public Law: Taking Theory to the Next Level», in E. FISHER, *The Foundations and Future of Public Law: Essays in Honour of Paul Craig*, Oxford Scholarship Online, 2020, pp. 19-44.

On the other hand, in this doctoral thesis I intend to make explicit the theoretical assumptions that have explained and justified the legal existence of the ECB, in line with the repeated extensions of its organisational principle (technical independence). It is therefore necessary to analyse the economic theory that gave rise to a generally accepted definition of the technical independence of the central bank, the economic explanations of what (ought to) constitute an optimal currency area, or the definition of the classic macroeconomic tools (such as the exchange rate or public debt) that enabled the state to expand its budget and thereby adapt to the various social demands that condition its internal legitimation. The economic, political and social subsystems are therefore considered to maintain functional autonomy, although at each historical moment functional and political rationality tends to expand towards the other subsystems or even towards the citizens' sphere of freedom.<sup>13</sup>

The complex reality on which the democratic principle and the principle of technical independence project their orienting claims requires the integration of substantive considerations into legal discourse.<sup>14</sup> While the formal or procedural significance of legal institutions (and the ECB in particular) will be taken into account, the theoretical discourse will essentially be based on a socio-legal definition of the state and its political constitution<sup>15</sup>. With regard to the ECB, I will focus on

---

<sup>13</sup> Recall, for example, the characterisation of capitalism as the «nemesi» of «humankind» because of «its indifference, if not hostility» (F. DE LOS RÍOS, *El sentido humanista del socialismo*, Biblioteca Nueva, Madrid, 2006, p. 116).

<sup>14</sup> Identifying four factors that constitute, feed into and feed back into the constitutional order: political unity; a set of (political) institutions; social relations; and fundamental political objectives: M. GOLDONI, M.A. WILKINSON, «The Material Constitution», *The Modern Law Review*, vol. 81, n° 4, 2018, pp. 567-597 (p. 569).

On the conflict resolution function as a condition of the Constitution's normativity, see M. AZPITARTE SÁNCHEZ, «Constitución del pluralismo y método jurídico», *Teoría y Realidad Constitucional*, n° 21, 2008, pp. 447-459 (pp. 449-450). See, also, I. GUTIÉRREZ GUTIÉRREZ, «Debates sobre la metodología del Derecho público con la perspectiva de la multiculturalidad y la globalización», in M.Á. PRESNO LINERA (eds.), *La metamorfosis del Estado y del Derecho*, Fundamentos, n° 8, Junta General del Principado de Asturias, Oviedo, 2014 (esp. p. 72). Lastly, a proposal for a social constitutionalism based specifically on the «pact between capital and labor» (given its «fundamental contradiction»), cfr. C. DE CABO MARTÍN, «El Tratado Constitucional Europeo y el Constitucionalismo del Estado social», *Teoría y realidad constitucional*, n° 19, 2007, pp. 199-213 (esp. p. 201).

<sup>15</sup> See, H. HELLER, *Teoría del Estado*, Comares, Granada, 2004. It is worth repeating here that «the legitimacy of a social order is decisive for the claims to validity and power of the socio-political authority that establishes and operates it. [...] No authoritarian organisation can secure its power and order solely through its coercive apparatus. It must always seek legitimation, i.e., it must strive

the identification of the material needs of the European Monetary Union and the consequences that these needs have for the *telos* originally defined for the supranational monetary body.

This understanding will allow me to show that the principle of technical independence is not the antithesis of the democratic principle. On the contrary, it is a criterion for the organisation of power which is inseparable from the democratic principle and which, at the level of the European Union, sheds light on the efforts of the constitutional state to continue to reproduce itself as the basic unit for the organisation of political power and, at the same time, to guarantee its legitimacy in a context of increasing complexity. From this perspective, the socio-political pressure exerted on the ECB at least since the Great Financial Crisis - to compensate, through its technical function, for what can only be provided by political means, i.e. the creation of fiscal instruments to ensure the stability of the single currency area - highlights the classic existential dilemma of the nation-state: how to efficiently fulfil its (ever-expanding) legal objectives in order to guarantee the conditions of its legitimacy, without completely diluting its original political power.

In other words, the constitutional difficulties of the ECB stem precisely from the social and political imperatives which EMU imposes on the essentially technical functions of the monetary authority. Unlike other turning points in the contemporary history of the constitutional state, the member states of the euro area have reached a breaking point, since the next «concesion» required today to respond

---

to integrate its subjects into a community of will and values that ennobles its claims to rule by means of ideal content and makes the subjects accept them internally as a normative obligation» (p. 106).

On the legitimacy of the constitution as social acceptance, see, U. VOLKMANN, *Elementos de una teoría de la Constitución alemana*, translation by I. Gutiérrez Gutiérrez, Marcial Pons, Madrid, 2019 (recalling that «no legal rule can guarantee itself», p. 311). In a similar sense, see, R.H. Jr. FALLON, «Legitimacy and the Constitution», *Harvard Law Review*, vol. 118, núm. 6, abril, 2005, pp. 1787-1853 (esp. pp. 1794-1813). Available at: [https://www.jstor.org/stable/4093285?seq=1&cid=pdf-reference#references\\_tab\\_contents](https://www.jstor.org/stable/4093285?seq=1&cid=pdf-reference#references_tab_contents) (accessed 1.9.2023). Claiming «humanity» as the ultimate basis of sovereignty: A. PETERS, «Humanity as the  $\Lambda$  and  $\Omega$  of Sovereignty», *The European Journal of International Law*, vol. 20, n° 3, 2009, pp. 513-544 («State sovereignty is not only – as in the meanwhile canonical view – limited by human rights, but is from the outset determined and qualified by humanity, and has a legal value only to the extent that it respects human rights, interests, and needs. It has thus been humanized», p. 514).

Lastly, it is essential to refer here, among the positivists who define the legal binding nature of the law in terms of social acceptance: H.L.A. HART, *The Concept of Law*, Oxford University Press, Oxford, 3 ed., 2012.

to their existential dilemma (i.e., to advance fiscal integration in order to ensure the stability of the euro and thus that of its member states) would involve their own dilution in a federal political organisation. To recall the words of Albert Camus and Pindar that open this introduction, the outstanding constitutional question of the eurozone member states - posed in the light of the recurrent extension of the principle of technical independence and the consequent reduction of the national democratic principle - is the following: Will they seek an immortal life, having exhausted the realm of the (methodologically) possible?

*The structure of the doctoral thesis*

This doctoral thesis is divided into five chapters.

The first chapter identifies the intellectual fabric of the principle of technical independence and the methodological concession of the nation-state that would allow it for the first time to accommodate its fundamental dilemmas (accepting a new organisational principle juxtaposed to the democratic principle). We shall see that the origin of the criterion of technological autonomy, which legitimises authority, lies in the phenomenon of increasing social complexity brought about by the technological revolution. The moment of the «first encroachment» by technical rationality into the continental constitutional state would be the so-called «golden age» of the social state. On the one hand, the political system would use technical rationality to intervene more efficiently in the national economy, using Keynesian economic instruments to guarantee the best standard of living for its citizens; on the other hand, technical rationality would maintain its organic sphere of influence within the classical powers that make up the chain of democratic legitimation (above all, the executive power). The diffusion of technical rationality among the decision-making methods of the national political system would take place in the period of the transformation of the social state into a «regulatory» and «competitive» state, with the spread of the creation of specialised independent bodies. This way of regulating social reality (which originated in the United States) would be imported into the constitutional structures of the European states in the period of stagflation. It would offer concrete solutions based on specialised knowledge, thus combating the



(alleged) crisis of governability of the continental democracies (which would have been subjected to the disproportionate demands of citizens encouraged by the welfare state).

On the other hand, the ordoliberal worldview of the relationship between the economy (and its functional rationality) and the state (with its intrinsic pluralism and dynamism) will be presented. The ordoliberal concept of the «economic constitution will demonstrate the claim to dissociate the principle of legitimacy based on technical knowledge from the political constitution, and to defend the inherent normativity of the capitalist pricing system (given the general situation of powerlessness from which economic agents would emerge). The clarification of the essential features of the ordo-liberal ontology will be decisive for a subsequent reflection on the intellectual foundations of neo-liberal thought, which in turn is the political basis of the regulatory state. The final pages of the first chapter are devoted precisely to extracting the intellectual keys of neoliberal thought, pointing out the danger of the democratic principle being monopolised by technical rationality.

The second chapter describes the classical foundations of the technical independence of central banks, or, in other words, the second concession that the contemporary constitutional state would allow in order to meet its existential dilemmas: the management of the economy by means of specialised technical institutions in order to guarantee the credibility of the state's economic policy. Independent central banking, as defined according to neoclassical economic postulates, will be presented.

The third chapter focuses on the ECB as the quintessential manifestation of the principle of technical independence and the culmination of methodologically plausible concessions to the contemporary constitutional state. With the entry into force of EMU, the member states conceded the transfer of their monetary power to the supranational level. However, the institutionalisation of the European System of Central Banks and the ECB would provide Member States with a safe haven within which they hoped to rebuild a minimal capacity to stabilise national currencies (and potentially economies) around the international market's recurring confidence in the Deutsche Mark.

In this sense, the fact that political negotiations on the creation of EMU would only begin after the collapse of the Bretton Woods monetary system shows how the ECB would be yet another attempt by the state to accommodate its fundamental dilemmas. On the other hand, it identifies the reasons that led to a new objective being assigned to the ECB (safeguarding the financial stability of the Union and its Member States). Using a diachronic approach, it outlines policy measures taken since 2008 to stabilise the euro area. It explains why this is a story of political failure and how the absence of fiscal mechanisms for the redistribution of credit within EMU puts pressure on the telos of the ECB, requiring it to compensate - by technical means - for the refusal of EU member states to federalise their economic destinies around the euro.

In view of the fact that the attribution of a new objective to the ECB extends the limits of the powers originally laid down in the founding treaties, the question on which the fourth chapter of this doctoral thesis focuses is whether such an extension would automatically weaken the organisational principle based on technical independence. The answer to this question is provided by a comparison with the US Federal Reserve - a model of independent central banking with a dual objective (price stability and low unemployment). The attribution of a dual objective to the Federal Reserve has generally been described as an element that would greatly expand its discretion, as it would have to choose not only between the appropriate means to achieve monetary stability, but also between the objectives to be prioritised at each point in the country's business cycle (monetary stability or low unemployment). It will be argued that, provided this democratic exception is compensated for by a stronger link to the democratic principle, a dual objective of the central bank does not in itself violate the principle of technical independence. The Federal Reserve fulfils this requirement, since its telos derives not only from its founding law but also from an institutional evolution in which it has internalised the will expressed by the people in the great constitutional moments of the United States.<sup>16</sup>

---

<sup>16</sup> B. ACKERMAN, *We the People. Volume I: Foundations*, Harvard University Press, Massachusetts [1991], 1999.

In the fifth chapter, the research is summarised on the basis of seven arguments.



## Capítulo 1

# LA INDEPENDENCIA TÉCNICA COMO PRINCIPIO ORGANIZATIVO

## I. Introducción

El primer capítulo de esta tesis doctoral perfila el tejido intelectual del principio de independencia técnica. En la segunda mitad del siglo pasado, este constituiría una respuesta metodológica, desde el principio democrático, a un problema clásico del Estado constitucional: el aumento de la complejidad social a causa de la revolución tecnológica y la expansión del mercado capitalista<sup>1</sup>. Dichos fenómenos sacarían a luz, por primera vez, las dificultades del Estado-nación para lidiar con su dilema existencial: cómo cumplir de manera eficiente con sus objetivos (garantizando, de este modo, las precondiciones de su legitimidad) y asegurar, a la vez, su reproducción como unidad política de referencia en el ámbito internacional.

Se observará que los presupuestos sobre los cuales comienza a gestarse la independencia técnica —en cuanto que principio «yuxtapuesto»<sup>2</sup> a la democracia— son de naturaleza socioeconómica. Tras la Segunda Guerra Mundial, la racionalidad técnica se incardinaria en el Estado constitucional de manera estable; y lo haría precisamente como un intento del Estado-nación de compensar por su incapacidad de satisfacer las (aumentadas) precondiciones (socioeconómicas) de legitimidad interna. Sobre la base de este entendimiento, se sostiene en el presente capítulo que la organización y la legitimación del poder a través de un criterio fundado esencialmente en el conocimiento técnico no supone una quiebra automática de los métodos de la democracia constitucional (la alternancia y el pluralismo político)<sup>3</sup>.

Lo cierto es que el aumento de la técnica y la expansión del comercio internacional no habían sido retos novedosos para el Estado continental de posguerra. Es más, los primeros síntomas de un Estado (liberal) agotado

---

<sup>1</sup> En evidente referencia a la obra clásica de M. GARCÍA-PELAYO, «Las transformaciones del Estado contemporáneo», en *Idem, Obras Completas*, vol. II, Centro de Estudios Constitucionales, Madrid, 1991. Sobre la expansión de la técnica como fenómeno incontrolable y su efecto desestabilizador para el Estado, véase también E. FORSTHOFF, *El Estado de la sociedad industrial*, trad. J. Nicolás Muñoz y L. López Guerra, CEPC, Madrid, 2013 [1971].

<sup>2</sup> M. AZPITARTE SÁNCHEZ, «La funcionalidad de la ley en un sistema político fragmentado», en M.Á. PRESNO LINERA (coord.), *La metamorfosis del Estado y del Derecho*, Fundamentos núm. 8, Junta General del Principado de Asturias, pp. 255-288, p. 283.

<sup>3</sup> Es indispensable remitir aquí a la obra clásica de F. BALAGUER CALLEJÓN, *Fuentes del Derecho*, CEPC, Madrid, [1991] 2023.

metodológicamente por las mismas causas se habrían manifestado tan pronto como desde los principios del siglo XX<sup>4</sup>. El carácter distintivo de dichos fenómenos en la época de posguerra residiría en la certeza que habrían probado precisamente a la luz de las convulsiones del Estado liberal continental y su dilución en una «solución» totalitaria. Tras décadas de destrucción física, emocional y desempleo, el liberalismo clásico —y su acomodo natural en el sistema de fuentes a través de la ley— era incapaz por sí solo de ofrecer al Estado una alternativa metodológica plausible para sobrevivir democráticamente.

De acuerdo con la teoría constitucional liberal-democrática, el criterio primordial (si no exclusivo) que organiza y legitima el poder político es la representación popular (léase el principio democrático). En tiempos ordinarios y siempre como poder constituido —y, por ende, imperfecto— el órgano legislativo ejerce de espejo de la realidad socioeconómica nacional a través de la fuente ley<sup>5</sup>. Sin embargo, las guerras mundiales habían demostrado que la legitimidad del Estado (o, lo que es lo mismo, la normatividad de la Constitución política) venía condicionada por la capacidad de los órganos constituidos de encauzar y responder a un mayor número de demandas de sus ciudadanos<sup>6</sup>. En otras palabras, para los efectos de la legitimidad y reproducción social del sistema político, el Estado constitucional de

---

<sup>4</sup> Las disposiciones contenidas en la Constitución de Weimar son un buen reflejo de los nuevos retos del constitucionalismo de principios de siglo XX. A pesar de su fatídico desenlace histórico en la penumbra nacionalsocialista, la experiencia de Weimar dejaba constancia escrita de un primer intento conceptual del Estado-nación de acomodar sus dilemas característicos. Concretamente, el Capítulo V de la Constitución de Weimar, dedicado a la «vida económica», señalaba una primera toma de conciencia acerca del problema social y la exigencia metodológica de ofrecer un contenido sustantivo al liberalismo clásico. Partiendo del principio genérico de libertad en la vida económica (art. 151), se formulaban limitaciones a la cosmovisión individualista de la sociedad; limitaciones que derivarían de «los principios de justicia, con el objetivo de garantizar a todos la procura de una existencia humanamente digna».

<sup>5</sup> Sobre la democracia como «principio constitucional legitimador específico y abierto hacia el futuro» y la integración de «lo posible» y «lo necesario» (normativo) en la Constitución, cfr. P. HÄBERLE, *Tiempo y Constitución*, trad. J. L. León Vázquez, Palestra Editores, Lima, 2017 (esp. pp. 29-32). Sobre el significado constitucional de la democracia como método de canalización y resolución de conflictos basado en el pluralismo político y la posibilidad de alternancia: M. AZPITARTE SÁNCHEZ, «Alternancia y reconstrucción de la Constitución económica. *Crónica política y legislativa del año 2011*», *Revista Española de Derecho Constitucional*, núm. 94, enero-abril, 2012, pp. 183-208. En particular, la alternancia se manifestaría como «oferta plural» de soluciones recaídas sobre un mismo conflicto, con la finalidad de dotar de significado real el voto del elector, decidido sobre una base amplia de posibilidades (pp. 190-191).

<sup>6</sup> A.S. MILWARD, *The European Rescue of the Nation-State*, *cit.*, p. 22.

posguerra debía ampliar sus objetivos y ejercer de fuerza orientadora de la sociedad y de la economía—esta vez, sin convertirse en un Estado totalitario.

En este sentido, la categoría normativa del «Estado social» sería la primera fórmula exitosa que permitiría al Estado-nación hacer operativo el principio democrático en un contexto en el que crecían las demandas ciudadanas. Dentro de este nuevo modelo conceptual —y a diferencia de la transformación que todavía estaba por llegar (esto es, el «Estado regulador»<sup>7</sup>)—, el gobierno de la economía y de la sociedad mediante la racionalidad técnica se mantendría dentro del circuito democrático ordinario. El sistema político haría uso de la técnica y de la racionalidad basada en la eficiencia por medio de sus órganos constituidos clásicos, sobre todo del poder ejecutivo.

La constitucionalización del Estado social en la época de posguerra convertiría algunos de los postulados keynesianos en requisitos indispensables para la supervivencia y reproducción simultánea del Estado, la sociedad y economía, en cuanto que subsistemas interrelacionados. El Estado ejercería un papel activo en la economía nacional, especialmente mediante la orientación del proceso económico hacia el crecimiento de la producción, del consumo y la garantía del pleno empleo. Dicho más claramente, el Estado social emplearía la macroeconomía para cumplir los fines redistributivos que sostendrían su legitimidad en el contexto de la sociedad postindustrial.

El inicio del proceso de integración europea señalaría igualmente la creciente incapacidad del Estado para llevar a cabo sus funciones dentro de las fronteras territoriales nacionales. Teniendo en cuenta la nueva base socioeconómica de legitimidad del Estado-nación, la expansión del comercio y el ejercicio supranacionalizado de determinadas funciones técnicas del Estado por medio de la Comunidad Económica Europea sería un modo complementario del Estado constitucional de acomodar sus dilemas existenciales; en particular, ampliando las herramientas que le permitirían contribuir al aumento de la eficacia, de los ingresos

---

<sup>7</sup>Término empleado de forma inédita por G. MAJONE, «The rise of the regulatory state in Europe», *West European Politics*, vol. 17, núm. 3, 1994, pp. 77-101



y, a fin de cuentas, de las opciones de vida de sus ciudadanos<sup>8</sup>. Entre otros aspectos, la expansión del horizonte jurídico de las posibilidades económicas multiplicaría y diversificaría las opciones existentes en el mercado. De modo que el aumento cuantitativo de las alternativas de los agentes para entablar relaciones económicas mediante la apertura y la integración de los mercados nacionales se traduciría también en un refuerzo de las libertades económicas de los ciudadanos<sup>9</sup>.

Con todo, la categoría conceptual de «Estado social» serviría para acomodar los dilemas del Estado-nación solo por un tiempo limitado. En la época de estanflación de los años setenta se produciría el rechazo generalizado de los postulados keynesianos, surgiendo, en su lugar, una ontología económica basada en la oferta. Al eliminarse intelectualmente las herramientas macroeconómicas de esencia keynesiana que guiaban el comportamiento del Estado, i.e., la orientación de la economía nacional hacia el pleno empleo y el consumo, se redujo también la capacidad de aquél para seguir sosteniendo las condiciones materiales del Estado social y, por extensión, los prerrequisitos de legitimidad del sistema político nacional. En otras palabras, la crisis del keynesianismo produjo también una crisis del Estado social, y, con ello, una disminución de la legitimidad del Estado constitucional europeo.

Es en este contexto cuando el principio democrático y sus métodos clásicos de ordenación jurídica de la realidad socioeconómica (la ley) retiran de su órbita de proyección natural determinadas materias «sensibles»<sup>10</sup> de la vida social, a través del establecimiento de las agencias independientes continentales (p.ej., en materias como

---

<sup>8</sup> A.S. MILWARD, *The European Rescue of the Nation-State*, cit., p. 116.

<sup>9</sup> La expansión y apertura de los mercados nacionales son características esenciales del fenómeno de globalización económica; el sueño de construir un «mundo del comercio sin muros» se ha venido impulsando ya desde los inicios de siglo XX, siendo de especial relevancia en este sentido la creación de la Cámara Internacional del Comercio (ICC, por sus siglas en inglés) en París, 1920. Este fenómeno se ha consolidado a nivel internacional especialmente tras la Segunda Guerra Mundial, a través de las políticas conocidas como «El Consenso de Washington». Sobre la globalización económica como proyecto político neoliberal impulsado a través de las instituciones internacionales (y que hacen uso del Estado para llevarlo a cabo), Q. SLOBODIAN, *Globalists. The End of Empire and the Birth of Neoliberalism*, Harvard University Press, Cambridge-Massachusetts-London-England, 2018, p. 49.

<sup>10</sup> L.A. POMED SÁNCHEZ, «Fundamento y naturaleza jurídica de la Administraciones independientes», *Revista de Administración Pública*, 1993, núm. 132, pp. 117-170.

la energía nuclear, radio, televisión)<sup>11</sup>. De este modo, el modelo norteamericano del Estado «regulador»<sup>12</sup> llegaría también en el continente europeo, con el fin de ofrecer soluciones concretas y combatir el reproche de «colonización» nociva del «mundo vital» que se había formulado respecto del Estado social<sup>13</sup>.

Dicho más claramente, a la vez que el Estado social se transforma en un Estado «regulador», el principio clásico de organización del poder basado en la democracia empieza a convivir de manera estable con la independencia técnica. Por el momento, tal convivencia estable quedaría ilustrada a través de las agencias reguladoras independientes, que responderían a una finalidad de alejamiento del poder público de la «lucha política partidista» y que se distinguirían por su (presunta) neutralidad política, a la luz de los objetivos en ellas delegados: por un lado, objetivos genéricos, en tanto en cuanto «afectan al conjunto de la sociedad» y, por otro lado, de larga duración, ya que su «proyección temporal se extiende más allá de la vida de los Gobiernos de turno»<sup>14</sup>.

Este capítulo recorre las transformaciones de un Estado constitucional afanado por reproducir las condiciones de su legitimidad interna y su protagonismo en el ámbito global. Una vez que la categoría normativa del Estado social atenúa su capacidad inicial para vigorizar el protagonismo del Estado-nación de posguerra (punto II.1), este último encontrará, en el ámbito de lo metodológicamente posible y a través del modelo del «Estado regulador», el principio organizativo de la

---

<sup>11</sup> Recuérdese que es precisamente en el ámbito de las materias mencionadas donde surgen las primeras Administraciones independientes en España: el Consejo de Seguridad Nuclear (creado por la Ley de 22 de abril de 1980) y la Alta Autoridad de la Comunicación Audiovisual (creada por la Ley de 29 de julio de 1982, sobre la comunicación audiovisual).

<sup>12</sup> Cfr., por todos, G. MAJONE, A. LA SPINA, «El Estado regulador», *Gestión y Política Pública*, vol. II, núm. 2, julio-diciembre, 1993, pp. 197-261.

<sup>13</sup> J. HABERMAS, «Law as Medium and Law as Institution», en G. TEUBNER (dir.), *Dilemmas of Law in the Welfare State*, De Gruyter, Berlín, 1985, pp. 203-220, p. 211.

<sup>14</sup> L.A. POMED SÁNCHEZ, «Fundamento y Naturaleza jurídica de la Administraciones independientes», *cit.*, p. 121. Al contrario, defendiendo una interpretación de la neutralidad como distanciamiento de la lucha partidista, aunque no necesariamente desligada de la política, cfr. M.B. SAGGESE, «Capítulo 38. Estado democrático y administraciones independientes: ¿carecen o deben carecer los organismos reguladores independientes de toda dimensión política?», en J. ALGUACIL GONZÁLEZ-AURIOLES, I. GUTIÉRREZ GUTIÉRREZ (dirs.), *Constitución: norma y realidad. Teoría constitucional para Antonio López Pina*, Marcial Pons, Madrid, 2014, pp. 341-356.

independencia técnica—un principio que la economía de mercado capitalista había internalizado como propio desde los inicios del siglo XX (punto II.2).

El concepto ordoliberal de «Constitución económica» pondrá de manifiesto que las debilidades inherentes del principio democrático (derivadas de la lucha de intereses privados) pueden dar lugar a una prevalencia generalizada de la racionalidad del mercado sobre el Estado—y, por extensión, sobre el dinamismo y la elasticidad intrínsecas a la alternancia democrática (punto III). Los riesgos de dilución del principio democrático por medio de la racionalidad económica se evidenciarán en esta tesis a la luz del pensamiento neoliberal (punto IV). Finalmente, se reformularán las preguntas pendientes de un Estado-nación en cuyo seno conviven dos principios organizativos, la democracia y la independencia técnica (punto V). Sobre todo, ¿es la independencia técnica la utopía o la patología del Estado constitucional?<sup>15</sup>

## **II. La independencia técnica como método del Estado constitucional contemporáneo**

### ***1. La primera fórmula de revitalización metodológica del Estado-nación: el Estado social de posguerra<sup>16</sup>***

Siguiendo los términos propios del pensamiento en sistemas, el Estado social —como concepto no plenamente identificable con el Estado de bienestar, puesto que el primero supera los confines estrictamente políticos del bienestar social<sup>17</sup>— definiría el intento del sistema político industrial y postindustrial de adecuarse a la creciente complejidad de su ambiente<sup>18</sup>. Entre las causas históricas de conformación teórica del Estado social, es preciso destacar la inminente «reforma o revolución

---

<sup>15</sup> La formulación de esta pregunta se basa en la tesis avanzada por J.G. GUNNELL, «The technocratic image and the theory of technocracy», *Technology and Culture*, vol. 23, núm. 3, 1982, pp. 392-416.

<sup>16</sup> La exposición sistemática de los rasgos fundamentales del Estado social se basará en el estudio pionero realizado por Manuel García Pelayo en *Las transformaciones del Estado contemporáneo*, publicado en 1977.

<sup>17</sup> M. GARCÍA-PELAYO, «Las transformaciones del Estado contemporáneo», en *Idem, Obras Completas*, vol. II, Centro de Estudios Constitucionales, Madrid, 1991, pp. 1593-1594.

<sup>18</sup> *Ibid.*, p. 1726.

social»<sup>19</sup> del Estado liberal burgués a causa del desarrollo tecnológico y la democracia de masas, así como la necesidad de integrar al factor trabajo en la vida estatal; esta vez, sin embargo, no por medio de una solución totalitaria temporal, sino por la vía constitucional-democrática. En efecto,

«cualquiera que sea el contenido de lo social, su actualización tiene que ir unida a un proceso democrático, más complejo [...] que el de la simple democracia política. [...] Solo mediante la vía democrática la tendencia a la estabilización de la sociedad puede ser neutralizada por un proceso de socialización del Estado»<sup>20</sup>.

La constitucionalización del Estado social se produce por primera vez en la Ley Fundamental de Bonn de 1949<sup>21</sup>, aunque ciertamente la primera toma de conciencia del Derecho Público europeo acerca de la necesidad de superar la tajante separación entre el Estado y la sociedad se debe situar predominantemente en el período de entreguerras. Desde esta perspectiva, la Constitución de Weimar constituye un centro teórico de gravedad que señala la crisis del positivismo jurídico y de una teoría del Estado profundamente desvinculada de la realidad material sobre la que este proyectaba su fuerza decisoria<sup>22</sup>. Por el contrario, el Estado social parte justamente de la intrínseca interrelación del Estado con la sociedad y la economía, desprendiéndose de esta forma de su función clásica liberal de mera corrección puntual de dichos subsistemas, «del mismo modo que se corrige de tiempo en tiempo un reloj para que, en virtud de su mecanismo, siga marchando por la sola operación de este»<sup>23</sup>.

Sin pretensión de presentar exhaustivamente las características del Estado social y las razones históricas que llevaron a su constitucionalización, baste recordar las facetas esenciales que lo conforman. Es preciso mencionar, sobre todo, la función social integradora que le corresponde, siendo vital para este fin la redistribución del producto nacional a través de transferencias fiscales, predominantemente en la

---

<sup>19</sup> L. VON STEIN, *Geschichte der sozialen Bewegung* [1850], Munich, 1921, cit. en M. GARCÍA-PELAYO, «Las transformaciones del Estado contemporáneo», *cit.*, p. 1594.

<sup>20</sup> M. GARCÍA-PELAYO, «Las transformaciones del Estado contemporáneo», *cit.*, p. 1621.

<sup>21</sup> *Ibid.*, p. 1594.

<sup>22</sup> Véase *infra* punto III de este capítulo.

<sup>23</sup> M. GARCÍA-PELAYO, «Las transformaciones del Estado contemporáneo», *cit.*, p. 1598.

forma de prestaciones sociales. En este sentido, la política social se distingue de otras fórmulas de regulación por su orientación universal y sistémica<sup>24</sup>, buscándose la garantía de unas condiciones mínimas de existencia para cada uno de los ciudadanos (la llamada «procura existencial» criticada por Ernst Forsthoff)<sup>25</sup>.

Ligado a lo anterior —y siguiendo con los conocidos términos formulados por Manuel García Pelayo— el Estado social es, además, un Estado «*manager*», que se percata de su rol fundamental en la economía nacional y lo ejerce activamente, no solo mediante la orientación del proceso económico hacia el crecimiento de la producción, del consumo y la garantía del pleno empleo, sino también a través de la reorganización de su sistema de fuentes jurídicas, en el cual la ley abandona su centralidad clásica a favor de la eficiencia y especificidad de las normas provenientes del Gobierno<sup>26</sup>. Finalmente, lejos de apartarse metodológicamente de la ciencia económica, el Estado social hace uso de la macroeconomía<sup>27</sup> para ejercer su función de redistribución del producto nacional y garantizar las precondiciones de su legitimidad en el contexto de la sociedad postindustrial.

En efecto, si el pleno empleo y el consumo aumentado son requisitos indispensables para la supervivencia y reproducción simultánea de los tres subsistemas interrelacionados<sup>28</sup> —Estado, sociedad y economía— la «revolución keynesiana» permea asimismo la arquitectura organizativa y normativa del Estado, ofreciéndole a este último (metafóricamente) una «procura existencial» de

---

<sup>24</sup> G. MAJONE, A. LA SPINA, «El Estado regulador», *cit.*, p. 231.

<sup>25</sup> M. GARCÍA-PELAYO, «Las transformaciones del Estado contemporáneo», *cit.*, pp. 1603 y ss. Según Forsthoff, el principio del Estado social sería incompatible con el concepto de Constitución, ya que lo fundamental para la libertad es la certeza garantizada por el Estado de Derecho, y no los «meros adornos» (en referencia a los valores). En definitiva, la Constitución «no es un supermercado donde se puedan satisfacer todos los deseos [...]; desde el momento en que [los valores del Estado social] transforman la Constitución en una masa de arcilla a disposición de los ideólogos, constituyen el final de la certeza de la libertad en el marco de la ley» y abren la puerta al Estado totalitario (E. FORSTHOFF, *El Estado de la sociedad industrial*, *cit.*, pp. 51, 54-55).

<sup>26</sup> M. GARCÍA-PELAYO, «Las transformaciones del Estado contemporáneo», *cit.*, pp. 1611-1615, 1636 y ss.

<sup>27</sup> J.M. KEYNES, *The General Theory of Employment, Interest and Money* [1936], Palgrave Macmillan, London, 2018. Sobre la importancia de la Macroeconomía para el desarrollo del Derecho Público, cfr. J. GARCÍA-ANDRADE GÓMEZ, «La regulación de la política macroeconómica: un desafío para el Derecho Público», *Revista de Derecho Público: Teoría y método*, núm. 2, 2020, pp. 125-160.

<sup>28</sup> M. GARCÍA-PELAYO, «Las transformaciones del Estado contemporáneo», *cit.*, pp. 1635 y ss.

herramientas macroeconómicas para autosostenerse. Lo anterior se comprende bien si se recuerda que el Estado social debe su constitucionalización, por un lado, a causas internas (esto es, la miopía legalista del Estado liberal burgués) pero, por otro lado, a circunstancias exógenas que amplían el «espacio vital» del Estado hacia factores incontrolables por este (sobre todo, el desarrollo tecnológico<sup>29</sup>) que, no obstante, deberá internalizar de acuerdo con su propia lógica.

Por último, dado que el sostenimiento del Estado social requiere una amplia movilización pública de recursos materiales, los dos elementos esenciales que caracterizan a las políticas fiscal y monetaria son la naturaleza necesariamente expansionista y la discrecionalidad, asegurándose de este modo la capacidad y flexibilidad del Estado de adaptarse a la creciente complejidad de su ambiente y de responder a las distintas necesidades sociales. Teniendo en cuenta el nexo intrínseco existente entre las propuestas económicas keynesianas y los fines del Estado social, es evidente que una crisis de cualquiera de los dos componentes del metasistema<sup>30</sup> produciría una profunda desestabilización —cuando no potencial colapso— del otro. Sin establecer al respecto un orden causal o cronológico, lo cierto es que, en los años setenta, tanto el Estado social como el keynesianismo llegarían al final de su «época dorada»<sup>31</sup>, abriendo el camino a la importación del «Estado regulador» en la Europa occidental.

## ***2. La «invasión» del principio democrático por la racionalidad técnica: el modelo del Estado regulador***

Aunque la «administración por agencias» es un tipo específico de regulación surgida a finales del siglo XIX en los Estados Unidos, los Estados continentales

---

<sup>29</sup> M. GARCÍA-PELAYO, «Las transformaciones del Estado contemporáneo», *cit.*, p. 1597.

<sup>30</sup> *Ibid.*, pp. 1602, 1726.

<sup>31</sup> P. HANSEN, «From Finance Capitalism to Financialization: A Cultural and Narrative Perspective on 150 Years of Financial History», *cit.*, p. 630. Sobre el final de la «época dorada» del constitucionalismo de posguerra a causa de la globalización económica, véase F. BALAGUER CALLEJÓN, «El final de una época dorada. Una reflexión sobre la crisis económica y el declive del derecho constitucional nacional», *Estudos em homenagem ao Prof. Doutor José Joaquim Gomes Canotilho*, vol. II, Constituição e Estado: entre Teoria e Dogmática, Coimbra Editora, Coimbra, 2012, pp. 99-121.

absorberían en sus estructuras nacionales el modelo del Estado regulador solo a partir de los años setenta. Este modelo surgiría como respuesta a la presunta «colonización» nociva del «mundo vital» sostenida por el Estado social<sup>32</sup>, lo que habría llevado potencialmente a la irrelevancia —cuando no perjuicio— social de la intervención estatal<sup>33</sup>. En efecto, dando «forma [institucional] y voz al espíritu [crítico hacia el Estado social] del tiempo»<sup>34</sup>, finalmente el modelo de regulación a través de agencias especializadas se instalaría también en el ámbito regional europeo, aunque con distintos grados de independencia. Basta recordar, en este sentido, la creación en el 1967 de la *Commission des Opérations de Bourse* (COB) en Francia (seguida de numerosas *Administratifs Indépendants* a partir de los setenta); el surgimiento de las llamados *QUANGOS* (*Quasi Autonomous Non Governmental Organization*) en el Reino Unido desde el 1979, o las agencias administrativas españolas creadas desde el 1980<sup>35</sup>. Por otro lado, los propios poderes de regulación de la Unión Europea irían adquiriendo importantes rasgos inspirados en el modelo estadounidense, convirtiéndose de este modo en un actor esencial en la garantía eficiente de determinados objetivos de alcance supraestatal<sup>36</sup>; sobre todo en lo que atiende a la construcción del mercado único basado en una «economía social de mercado altamente competitiva»<sup>37</sup>, p. ej., la regulación de la competencia, la protección de los consumidores o la innovación<sup>38</sup>.

El Estado regulador se identifica con un modelo de conexión intermedia con la economía y la sociedad capitalista, entre los dos extremos del Estado abstencionista y el Estado social<sup>39</sup>. Difiere del primero en tanto en cuanto parte de

---

<sup>32</sup> J. HABERMAS, «Law as Medium and Law as Institution», *cit.*, p. 211

<sup>33</sup> G. TEUBNER, «After Legal Instrumentalism? Strategic Models of Post-Regulatory Law», en G. TEUBNER (dir.), *Dilemmas of Law in the Welfare State*, *cit.*, pp. 299-325.

<sup>34</sup> G. MAJONE, A. LA SPINA, «El Estado regulador», *cit.*, p. 200.

<sup>35</sup> Véase *supra* n. 11.

<sup>36</sup> F.W. SCHARPF, *Gobernar en Europa. ¿Eficaz y democráticamente?*, trad. J. Alborés, Alianza Editorial, Madrid, 2000.

<sup>37</sup> Art. 3.3 del Tratado de la Unión Europea, Versión consolidada OJ C 326, 26.10.2012, p. 13–390.

<sup>38</sup> G. MAJONE, A. LA SPINA, «El Estado regulador», *cit.*, pp. 239-246.

<sup>39</sup> También denominado «Estado garante» en tanto en cuanto este se retira de la vida socioeconómica a una mera función de garantía de los intereses generales y de supervisión *ex post*

una aceptación generalizada acerca de la (in)capacidad del mercado de producir bienes públicos en el sentido samuelsoniano (p. ej., protección ambiental, protección de los consumidores...). En otras palabras, el Estado regulador se sustenta sobre la premisa de los fallos del mercado, de la que derivaría implícitamente el consentimiento de los actores económicos y sociales para la intervención estatal, siempre que ello fuera «posible y oportuno»<sup>40</sup>. Por lo tanto, a diferencia del Estado social, el regulador presenta ámbitos de irradiación normativa profundamente restringidos. En efecto, en el nuevo paradigma, la función «gestora» del Estado respecto del subsistema económico se reemplaza por una actuación reguladora específica, sectorial y justificada a través criterios de utilidad socioeconómica<sup>41</sup>. Además, y teniendo en cuenta el renovado reconocimiento de la autonomía de los subsistemas económico y social, la vinculatoriedad de las normas producidas por el Estado regulador depende en gran medida del consentimiento y la participación de los destinatarios<sup>42</sup>.

Por otro lado, el Estado regulador se aparta de la vocación universalista y sistémica del Estado social, limitándose a la mera «oferta de bienes [y servicios] públicos» y, reduciendo, en consecuencia, su actividad redistributiva<sup>43</sup>. Desde esta perspectiva, sus principales funciones consisten, primero, en reforzar la eficiencia del mercado, respetando la distribución originaria en él desarrollada; segundo, en afrontar los desequilibrios potenciales en la redistribución mediante el Derecho impositivo, «gravando, [por ejemplo], los créditos inmerecidos»<sup>44</sup>. De este modo, se observa cómo el Estado regulador transforma los principales objetivos que identificaban al Estado social. Ciertamente, a la vez que los resultados de la acción

---

de la actividad económica. Véase, por todos, J. ESTEVE PARDO, *El Estado garante. Idea y realidad*, Instituto Nacional de Administración Pública, Madrid, 2015.

<sup>40</sup> G. MAJONE, A. LA SPINA, «El Estado regulador», *cit.*, p. 218.

<sup>41</sup> *Ibid.*, pp. 216, 218.

<sup>42</sup> *Ibid.*, p. 216. Cfr., para una definición de los rasgos mencionados como «gobernanza» en lugar de «regulación» en el sentido propuesto por G. Majone, O. LOBEL, «The Renew Deal: The Fall of Regulation and the Rise of Governance in Contemporary Legal Thought», *Minnesota Law Review*, vol. 89, 2004, pp. 342-470.

<sup>43</sup> G. MAJONE, A. LA SPINA, «El Estado regulador», *cit.*, pp. 226, 231.

<sup>44</sup> *Ibid.*, pp. 225-226.



pública reducen y concretizan los contornos de la realidad regulada, el Estado regulador adecúa asimismo sus medios de manera proporcional a los nuevos fines<sup>45</sup>. En este sentido, las principales técnicas del Estado regulador son la desregulación, la privatización de los servicios y la liberalización del comercio.

En otro orden de cosas, conviene subrayar el hecho de que, no obstante el establecimiento legislativo de los objetivos a conseguir, el Estado regulador reserva un espacio decisivo de intervención a los expertos en la materia concreta. Desde esta perspectiva, la regulación no acaba en la participación clásica del Parlamento, sino que se extiende al «control prolongado y enfocado» de los problemas específicos que jurídicamente se pretenden afrontar<sup>46</sup>. En otras palabras, la experiencia técnica (con su correlativa característica de independencia) adquiere un lugar predominante en el Estado regulador, introduciéndose una distancia deliberada de la lucha partidista y, por ende, de la dinámica mayoría-minoría<sup>47</sup> y de la dependencia del ciclo electoral<sup>48</sup>.

En suma, el modelo abstracto aquí analizado supone una reorganización de la actividad estructuradora y prestacional del Estado, apostándose, en cambio, por una función estrictamente ordenadora<sup>49</sup> de la economía y de la sociedad, con el fin de garantizar el funcionamiento eficiente del mercado y la igual oportunidad de acceso y participación en el mismo. Se trata, en definitiva, de un Estado «mínimo o posintervencionista»<sup>50</sup> que asume un papel limitado en la realidad material, asegurando el espacio vital de interacción de los operadores privados y reforzando, por lo demás, su autonomía. La nueva posición del Estado se complementa por una ontología reformada de la esfera económica, en concreto, por la economía de la oferta (*supply-side economics*), según la cual el crecimiento real dependería —tanto a

---

<sup>45</sup> *Ibid.*, p. 214.

<sup>46</sup> *Ibid.*, p. 215, sobre la base de la definición de P. SELZNICK, «Focusing organizational research on regulation», *Regulatory policy and the social sciences*, vol. 1, núm. 1, 1985, pp. 363-367.

<sup>47</sup> M. AZPITARTE SÁNCHEZ, «La funcionalidad de la ley en un sistema político fragmentado», *cit.*, p. 279.

<sup>48</sup> G. MAJONE, A. LA SPINA, «El Estado regulador», *cit.*, pp. 202, 218.

<sup>49</sup> M. AZPITARTE SÁNCHEZ, «La funcionalidad de la ley en un sistema político fragmentado», *cit.*, pp. 279 y ss.

<sup>50</sup> G. MAJONE, A. LA SPINA, «El Estado regulador», *cit.*, p. 200.

corto como a largo plazo— de factores que afectan a la oferta, y no a la demanda efectiva<sup>51</sup>.

De este modo, las medidas de política económica se apartan del expansionismo presupuestario típicamente keynesiano, abordando, entre otros elementos, reformas fiscales a fin de fomentar la inversión y la innovación, reformas de los sistemas de seguridad social aptas para incentivar la oferta de trabajo o la flexibilización de los mercados de trabajo<sup>52</sup>. Otro principio esencial que rige la acción estatal en materia presupuestaria consiste en la sostenibilidad de la deuda pública, persiguiéndose, con ello, garantizar la confianza del Estado en los mercados financieros y, en definitiva, una capacidad suficiente de endeudamiento del país.

Por último, en un contexto global dominado por la necesidad vital de captar inversiones e interaccionar constantemente con los agentes privados, el Estado regulador adquiere asimismo el calificativo de «competitivo»<sup>53</sup>, teniendo como misión principal la eliminación de las «sobrecargas» sociales<sup>54</sup> con el fin de probar, a nivel internacional, la capacidad de atraer capital humano, económico y financiero para el beneficio nacional. Desde esta perspectiva, se comprende por qué la credibilidad de la política económica y monetaria —traducida en una menor o mayor prima de riesgo soberana— se convierte en una pieza fundamental para la propia supervivencia del Estado contemporáneo «regulador».

Es evidente, en el paradigma aquí descrito, la enorme presión ejercida por el mercado sobre asuntos capilares de la soberanía nacional, clásicamente dirimidos mediante técnicas constitucionales de alternancia política. En este sentido, la «importación» del Estado regulador en el continente europeo supuso algo más que

---

<sup>51</sup> N. HASHIMZADE, G. MYLES, J. BLACK, «Supply-side economics», en *Idem, A Dictionary of Economics*, Oxford University Press, Oxford, 2017.

<sup>52</sup> *Ibid.*

<sup>53</sup> Véase el artículo pionero de P.G. CHERNY, «Paradoxes of the Competition State: The Dynamics of Political Globalization», *Government and Opposition*, vol. 32, núm. 2, abril, 1997, pp. 251-274. Para un análisis crítico de las premisas teóricas del «Estado competitivo», cfr. P. GENSCHEL, L. SEELKOPF, «The Competition State: The Modern State in a Global Economy», en S. LEIBFRIED, E. HUBER, M. LANGE, J.D. LEVY, J.D. STEPHENS, *The Oxford Handbook of Transformations of the State*, Oxford University Press, Oxford, 2015.

<sup>54</sup> P.G. CHERNY, «Paradoxes of the Competition State», *cit.*, p. 262.

una reubicación del poder público en la realidad socioeconómica; concretamente, implicó una adecuación parcial del Estado y de la sociedad a la propia *Weltanschauung* neoliberal. Antes de observar la presión neoliberal por «extraer» del Estado su centro natural de gravedad, el principio democrático, sometiéndolo posteriormente a la racionalidad propia del mercado, merece la pena reflexionar sobre la primera corriente intelectual que impulsaría la prevalencia del mercado sobre el Estado (y sus métodos liberal-democráticos): el ordoliberalismo. La clave del asunto reside en el hecho de que, en la «Constitución económica» de germen ordoliberal, la gestación de un nuevo principio de legitimidad basado en el conocimiento técnico y la funcionalidad práctica se produciría al margen de la Constitución política, a fin de garantizar la normatividad intrínseca de la primera (derivada del mecanismo de libre formación de los precios).

### **III. Una vuelta a Weimar. El surgimiento de la «Constitución económica» ordoliberal**

Indudablemente, la investigación constitucional acerca del principio organizativo de independencia técnica no puede perder de vista el papel fundamental de la Escuela ordoliberal de Friburgo y su contribución más destacada, la conceptualización de la «Constitución económica». La cosmovisión ordoliberal será determinante para reflexionar posteriormente sobre las bases intelectuales del pensamiento neoliberal, a su vez fundamento político-constitucional del Estado regulador. La propuesta ordoliberal referida a la «Constitución económica» fue inédita especialmente porque, desde su propio nacimiento, dicha norma presentaría una evidente vocación de desvinculación del principio democrático y del pluralismo político que lo caracteriza. La plena comprensión de tal innovación jurídica requiere, no obstante, volver temporal y espacialmente a la República de Weimar.

En efecto, fue la ciudad alemana de Friburgo de inicios de siglo XX que acogió la «combustión intelectual espontánea»<sup>55</sup> de tres científicos identificados con

---

<sup>55</sup> D.J. GERBER, «Constitutionalizing the Economy: German Neo-liberalism, Competition Law and the “New Europe”», *American Journal of Comparative Law*, vol. 42, núm. 25, 1994, p. 29. Disponible

la primera generación ordoliberal: Walter Eucken, Franz Böhm y Großmann-Doerth. La figura central de la Escuela de Friburgo fue Eucken, profesor de Economía política e hijo del reconocido filósofo Rudolf Eucken. En cambio, Böhm y Großmann-Doerth eran ambos juristas, resultando especialmente relevante el trabajo desempeñado por Böhm en el Ministerio de Economía a partir de 1925 (hasta la llegada del régimen totalitario), tratando de forma específica la problemática de los cárteles económicos. La obra de Walter Eucken resulta reveladora para un primer acercamiento al pensamiento ordoliberal.

Más concretamente, su texto publicado en 1932<sup>56</sup> reflejaba con claridad una de las premisas básicas de la ideología ordoliberal: la democracia (política) debilitaría la capacidad de funcionamiento y expansión del capitalismo. En este trabajo, Eucken realiza un diagnóstico propio de la crisis del capitalismo evidenciada con la Gran Depresión, desmintiendo la posible pérdida de dinamismo intrínseco del mercado. En cambio, se sostiene que tal crisis se relacionaría con factores externos que alterarían sus bases de funcionamiento eficaz. En particular, a raíz de la apertura moderna del Estado al «poder diabólico del pueblo»<sup>57</sup> se habría producido una transformación del Estado liberal en «Estado económico».

En el texto subyace una actitud nostálgica hacia el Estado liberal de finales de siglo XIX, cuya separación de la sociedad civil habría creado el espacio adecuado para que el empresario —figura central en la primera ola de expansión del capitalismo— pudiera realizar sus intereses económicos privados. La democratización del Estado a través de la universalización del sufragio y el nivel de industrialización alcanzado durante la época de Weimar habían significado para Eucken una «decadencia» en la organización del Estado y la Sociedad<sup>58</sup>.

---

en:[https://scholarship.kentlaw.iit.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1220&context=fac\\_schol](https://scholarship.kentlaw.iit.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1220&context=fac_schol) (últ. consulta: 1.9.2023).

<sup>56</sup> «Structural Transformations of the State and the Crisis of Capitalism», en T. BIEBRICHER; F. VOGELMANN (dir.), *The birth of austerity, cit.*, trad. K. Tribe, pp. 51-72.

<sup>57</sup> *Ibid.*, p. 69. Traducción propia.

<sup>58</sup> *Ibid.*, pp. 55-56.

El espacio requerido para el desarrollo natural de las relaciones económicas orientadas según el mecanismo del precio habría sido ocupado por un Estado económico que ya no actuaría según «la razón de Estado», sino según los intereses privados que este intentaría complacer para reconstruir su legitimidad. En pocas palabras, con la democracia de masas, el Estado habría perdido su independencia decisional y se encontraría sometido a los requerimientos de los grupos de presión. La crisis del capitalismo se atribuye, por tanto, a la imbricación del Estado con la sociedad o, lo que es lo mismo según Eucken, a la «politización» de la Economía<sup>59</sup>.

De ahí que el Estado intervencionista representara no solo un obstáculo para la Economía por el ahogamiento de su espacio vital, sino que se traduciría en un sometimiento del mercado a las «fuerzas caóticas de las masas»<sup>60</sup>. Y eso debido, en primer lugar, a la imposibilidad técnica de una autoridad central de conocer las necesidades y recursos en cada mercado específico; en segundo lugar, al efecto nocivo que esta intervención tendría sobre el mecanismo del precio<sup>61</sup>, formado según la dinámica básica de la competencia.

Pero, sobre todo, se observa en la obra de Eucken una objeción de principio en relación con el Estado intervencionista: según él, la desaparición de la religión como fuerza orientadora del individuo crearía en la sociedad un «vacío insoportable» que se perseguiría suplir a través de la creencia casi mística en un Estado como entidad sobrehumana<sup>62</sup>. Según el autor, la expansión capitalista solo se podría realizar en ausencia del Estado, y más concretamente, a través de la conformación de relaciones económicas según el principio básico de la competencia.

Todo lo anterior se explicaría, en última instancia, a través de la función metajurídica del principio de libre competencia, siendo esta, en realidad, una herramienta para la materialización de la propia libertad del individuo. Como consecuencia de esta idea, la intervención estatal se traduciría evidentemente en una

---

<sup>59</sup> *Ibid.*, pp. 61, 63, 66.

<sup>60</sup> *Ibid.*, p. 63.

<sup>61</sup> Semejanza evidente con el pensamiento neoliberal. Cfr., por todos, F.A. HAYEK, *Law, Legislation and Liberty. Vol. II: The Mirage of Social Justice*, Routledge, London, [1976] 1998, p. 77.

<sup>62</sup> *Ibid.*, p. 58.

intromisión en la libertad. De un lado, porque se obstaculizaría la libre realización de planes empresariales guiados en función del precio en el mercado<sup>63</sup>; de otro, porque se imposibilitaría la libre toma de decisiones de los trabajadores acerca de la prestación de sus servicios en las empresas más adecuadas, según su nivel de preparación y expectativas<sup>64</sup>.

En pocas palabras, la politización de la Economía a raíz de la democratización del Estado y su consiguiente conversión en “Estado económico” suprimiría el espacio vital del mercado (y de sus participantes) para desarrollarse libremente. Es más, en su búsqueda de legitimidad, el Estado mismo se encontraría sometido a intereses privados, que naturalmente deberían materializarse en el mercado, y no en la política. Según Eucken, el Estado debería reconocer dichos peligros y evitar su imbricación directa con el mercado. La única solución viable para la salvación del Estado (y del mercado) sería, entonces, la liberación pública de la fuerza anárquica de las masas en materia económica<sup>65</sup>.

No obstante, el paradigma del *laissez faire* absoluto también se consideraba incapaz de responder a los nuevos retos del capitalismo avanzado. De este modo, el propio Eucken se plantea la pregunta natural que surge a raíz de esta exposición: ¿existe una tercera vía?<sup>66</sup> Se llega, así, al objetivo primordial del ordoliberalismo: la construcción de una nueva alternativa, apta para asegurar el libre desenvolvimiento de la Economía, pero aceptándose implícitamente una premisa ya explicada. En particular, el entendimiento del mercado como espacio primordial para la realización de la libertad individual, bajo la liberación de las fuerzas destructivas de la democracia de masas.

Esta tercera vía ordoliberal apareció oficialmente reconocida por los propios representantes de Friburgo en el documento titulado «Nuestra Tarea» (*Unsere*

---

<sup>63</sup> W. EUCKEN, «What is the Competitive Order», en T. BIEBRICHER, F. VOGELMANN, (dir.): *op. cit.*, trad. M. Everson, pp. 99-107, p. 103.

<sup>64</sup> W. EUCKEN, «Competition as the Basic Principle of the Economic Constitution» [1942], en T. BIEBRICHER, F. VOGELMANN, (dir.), *op. cit.*, trad. K. Tribe, pp. 81-98, p. 95.

<sup>65</sup> W. EUCKEN, «Structural Transformations of the State...», *cit.*, pp. 68-69.

<sup>66</sup> W. EUCKEN, «Competition as the Basic Principle...», *cit.*, p. 88.

*Aufgabe*), publicado en 1936 y firmado por Eucken, Böhm y Großmann-Doerth<sup>67</sup>. La construcción conceptual de la «Constitución económica» (que englobaría asimismo una constitución monetaria) fue un paso crucial para los fines prescriptivos de los ordoliberales. A continuación, se atenderá a la definición y las características esenciales de este concepto, con el fin de probar la compleja relación existente entre el mercado y el Estado, la vinculación de las instituciones económicas a determinadas «reglas» de juego (en oposición a la discrecionalidad) y, finalmente, y la inclusión en la ideología ordoliberal de una mínima orientación social del mercado (a diferencia del neoliberalismo).

### ***1. Fuerza normativa de la Constitución económica: el mercado como medio intrínsecamente democrático y justo***

La Constitución económica ordoliberal se define como «una decisión política general» acerca de «cómo se debe estructurar la vida económica de la nación»<sup>68</sup>. Se trata de una «decisión jurídicamente vinculante»<sup>69</sup> que crea un orden económico determinado, yuxtapuesto al orden político existente. Un primer acercamiento a la definición ordoliberal de la Constitución económica pone de relieve la semejanza entre las finalidades de esta con la teoría clásica de la Constitución, en la cual la norma suprema está destinada asimismo a la ordenación y limitación del poder.

Sin embargo, esta vez se trataría de una materia presuntamente separable de los objetivos constitucionales tradicionales. A pesar de esta distinción, la justificación de la Constitución económica como instrumento jurídico de equilibrio contra exacerbadas acumulaciones de capital o poder —en particular, los monopolios o los cárteles económicos desfigurarían la «justa» estructuración del precio en el mercado— no residiría meramente en la lógica propia del mercado. Al contrario; se trataría, según F. Böhm, de una exigencia derivada de la propia idea de libertad

---

<sup>67</sup> En la traducción inglesa se conoce como *The Ordo Manifesto of 1936*. En adelante, se encontrará referido como «el *Manifesto Ordo*», o simplemente «el *Manifesto*».

<sup>68</sup> *Ibid.*

<sup>69</sup> F. BÖHM, «Economic Ordering as a Problem of Economic Policy and a Problem of the Economic Constitution», trad. M. Everson, en T. BIEBRICHER, F. VOGELMANN, (dir.), *op. cit.*, pp. 115-120, pp. 115-116.

política y, como tal, debería enmarcarse en las preocupaciones de todo ciudadano, y no solo en los «círculos de expertos»<sup>70</sup>.

La presunta afectación de la libertad política a consecuencia de la concentración del poder económico se sustenta en una argumentación más amplia, que ilustra sugestivamente la cosmovisión ordoliberal. En concreto, el sistema capitalista contendría una «fuerza» intrínseca —el mecanismo de formación del precio— que garantizaría el máximo grado de libertad posible para el ciudadano (sea este empresario, trabajador o consumidor). Por su articulación conforme a los principios de necesidad, justicia y razonabilidad, este mecanismo convertiría al mercado en un espacio «libre de cualquier arbitrariedad», en el que la posición inicial de sus participantes sería la de ausencia de poder generalizada<sup>71</sup>.

En particular, el sistema de precios articulado según la lógica de la competencia se define en los textos ordoliberales como una carga necesaria para todo participante en el mercado. Sin embargo, sería una carga ausente de coerción, en tanto que empresarios y consumidores aceptan libremente el precio establecido. La clave del asunto reside en que dicha aceptación no se fundamenta en última instancia en consideraciones metajurídicas (como en la Constitución política), sino en razones de utilidad y razonabilidad: las compras y las ventas se realizan a un determinado precio simplemente porque no existe una alternativa económicamente más satisfactoria. Y, en todo caso, cualquier participante en el mercado que debiera decidir por sí solo sobre el precio «justo», se decantaría sobre la ausencia de onerosidad<sup>72</sup>.

La libre formación del precio representaría, pues, «un continuo procedimiento de otorgación de votos», convirtiendo al mercado en la «expresión más perfecta de la democracia de masas»<sup>73</sup>. Su dinámica basada en la competencia

---

<sup>70</sup> F. BÖHM, «Decartelisation and De-concentration. A Problem for Specialists or a Fateful Question?», en T. BIEBRICHER, F. VOGELMANN, (dir.), *op. cit.*, trad. M. Everson, pp. 121-135, p. 122.

<sup>71</sup> *Ibid.*, p. 128.

<sup>72</sup> *Ibid.*, p. 127.

<sup>73</sup> *Ibid.*, p. 128.



garantizaría la confianza y suficiente previsibilidad para que los actores económicos realicen y desarrollen —con menor y mayor éxito— sus planes, reiterando así su aceptación continuada en el tiempo. De este modo, al aparecer como intrínsecamente democrática, la Constitución económica se despoja de las tan debatidas precondiciones de normatividad de la Constitución política (en particular, la existencia de un pueblo como entidad homogénea sobre el que descansa el principio jurídico de soberanía popular)<sup>74</sup>.

La ausencia de coerción inherente a la fuerza del mercado extinguiría, así, las necesidades de argumentación referidas a la legitimidad. La Constitución económica se configura como un contralímite jurídico permanente a los centros de poder formados artificialmente, esto es, actores que se sustraen intencionadamente a la dinámica natural del mercado. Pero la lógica de tal limitación constitucional reside en una presunción ordoliberal de justicia del mercado, en cuanto espacio vital para el desarrollo libre del individuo, con base en el principio de competencia perfecta<sup>75</sup>.

Todo lo anterior pone de manifiesto la existencia de un vínculo indirecto entre la ordenación constitucional económica y la libertad individual. A diferencia de la Constitución política, la Constitución ordoliberal crea un orden económico nuevo alrededor de un mercado que por naturaleza se presenta como democrático y justo, y, por ende, externo *per se* a debates morales aptos de disminuir su legitimidad<sup>76</sup>. Al introducir un blindaje jurídico de «justicia» del precio, la Constitución económica nacería con una garantía intrínseca de aceptación por parte de los actores económicos.

---

<sup>74</sup> Véase, en este punto, especialmente E.W. BÖKENFÖRDE, «La democracia como principio constitucional», en *Estudios sobre el Estado de Derecho y la Democracia*, Trotta, Madrid, 2000.

<sup>75</sup> La competencia perfecta es un tipo ideal de mercado en el que todos los actores económicos aceptan los precios como un dato, sin posibilidad de monopolizar algún sector económico. Véase, críticamente, M. FOUCAULT, *The Birth of Biopolitics*, Picador, New York, p. 120, para el cual este principio sería la manifestación por excelencia de una ideología del poder.

<sup>76</sup> F. BÖHM, «Economic Ordering as a Problem of Economic Policy... *cit.*», p. 118.

## 2. *Constitución económica y Constitución política*

La presunción analizada hasta aquí explica también el resto de las características esenciales del pensamiento ordoliberal. Las finalidades de la inédita «Constitución económica» se podrían reformular en términos de defensa constitucional del mecanismo de formación del precio. A diferencia del *laissez faire*, la autonomía del mercado se protege no a través de una deferencia política hacia sus dinámicas espontáneas, sino por medio de un reconocimiento constitucionalizado de sus virtudes. Como consecuencia, el Estado «enemigo» de la Economía se convierte, con el ordoliberalismo, en cooperador necesario. En un primer momento, actúa como sujeto decisorio sobre el cómo de la ordenación económica del país (fase constitutiva); posteriormente, será el garante de la Constitución económica (fase constituida).

La división temporal en dos fases resulta conveniente para el entendimiento de los principios constitutivos del nuevo orden económico y de la *Ordnungspolitik*. En la primera etapa, se identifica el origen de un criterio de legitimidad al margen de consideraciones morales, basado en el conocimiento técnico y la funcionalidad práctica<sup>77</sup>. Evidentemente, en la toma de la decisión política acerca del cómo, serían los científicos de la Economía los responsables de informar sobre las alternativas; más concretamente, sobre la necesidad de su descarte (*laissez faire*; intervencionismo) y la implementación constitucional de instrumentos para luchar contra cualquier amenaza de distorsión del precio: privada (p. ej., principio de libre competencia) o pública (p. ej., principio de estabilidad monetaria). En ausencia de tales instrumentos, la Economía se encontraría, pues, en un temido estado anárquico. Es más, partiendo de la presunta debilidad moderna del Estado a causa de su democratización, la Constitución económica sería asimismo un instrumento de salvación pública, extrayéndose de las manos estatales las herramientas de politización de la Economía. Ilustrativa en este sentido sería la necesidad de garantizar la estabilidad monetaria a través de una autoridad independiente.

---

<sup>77</sup> *Ibid.*

La fase de instauración de la Constitución económica plantea la pregunta esencial sobre su relación con la Constitución política. A pesar del sustento legitimador primordialmente práctico y técnico de la primera, la intervención estatal en asegurar el mantenimiento del orden económico establecido crea un vínculo directo con la Constitución política. En efecto, a fin de no poner en peligro la obediencia ciudadana, la Constitución económica encontraría también sus límites en las reglas y principios básicos de convivencia establecidos en la Constitución política. De esta última se pueden extraer las fronteras del orden económico; el orden político indicaría, pues, las orientaciones que no se pueden seguir en el ámbito económico<sup>78</sup>.

Sin embargo, la Constitución política sería insuficiente, según la visión ordoliberal, para determinar todos los principios que deben ordenar el ámbito económico. De este modo, aparece un requisito adicional de precisión en el concepto aquí estudiado<sup>79</sup>. Sin la Constitución económica, la norma suprema de ordenación de la comunidad política quedaría incompleta. Pero, sin la concreción mencionada, la Constitución económica sería un concepto vacío.

La relación entre las dos Constituciones se definiría, entonces, a través de una secuencia de decisiones políticas: la primera crea la comunidad política, con su propia lógica (siendo necesario acudir también a consideraciones de naturaleza moral para fundamentar su legitimidad); la segunda crea el sistema económico más favorable a los requisitos de libertad (en este caso, el blindaje del mercado capitalista, con su mecanismo de formación del precio). La idea central de impedir cualquier opacidad en el mercado (más concretamente, de la información suministrada por el precio) permite el desarrollo teórico de las dos fases de la Constitución económica mencionadas.

En la primera etapa aparecerían, entonces, los «principios constitutivos»<sup>80</sup>, esto es, las líneas estructurales que instauran y explican el funcionamiento del orden económico; además, tendrán la función de guiar la actuación estatal en la protección

---

<sup>78</sup> Por ejemplo, la «autodeterminación» del pueblo en sentido comunista nunca sería compatible con una economía basada en la libre competencia.

<sup>79</sup> F. BÖHM, «Economic Ordering as a Problem of Economic Policy... *cit.*», p. 117.

<sup>80</sup> W. EUCKEN, «What is the Competitive Order», *cit.*, pp. 104-106.

del mercado constitucionalizado. Entre estos principios se encuentran, en orden de importancia: el correcto funcionamiento del sistema del precio; la primacía de la política monetaria (estabilidad monetaria); el libre mercado; la garantía de la propiedad privada; la libertad contractual; la responsabilidad (jurídica de los propios actos) y la continuidad de la política económica (evitar cambios frecuentes en la política económica)<sup>81</sup>.

La segunda fase se refiere al reconocimiento de «principios de regulación» (*regulative principles*), que tienen la misión de garantizar la aplicación de los principios constitutivos. En realidad, la segunda etapa se refiere al cumplimiento eficaz de la norma orientadora de la Economía y proyecta como actor esencial al Estado, a través del *Ordnungspolitik* («la política del orden»). Esta última se implementa mediante la regulación de soluciones concretas y es necesaria para asegurar la coherencia sistemática de la actividad económica a lo largo del tiempo.

En este sentido, la Constitución monetaria ordoliberal se construye como otro pilar sustentador del sistema ordoliberal en su conjunto. Al existir una interdependencia entre todos los elementos que influyen en la implementación de la decisión política en materia económica, el valor de la moneda (como unidad de intercambio en el mercado libre) también tendría el potencial de afectar, primero, al cálculo individual de los planes económicos y, después, como parte del sistema, a la coordinación en sentido amplio de la economía<sup>82</sup>.

Se observa, por tanto, que la primacía de la estabilidad de precios y su ubicación al margen de la disputa política, son principios ordoliberales que persiguen primordialmente la construcción de una base económico-constitucional de defensa de la información suministrada por el precio. La estabilidad de la moneda se configura, en definitiva, como «una precondition vital» para el funcionamiento

---

<sup>81</sup> D.J. GERBER, *op. cit.*, pp. 47-48; L.P. FELD, E.A. KÖHLER, D. NIENTIEDT, «Ordoliberalism, pragmatism and the eurozone crisis: How the German tradition shaped economic policy in Europe», *Freiburger Diskussionspapiere zur Ordnungsökonomik*, núm. 4, 2015. Disponible en: <https://www.econstor.eu/handle/10419/111262> (últ. consulta: 1.9.2023), pp. 13-14.

<sup>82</sup> W. EUCKEN, «The Different Types of Economic System», *cit.*, p. 79.

adecuado del orden competitivo, y se define, según los representantes de Friburgo, en términos de ausencia de inflación o deflación significativas<sup>83</sup>.

Todo lo anterior demuestra que el concepto ordoliberal de Constitución económica introduce, en realidad, un programa constitucional basado en las premisas de justicia, necesidad y razonabilidad del precio en un mercado libre. Su protección justifica la existencia de los principios constitucionales estudiados y la proyección de un Estado «fuerte», liberado de las fuerzas anárquicas del pluralismo político. Su papel de garante del orden económico a través del *Ordnungspolitik* le salva de su antigua posición de «enemigo» de la Economía, pues su actuación no puede ir más allá de lo constitucionalmente permitido. Tal salvación se extiende en el tiempo debido a la vocación de permanencia de la Constitución económica; de manera que este concepto no representa solo una garantía de la economía capitalista, sino también, un instrumento de prevención para futuras «amenazas» de la misma (p. ej., las expectativas ciudadanas de un Estado prestacional).

A pesar de insertar un paralelismo teórico en cuanto a los criterios de legitimidad de las Constituciones económica y política, la interdependencia de las dos decisiones políticas es evidente. En particular, la específica posición ordoliberal del Estado en la economía impide el desarrollo de políticas sociales, imposibilitando a largo plazo una respuesta constitucional distinta al conflicto capital-trabajo, más allá de asumir la vulnerabilidad del trabajador como «un mal menor». En realidad, la positivización de los principios ordoliberales implica para la comunidad política de referencia la aceptación de la igualdad formal como elemento característico, pues las medidas prestacionales requeridas por la igualdad en sentido material entrarían en conflicto con las premisas de la Constitución económica.

Se puede percibir, entonces, que las expectativas ciudadanas de libertad aparecen condicionadas por la necesidad teórica de mantener la correcta formación del mecanismo del precio. Y, en todo caso, según la óptica ordoliberal, habían sido estas propias exigencias de igualdad material las que llevaron a la transformación del «Estado económico» y, con ello, a la destrucción de las condiciones de

---

<sup>83</sup> W. EUCKEN, «Competition as the Basic Principle...», *cit.*, p. 94.

funcionamiento del mercado. Es cierto que la diferenciación entre los criterios de legitimidad y la existencia de dos órdenes (económico y político) logra salvar al mercado de los problemas de normatividad de la Constitución política. Sin embargo, se crea un problema adicional para esta última, al quedar vedada cualquier actuación pública que busque asegurar la libertad en su vertiente material.

Con ello, se produce un traspaso tácito de la cosmovisión ordoliberal al ámbito político, en relación con la presunción de justicia, necesidad y razonabilidad del mercado. A pesar de la fundamentación primordial de esta premisa en el argumento de ausencia de consideraciones morales, la realización del principio constitucional del Estado social (que sí requiere algunas reflexiones relativas a la justicia redistributiva) queda permanentemente imposibilitada. En definitiva, la definición ordoliberal de la Constitución económica —y por extensión, de la Constitución monetaria— depende de la existencia de una comunidad política autodefinida según la cosmovisión ordoliberal.

Aparece, en este punto, la consecuencia de una ciencia transformadora de la sociedad, defendida por los representantes de Friburgo. La garantía de una «existencia humanamente digna» se materializa, con el ordoliberalismo, en el mero reconocimiento constitucional del mercado como medio idóneo para su búsqueda. En este sentido, la responsabilidad del Estado para procurar tal vida digna se limita también al *Ordnungspolitik*, produciéndose una liberación en dos sentidos. De un lado, el Estado queda desvinculado de la Economía y, en realidad, de sus obligaciones positivas de redistribución social. De otro, el ciudadano tiene constitucionalmente asegurado un espacio idóneo para desenvolverse según sus planes individuales, que se podrán llevar a cabo sin la invasión del Estado y sin falseamientos de la información necesaria a raíz de concentraciones de poder privado.

No obstante, tal liberación presenta una manifestación adicional, referida a la responsabilidad individual en la consecución de una existencia humanamente digna. Con ello, se pone de manifiesto una vez más la extensión de los principios ordoliberales de la Constitución económica a las bases de ordenación política de la comunidad. La idea de responsabilidad individual no es meramente una consecuencia lógica del programa ordoliberal, sino que se trata de una obligación

básica de los participantes en el mercado: la minimización de la responsabilidad personal transformaría fundamentalmente la evaluación de los costes y riesgos, con lo cual se disminuiría la diligencia necesaria en la planificación individual<sup>84</sup>. El resultado de lo anterior sería la vulneración del propio motor del capitalismo: un mercado basado justamente en la capacidad innovadora y planificadora de sus agentes.

La imposición de la responsabilidad individual en la gestión de los planes empresariales se encuentra, pues, en máxima coherencia con un mercado altamente competitivo y la abstención estatal. Se pone de manifiesto que una de las ideas de base en la construcción ordoliberal consiste en la prevalencia de la lógica de la competencia (y no del gasto) como clave de la prosperidad económica. En particular, la lucha contra las concentraciones de poder privado y la atribución de la garantía de la estabilidad de precios a una autoridad independiente consolidarían el marco de actuación idóneo para que las empresas centraran los esfuerzos en la mejora de sus productos. Así, el fomento constitucional de una dinámica altamente competitiva produciría, a largo plazo, un aumento en la calidad de los productos nacionales y, con ello, una alta demanda a nivel internacional<sup>85</sup>.

Uniendo esta idea a la obligación de responsabilidad individual ya explicada, se observa que la Constitución económica ordoliberal abre la puerta intelectual al posible reproche de culpabilidad resultada de una supuesta falta de diligencia; dado que los esfuerzos personales deben dirigirse a la mejora de los productos y, en definitiva, a mejorar la propia posición en el mercado, creando finalmente una oferta nacional altamente demandada y aumentando el nivel de prosperidad económica del país. Se explica, con ello, la necesidad de aplicar los principios ordoliberales de manera sistemática, pues el fallo de cualquiera de sus partes llevaría al derrumbe del edificio teórico. En adición, la íntima vinculación entre las Constituciones política y económica transforma al mercado en un factor de integración de la sociedad civil, buscándose suplir con su lógica presuntamente justa la ausencia de un Estado social.

---

<sup>84</sup> L.P. FELD *et al.*, *op. cit.*, p. 14.

<sup>85</sup> M. BLYTH, *Austerity... cit.*, p. 137.

Así, en vez de pagar el precio de un Estado débil guiado por intereses privados, la Constitución política solamente tendría que crear el espacio normativo para la Constitución económica, nutriéndose posteriormente de sus efectos benéficos sobre la sociedad. En particular porque, al introducirse la obligación implícita de responsabilidad individual a través de la lógica altamente competitiva ya presentada, se salvan también los posibles problemas de normatividad de la Constitución política ligados al Estado social: será el reproche personal, y no la intervención estatal, la respuesta hacia las desigualdades derivadas del mercado capitalista. Al instalarse con el concepto ordoliberal la expectativa de «diligencia personal», tales desigualdades serían en todo caso consecuencias de la falta de esta diligencia, pues los fallos del mercado ya habían recibido una respuesta constitucional. Por ende, su gestión también debería corresponder al responsable del error, desapareciendo así la creencia en un Estado «místico» salvador.

### ***3. La Constitución económica como «economía social de mercado»***

En el contexto histórico de posguerra —definido por una profunda inestabilidad política y económica<sup>86</sup>— la intervención de una «ciencia fuerte» capaz de ofrecer soluciones rápidas resultaba especialmente oportuna. A diferencia de lo ocurrido en la época de Weimar, la urgencia de eliminar la pobreza extrema y la necesidad de reconstrucción económica y política abrieron las puertas a la aceptación de una «tercera vía» que había nacido —ya antes de la Segunda Guerra Mundial— específicamente con la misión de reconstruir, sobre la base del caos. En efecto, esta vez, el orden político estaba dispuesto a integrar los postulados de la Constitución económica ordoliberal, naciendo con ello una de las concretizaciones más significativas de la Constitución económica: la economía social de mercado (*die Soziale Marktwirtschaft*), propuesta por una nueva generación de ordoliberales<sup>87</sup>.

---

<sup>86</sup> «Todos y todo, con la notable excepción de las bien alimentadas fuerzas de ocupación aliadas, parecen acabados, sin recursos, exhaustos», T. JUDT, *Postguerra. Una historia de Europa desde 1945*, trad. J. Cuellár y V. E. Gordo del Rey, Taurus, Madrid, 2005, p. 35.

<sup>87</sup> La referencia a una «segunda generación» se realiza solamente a efectos de simplificación y énfasis en la nueva orientación social de la Constitución económica. Figuras representantes: Alfred Müller-Armack, Wilhelm Röpké y Alexander Rüstow. Especialmente relevante para el estudio de la economía social de mercado resulta Müller-Armack, siendo este el propio impulsor del término.



Sin enumerar las complejas circunstancias políticas, sociales y económicas de la Alemania Occidental de posguerra, es evidente que la consecución de un rápido crecimiento económico se configuraba como elemento determinante para legitimar el poder político. En este sentido, la propuesta ordoliberal ya estudiada parecía ofrecer la receta del éxito; la notoria reforma monetaria de Ludwig Edhard<sup>88</sup> y la restauración de los principios de economía de mercado supusieron, a largo plazo, un triunfo político del «*Erst Sparen, Dann Kaufen!*»<sup>89</sup> Sin embargo, dada la precariedad de las condiciones económicas y sociales y la importancia crítica del momento histórico, la reconstrucción económica debía integrar, esta vez, una promesa específica de estabilización sociopolítica.

La Constitución económica definida como economía social de mercado implicaría, entonces, la instauración de los principios ordoliberales ya estudiados, integrando además un nuevo objetivo referido al «progreso social»<sup>90</sup>. La diferencia con un Estado intervencionista clásico se observaría —según los autores ordoliberales— no en los objetivos (pues el sistema económico se orientaría ahora hacia la consecución de «fines de interés social») sino en los instrumentos empleados. La clave consiste en que serán los principios de la Constitución económica —y no los de la Constitución política— los que determinarán la validez de estos instrumentos. Más concretamente, se trataría del criterio del *marktkonform* (conformidad con el mercado).

De este modo, la consecución de los fines sociales será posible siempre que el normal funcionamiento del mercado quede preservado; pues en caso contrario se

---

<sup>88</sup> Edhard había escrito su tesis doctoral bajo la supervisión del economista Franz Oppenheimer, creador de la expresión clave de la ideología ordoliberal, «La Tercera Vía» (*Der dritte Weg*, 1933). T. BIEBRICHER, F. VOGELMANN (dir.), *op. cit.*, p. 137. Durante el período de reconstrucción, W. Eucken y F. Böhm, entre otros, fueron miembros del Consejo Asesor de su Ministerio. Además, en 1952, Edhard nombró a Alfred Müller-Armack como director del departamento central de política económica de este mismo Ministerio.

<sup>89</sup> «Ahorrar primero, consumir después». Para una explicación detallada del *Erst Sparen, Dann Kaufen* y su paralelismo con las ideas keynesianas, cfr. M. BLYTH, *op. cit.*, esp. pp. 38-43. En cuanto a la importancia del perfil histórico exportador de Alemania para la consecución del «milagro económico alemán», cfr., *ibid.*, pp. 133-138.

<sup>90</sup> A. MÜLLER-ARMACK, «The meaning of the social market economy», en A.T. PEACOCK; H. WILLGERODT (dir.), *Germany's Social Market Economy: Origins and Evolution*, Palgrave Macmillan, New York, 1989, pp. 82-83.

vulneraría de forma directa la libertad individual definida (desde la óptica ordoliberal) como la igual oportunidad de realización de planes individuales de acuerdo con el principio básico de la competencia<sup>91</sup>. De manera que, a la vez que integra un componente social, la nueva definición de la Constitución económica introduce un condicionante para la libertad en sentido material: las políticas sociales se deberán someter al juicio de compatibilidad con el mercado. La economía social de mercado requeriría la ponderación casuística de la actividad del legislador democrático, modulándose su margen de actuación de acuerdo con las reglas básicas del mercado<sup>92</sup>.

En pocas palabras, la definición de la Constitución económica en el sentido de una economía social de mercado, especialmente influida por su contexto de origen, implica un giro teórico en la relación Estado-Sociedad, mediada por las virtudes del mercado fundamentado en la dinámica básica de la competencia. En un primer momento, se produciría la propia atribución de legitimidad al poder político, a través de la eliminación de las condiciones de pobreza extrema; posteriormente, el Estado se limitaría a la protección de esta dinámica económica, interviniendo en la Sociedad tan solo para reasegurar su legitimidad en momentos puntuales, pero sin perturbar la promesa de crecimiento económico del país.

Se trata, en definitiva, de una Constitución económica que sigue teniendo al mercado como objeto primordial de protección, pero «destapando», esta vez, sus ojos hacia los problemas de la sociedad, permitiendo de esta forma la realización puntual de políticas destinadas a mejorar las condiciones de vida de los ciudadanos. Sin embargo, dicha intervención pública deberá tener en consideración de modo específico el riesgo al que podría conllevar; y, en especial, el riesgo de que ciertos grupos de la sociedad se «nutran» del Estado, convirtiéndolo automáticamente en el

---

<sup>91</sup> A. VON RÜSTOW, «General Sociological Causes of the Economic Disintegration and Possibilities of Reconstruction», en T. BIEBRICHER, F. VOGELMANN (dir.), *op. cit.*, trad. D. Steuer, p. 152.

<sup>92</sup> Por ejemplo, una congelación del precio del alquiler independientemente de la capacidad de pago de los inquilinos sería *marktinikonform* (en disconformidad con el mercado) por afectar a todo el mercado de vivienda, mientras que un sistema de ayuda para la renta de los pobres sería *marktkonform* (de conformidad con el mercado), A. MÜLLER-ARMACK, *op. cit.*, p. 84.

«Estado económico» que la primera generación de ordoliberales había temido profundamente.

Una corriente intelectual más extrema del ordoliberalismo —extrema por defender el posicionamiento absoluto del mercado como centro de gravedad del Estado y de la sociedad— se encuentra en el neoliberalismo<sup>93</sup>. Para los líderes intelectuales del neoliberalismo, el mercado constituiría la expresión más perfecta de la democracia. Es más, el sistema de formación de precios sería el único mecanismo de coordinación social que aseguraría plenamente la libertad de sus participantes, debido a la transparencia y publicidad espontáneas que definen al mercado capitalista. En la década de los setenta, los principios neoliberales se convertirían en política convencional. Una vez que el Estado-nación concede metodológicamente convivir con otro principio organizativo del poder (la independencia técnica), el desafío pendiente consistiría en lo siguiente: cómo blindar al principio democrático frente a los potenciales estímulos antidemocráticos provenientes desde los defensores más radicales del mercado capitalista (piénsese en el neoliberalismo), sin rechazar por completo que la racionalidad técnica le es necesaria para satisfacer sus propias precondiciones de legitimidad.

#### **IV. Los riesgos latentes de la racionalidad técnica. El ejemplo neoliberal**

No sería erróneo intercambiar, en lo que aquí interesa, el término «Estado regulador» por «Estado neoliberal», puesto que este último sitúa epistemológicamente las transformaciones de las democracias occidentales de finales de siglo XX. Ciertamente, el neoliberalismo es uno de los conceptos más controvertidos —incluso paradójicos— de la disciplina constitucional moderna. El carácter controvertido radica, por una parte, en la naturaleza camaleónica de este concepto, capaz de emerger en distintos contextos espaciales y temporales,

---

<sup>93</sup> Sin lugar a dudas, las variaciones intelectuales del neoliberalismo son múltiples. Partiendo de la premisa compartida por todas ellas respecto de la predominancia del mercado sobre la política o incluso sobre la sociedad (en tanto en cuanto la unidad analítica viene conformada por el individuo como agente económico que planifica su vida de acuerdo con criterios de utilidad), entre los adherentes a la ontología neoliberal se pueden incluir tanto los seguidores de la Escuela de Virginia (por todos, J. M. Buchanan), la Escuela Austriaca de F. Hayek, la Escuela de Chicago (G. Stigler, M. Friedman), y, salvando las diferencias, incluso la Escuela ordoliberal de Friburgo.

dificultando la identificación de su origen y, por ende, su justificación en términos históricos. Por otra parte, la diversidad de los ámbitos materiales en los que se ha ido empleando (p. ej., en los medios de comunicación, en la academia, el discurso político o la sociedad civil) amenaza con socavar la propia utilidad del vocablo; si bien es cierto que, tras la crisis financiera global, su uso se dirige fundamentalmente en un sentido crítico<sup>94</sup>. Al mismo tiempo, el neoliberalismo entraña una paradoja existencial en tanto en cuanto, prescriptivamente, proclama una profunda reforma del aparato estatal con el fin de eliminar la intromisión política en los asuntos económicos; no obstante, en la práctica, la estructura política institucionalizada representa un escenario imprescindible para impulsar dicha retirada del Estado y proseguir los ideales neoliberales<sup>95</sup>.

Es un lugar común identificar al neoliberalismo con sus manifestaciones contemporáneas más conocidas, particularmente con el «thatcherismo»<sup>96</sup>, el «reaganismo» o incluso la reciente austeridad impuesta a ciertos países de eurozona como respuesta a la crisis económica de 2008<sup>97</sup>. Es, asimismo, bien sabido que las técnicas reguladoras que le hacen reconocible son, entre otras, la privatización de los servicios y activos públicos, la liberalización del comercio (reducción de los aranceles) y de la inversión extranjera directa (FDI, por sus siglas en inglés), la garantía de un tipo de cambio competitivo a nivel internacional y la desregulación del mercado a fin de garantizar la competencia y el crecimiento económico; todas ellas, sustentadas en la presunción de la disciplina del mercado<sup>98</sup>. En este sentido, el reproche básico dirigido a los neoliberales se refiere a la presunta colonización del

---

<sup>94</sup> D. CAHILL, M. COOPER, M. KONINGS, D. PRIMROSE (dir.), *The SAGE Handbook of Neoliberalism*, SAGE Publications, Los Angeles / London / New Delhi / Singapore / Washington D.C. / Melbourne, 2018, p. xxvii.

<sup>95</sup> W. DAVIES, «The Neoliberal State: Power Against Politics», en D. CAHILL *et al.*, *The SAGE Handbook of Neoliberalism*, *cit.*, pp. 273-283, p. 277.

<sup>96</sup> Término acuñado tempranamente por S. HALL, «The Great Moving Right Show», *Marxism Today*, vol. 23, núm. 1, 1979, pp. 14-20.

<sup>97</sup> No obstante, véase B. YOUNG, «Is Germany's and Europe's Crisis Politics Ordoliberal and/or Neoliberal?», en T. BIEBRICHER; F. VOGELMANN (dir.), *The birth of austerity. German ordoliberalism and contemporary neoliberalism*, Rowman Littlefield International, London / New York, 2017, pp. 221-238.

<sup>98</sup> T. DI MUZIO, «Disciplinary Neoliberalism, the Tyranny of Debt and the 1%», en D. CAHILL *et al.*, *The SAGE Handbook of Neoliberalism*, *cit.*, pp. 457-468, p. 461.

Estado democrático por el subsistema económico y, más concretamente, por la imposición de un «fundamentalismo del mercado»:

«El mercado es para ellos [los neoliberales] la gran panacea contra tal maldad estatal [Estados de mayor contenido y formato democrático] y, por lo tanto, quien debe restringir, debilitar o incluso suprimir —Estado mínimo— tal intervencionismo. El Estado sólo debe intervenir, según ellos, en la conservación y custodia vigilante del orden (económico y demás) establecido precisamente desde su no intervención. [...] [E]l resultado es la subordinación del Estado democrático (de la soberanía popular) a las absolutas necesidades de la determinación económica (soberanía del mercado)»<sup>99</sup>.

Indudablemente, la llegada del Estado regulador en Europa a lo largo de la década de los ochenta, unida a la previa extensión del neoliberalismo a los países del Sur Global (piénsese solo en la crucial contribución política de los «Chicago boys»), representó el punto culminante de esta ideología. Con todo, la comprensión de su pleno alcance intelectual requiere retroceder en el tiempo y reflexionar —siquiera someramente— sobre sus primeras manifestaciones. En este sentido, es preciso tomar como punto histórico de partida el final de la Primera Guerra Mundial —y, con ello, en términos hobsbawmianos, el fin de la «época de los imperios»—, al plantearse la necesidad política y económica de reconfiguración del orden global<sup>100</sup>.

Siguiendo la tesis de Quinn Slobodian, la primera manifestación institucional del neoliberalismo se encuentra en la Cámara Internacional del Comercio (ICC, por sus siglas en inglés), creada en el 1919 con el fin de promover la liberalización de los mercados de bienes, servicios y capitales. Destacan, en este sentido, no solo los fines típicamente capitalistas de dicha institución, sino, sobre todo, su naturaleza internacional, que apunta tempranamente a una potencial deconstrucción de las fronteras estatales a través del libre intercambio. Es ilustrativa, al respecto, la declaración de la ICC en su sesión constitutiva de 1921: «a nation is not an independent economic unit. Every day, the facts demonstrate the interdependence

---

<sup>99</sup> E. DÍAZ, «Neocons y Teocons: Fundamentalismo *versus* Democracia», *Anales de la Cátedra Francisco Suárez*, núm. 44, 2010, pp.61-79, pp. 66-67. En igual sentido, Y. M. MADRA, F. ADAMAN, «Neoliberal Turn in the Discipline of Economics: Depoliticization Through Economization», en D. CAHILL *et al.*, *The SAGE Handbook of Neoliberalism*, *cit.*, pp. 113-128, esp. p. 116.

<sup>100</sup> Q. SLOBODIAN, *Globalists*, *cit.*, p. 5.

of all countries in the economic domain»<sup>101</sup>. Más significativa es, aún, la participación activa en la ICC de algunos de los autores neoliberales (en sentido amplio) más destacados: Ludwig von Mises, Friedrich von Hayek, Wilhelm Röpke, Michael Heilperin<sup>102</sup>.

Dado que esta tesis se adhiere a una explicación evolucionaria acerca de cómo los principios neoliberales se han convertido en política convencional<sup>103</sup> —i.e., tras una construcción intelectual paulatina a través de varias generaciones de autores, no siempre en perfecta consonancia—, la previa mención a la ICC debe complementarse a través de dos referencias históricas adicionales que indudablemente impulsaron la consolidación de la corriente de pensamiento aquí referida. Es preciso señalar, en primer lugar, la conferencia de París de 1938 celebrada en honor a Walter Lippmann (el llamado «Coloquio Lippmann»), en la cual se reunieron más de veinticinco intelectuales liberales con el fin de reflexionar sobre la crisis del *laissez-faire* y la necesidad de su revitalización; entre otros, nuevamente, Ludwig von Mises, Wilhelm Röpke y Friedrich Hayek<sup>104</sup>. En dicho Coloquio se acuñó el propio término «neoliberalismo», como símbolo de una profunda separación del liberalismo clásico<sup>105</sup>.

Otro momento central para la comprensión del neoliberalismo lo constituyó la creación de la *Mont Pèlerin Society* (MPS) en 1947. Esta nace a iniciativa de Friedrich Hayek<sup>106</sup> como un foro de intercambio de opiniones entre los distintos intelectuales

---

<sup>101</sup> *Ibid.*, p. 36.

<sup>102</sup> *Ibid.*, p. 30.

<sup>103</sup> Sobre las distintas visiones (evolucionaria y revolucionaria), cfr. V.A. SCHMIDT, «Ideas and the Rise of Neoliberalism in Europe», en D. CAHILL *et al.*, *The SAGE Handbook of Neoliberalism*, *cit.*, pp. 69-82, p. 76.

<sup>104</sup> La relevancia de este Coloquio en la evolución del neoliberalismo fue subrayada de forma pionera por M. FOUCAULT, *The Birth of Biopolitics: Lectures at the College de France*, *cit.*, p. 161.

<sup>105</sup> B. YOUNG, «Is Germany's and Europe's Crisis Politics Ordoliberal and/or Neoliberal?», *cit.*, p. 224.

<sup>106</sup> Recuérdese que la obra maestra de Hayek, *The Road to Serfdom*, fue publicada por primera vez en 1944. En 1945, encontrándose en Estados Unidos para presentar su libro, Hayek formó estrechos contactos con algunos de los miembros más conocidos de la Escuela de Chicago (sobre todo, con Aaron Director). En años posteriores, la MPS se constituyó legalmente como una corporación sin ánimo de lucro en Illinois, con oficinas formalmente registradas en la Facultad de Derecho de la Universidad de Chicago. R. VAN HORN, E. NIK-KHAH, «Planning the “Free” Market: The

de inclinación liberal de la época (mayoritariamente economistas, pero también historiadores, filósofos y políticos); destacando, entre ellos, Ludwig von Mises, Wilhelm Röpke y, en años posteriores, James M. Buchanan, George Stigler y Milton Friedman. El grupo se autodenominó MPS por el lugar de la primera reunión, el Hôtel du Parc, al pie de la montaña suiza Pèlerin.

El propósito último sería similar al del Coloquio Lippmann, concretamente, «discutir el estado y el destino del liberalismo clásico en el pensamiento y en la práctica»<sup>107</sup>. Ciertamente, en la práctica, la necesidad generalizada de planificación de las economías nacionales como consecuencia de la posguerra supuso una prioridad inicial a combatir por los miembros de la MPS. En términos teóricos, lo anterior se tradujo en una evidente orientación «Estadofóbica» del neoliberalismo<sup>108</sup>, aplicable tanto frente a las políticas de bienestar que se estaban expandiendo en el continente europeo como frente a la versión extrema de la izquierda promovida en el bloque soviético.

La consolidación de esta regenerada versión del liberalismo se basaba en una interpretación compartida entre los distintos miembros respecto de los peligros del Estado de bienestar: la intervención injustificada del poder público en la economía; la politización (léase contaminación política) del mercado a causa del poder de los sindicatos; la vulneración de la libre competencia a través de los monopolios empresariales; finalmente, la inflación como peligro esencial del Estado intervencionista-keynesiano<sup>109</sup>. A diferencia del liberalismo de finales de siglo XIX, identificable por la clásica dicotomía Estado-mercado —buscándose garantizar la autonomía individual de cada uno de los dos subsistemas—, el neoliberalismo extiende la racionalidad del mercado a los contornos que previamente delimitaban de manera tajante los espacios propios del Estado y de la Sociedad. En particular

---

Genesis and Rise of Chicago Neoliberalism», en D. CAHILL *et al.*, *The SAGE Handbook of Neoliberalism*, *cit.*, pp. 98-112, p. 100.

<sup>107</sup> «A Short History of the Mont Pèlerin Society», disponible en la página oficial de la MPS: <https://www.montpelerin.org/event/429dba23-fc64-4838-aea3-b847011022a4/websitePage:d0c34bd9-1aa4-48df-a55e-4be50dfb57ee> (últ. consulta: 1.9.2023). Traducción propia.

<sup>108</sup> W. DAVIES, «The Neoliberal State: Power Against Politics», *cit.*, p. 275.

<sup>109</sup> «A Short History of the Mont Pèlerin Society», *cit.*

porque, en la visión neoliberal, el mercado aparece como la manifestación por excelencia de la democracia, debido a su transparencia y competitividad intrínsecas<sup>110</sup>.

Por un lado, el carácter transparente (público o «explícito»<sup>111</sup>) del sistema capitalista de precios residiría, según los autores neoliberales, en la propia dinámica espontánea del mercado, lo que conduciría a la configuración de un «orden abstracto» que aumentaría las posibilidades de bienestar de todos los participantes, «en la medida de lo posible [...] y a largo plazo»<sup>112</sup>. En efecto, el sistema de precios sería el único mecanismo capaz de mostrar abiertamente los costes y beneficios de cualquier interacción social. A diferencia de las intervenciones estatales de orientación socialista en la economía, que suponen para los neoliberales una «andadura a tientas en la oscuridad»<sup>113</sup>, el sistema de precios capitalista «lays the cards up on the table»<sup>114</sup>.

En otras palabras, el mercado sería el único ámbito social que permitiría el descubrimiento y la formación espontánea del bien común, de acuerdo con un funcionamiento lúdico denominado por Hayek «catalaxia»<sup>115</sup>. Ciertamente, el libre intercambio capitalista sería análogo a un juego; un juego de creación de riqueza en el que cada agente participa con la finalidad de satisfacer sus necesidades, pero cuyo resultado viene condicionado por la preparación, las habilidades o la buena fortuna de cada uno de los «jugadores». Por otra parte, el éxito de la catalaxia o del orden (esto es, la realización de las preferencias individuales en la medida de lo posible<sup>116</sup>) dependerá de la capacidad efectiva de los agentes económicos de efectuar el cálculo

---

<sup>110</sup> W. DAVIES, «The Neoliberal State: Power Against Politics», *cit.*, p. 275.

<sup>111</sup> *Ibid.*

<sup>112</sup> F.A. HAYEK, *Law, Legislation and Liberty*, *cit.*, p. 114.

<sup>113</sup> L. VON MISES, «Economic Calculation in the Socialist Commonwealth» [1920], en F.A. HAYEK (dir.), *Collectivist Economic Planning*, Routledge & Kegan Paul Ltd, London, [1935], 6ª ed., 1963, pp. 87-130, p. 110. Trad. propia.

<sup>114</sup> G.J. STIGLER, *The citizen and the state: Essays on regulation*, University of Chicago Press, Chicago / London, 1975, p. 36.

<sup>115</sup> F.A. HAYEK, *Law, Legislation and Liberty*, *cit.*, p. 115.

<sup>116</sup> F.A. HAYEK, «Competition as a discovery procedure», [1968] trad. Marcellus S. Snow, *Quarterly Journal of Austrian Economics*, vol. 5, núm. 3, (2002), pp. 9-23, p. 15.



monetario, i.e., realizar juicios individuales en términos monetarios sobre el valor de los bienes de producción<sup>117</sup>.

En este sentido, la transparencia del sistema de precios defendida en la cosmovisión neoliberal se sostiene, a su vez, sobre un entendimiento instrumental del dinero, cuyo valor (objetivo) solo puede descubrirse a través del acto del intercambio:

«Even Robinson Crusoe [...] cannot operate solely with subjective use-value, but must take into consideration the intersubstitutability of goods on the basis of which he can then form his estimates. [...] In an exchange economy, [...] [t]he subjective use-value of each is not immediately comparable as a purely individual phenomenon with the subjective use value of other men. It only becomes so in exchange value, which arises out of the interplay of the subjective valuations of all who take part in exchange»<sup>118</sup>.

Lo cierto es que, si la naturaleza explícita del mercado serviría meramente para defender las virtudes del comercio capitalista, en absoluto se diferenciaría el neoliberalismo del liberalismo clásico. El componente añadido consiste en que, además de reforzar los méritos del libre comercio, la consideración del mercado como la expresión más perfecta de la democracia pone de manifiesto justamente la imperfección de la democracia política. En efecto, según la narrativa neoliberal, la inherente lucha de intereses de la democracia —clásicamente encauzada a través del Parlamento— conllevaría a la realización de promesas (políticas) inalcanzables a los ciudadanos (especialmente los movimientos sindicales), presionando estas al alza sobre los niveles de inflación<sup>119</sup>.

El segundo rasgo capital que justificaría la superioridad del mercado desde la óptica aquí analizada se refiere a la libre competencia. Más allá de la relevancia de las normas de Derecho positivo destinadas a garantizar la competencia en la práctica<sup>120</sup>,

---

<sup>117</sup> L. VON MISES, «Economic Calculation in the Socialist Commonwealth», *cit.*, p. 96.

<sup>118</sup> *Ibid.*, p. 97.

<sup>119</sup> M. BLYTH, *Austerity. The history of a dangerous idea*, Oxford University Press, Oxford, 2015, p. 157.

<sup>120</sup> La rigidez del régimen *antitrust* en los Estados Unidos es notoria. La tradición norteamericana (sobre todo, la *Sherman Antitrust Act* de 1890 o la *Clayton Antitrust Act* de 1914) influyó fuertemente las disposiciones en la materia del Tratado Constitutivo de la Comunidad Europea del Carbón y del Acero (París, 1951) y del Tratado constitutivo de la Comunidad Económica Europea (Roma, 1957). Igualmente relevante —si no decisiva— ha sido esta tradición para el ordenamiento jurídico alemán de posguerra. Piénsese solo en la «*Kartellgesetz*» de 2 de julio de 1957 (*Gesetz gegen Wettbewerbsbeschränkungen*), en cuya aprobación destaca el rol de Ludwig Erhard. El mismo año, el líder ordoliberal había viajado a los Estados Unidos para estudiar el régimen estadounidense de

conviene incidir aquí en su significado como principio económico ordenador de esa espontaneidad existencial que conforma al mercado. Según Hayek, la libre competencia se define como un «proceso de descubrimiento de hechos, sin el cual estos permanecerían desconocidos o, al menos, no se utilizarían»<sup>121</sup>. En efecto, se trata de un proceso que parte del desconocimiento generalizado de los actores económicos y cuyas consecuencias son necesariamente imprevisibles. De esta forma, la función vital de la competencia consistiría precisamente en mostrar las posibilidades actuales de acción económica en contextos específicos, aumentando (en abstracto) las perspectivas de realización de los planes individuales<sup>122</sup>. La concreta satisfacción de dichos planes dependerá, no obstante, de las condiciones particulares de cada agente económico y de su capacidad para captar y emplear eficientemente el conocimiento ofrecido por el juego económico de la *catalaxia*<sup>123</sup>.

Por otro lado, la libre competencia brinda en sí misma ciertas potencialidades cognoscitivas a los «jugadores». En primer lugar, les informa sobre el estado de la cuestión (la demanda y la oferta de bienes y servicios concretos, a la luz del mecanismo del precio); en segundo lugar, señala «cómo se pueden mejorar las cosas», presionando a los participantes del comercio al uso de la información recibida para los fines de la innovación. De esta forma, la competencia supone para Hayek una especie de «coerción impersonal», induciendo en los individuos un cambio de comportamiento «de una manera que no podría ser provocada por ningún tipo de instrucciones u órdenes [estatales]»<sup>124</sup>. De ahí que toda intervención pública en búsqueda de la justicia social —generalmente modulada a través de la voluntad colectiva de la mayoría— no solo resulte altamente ineficiente, sino también «insoportablemente tiránica»<sup>125</sup>.

---

protección de la competencia y trasladarlo al ordenamiento jurídico alemán. Cfr. G. MAJONE, A. LA SPINA, «El Estado regulador», *cit.*, p. 236.

<sup>121</sup> F.A. HAYEK, «Competition as a discovery procedure», *cit.*, p. 9.

<sup>122</sup> *Ibid.*, p. 14.

<sup>123</sup> *Ibid.*, p. 13.

<sup>124</sup> *Ibid.*, p. 19.

<sup>125</sup> *Ibid.*, pp. 18, 21.

En definitiva, se observa cómo el mercado adquiere, en la cosmovisión neoliberal, una esencia propiamente fenomenológica, siendo la libre competencia uno de los instrumentos metodológicos primordiales para la aparición y percepción de dicho orden espontáneo. La teoría de la catalaxia defendida por Hayek (y el resto de los seguidores neoliberales) parte de la autonomía del mercado solo para recorrer el espacio de la política y de la sociedad y absorberlos epistemológicamente: en última instancia, la propia vida social (incluida la individual-privada)<sup>126</sup> se explica de acuerdo con la racionalidad económica del coste-beneficio<sup>127</sup>.

## V. Recapitulación. Las preguntas pendientes del Estado constitucional contemporáneo

En las páginas anteriores se ha reflexionado sobre los distintos componentes intelectuales que han dado concreción a una nueva fórmula de ordenación de la sociedad basada en la racionalidad técnica: el Estado regulador continental y el pensamiento ordo y neoliberal. La contemplación conjunta de tales concreciones pone de manifiesto que el surgimiento de la independencia técnica como principio organizativo del poder deriva, en esencia, del aumento de la complejidad social a causa de la revolución tecnológica y las carencias innatas del Parlamento nacional para acomodar su acción normativa<sup>128</sup>.

---

<sup>126</sup> Véase el análisis ilustrativo de S. BINKLEY, «The Emotional Logic of Neoliberalism: Reflexivity and Instrumentality in Three Theoretical Traditions», en D. CAHILL *et al.*, *The SAGE Handbook of Neoliberalism*, *cit.*, pp. 580-595.

<sup>127</sup> W. DAVIES, «The Neoliberal State: Power Against Politics», *cit.*, p. 276. Empleando los términos propuestos recientemente por Emiliós Christodoulidis, tal reducción epistemológica (es decir, la generalización de la lógica del mercado) se sostendría sobre tres pasos teóricos: «[t]he *first* involves the collapse of the political economy into its market form; the *second* involves its democratic redemption in an argument that allows “unplanned” market allocations to displace a society’s constitutive political orientation to meeting needs and re-orient the thinking about “social justice” in the process. But neither of the moves on the economic and democratic registers would be possible without a *third* move which undertakes the epistemological defence of the market, on which the generalization of its reason depends and which upholds and redeems the substitutions at the other levels» (*The Redress of Law: Globalisation, Constitutionalism and Market Capture*, Cambridge University Press, Cambridge, 2021, capítulo 3.1, p. 221).

<sup>128</sup> En igual sentido acerca del fenómeno de «deformalización» del Derecho en general, y del Derecho Internacional en particular, M. KOSKENNIEMI (dir.), *Sources of International Law*, *cit.*

La ineficiencia del Parlamento para encauzar los conflictos sociales a través de las dinámicas antagónicas inherentes al momento electoral ha sido un argumento recurrente desde los tiempos de Weimar. En este sentido, y frente a las «soluciones» totalitarias que siguieron a los debates constitucionales de entreguerras, el proceso de «tecnocratización»<sup>129</sup> del Estado representa un esfuerzo (de esencia democrática) del subsistema político de adecuarse a la creciente complejidad de su ambiente. En otras palabras, la integración de la *technē* entre los medios primordiales del Estado constitucional no es más que un presupuesto para la propia supervivencia del sistema democrático. Desde esta perspectiva, el carácter excepcional de las autoridades nacionales independientes —por cuanto órganos técnicos, alejados del circuito democrático— se diluye en el fenómeno más amplio de irradiación de la racionalidad técnica en la arquitectura estatal<sup>130</sup>. El interrogante constitucional que se plantea respecto del nuevo principio de organización del poder es el siguiente: ¿se trata de una «utopía social» o de una «patología política»?<sup>131</sup>

La racionalidad técnica se reduce a una concepción funcional del mundo, enfocada a la consecución de resultados óptimos y excluyendo, para este objetivo, las potenciales intromisiones políticas que pondrían en entredicho una actuación eficiente del poder público. De manera quizás más ilustrativa, tal racionalidad implica la internalización, en la estructura constitucional estatal, de la imagen del *homo faber*, «para quien todo instrumento es un medio para alcanzar un fin prescrito»<sup>132</sup>. Se genera, de esta forma, un nuevo presupuesto de legitimidad (la independencia técnica), basado en los resultados, justificado por la función ejercida<sup>133</sup>, y medido en virtud de su eficacia. La tensión inherente entre la tecnocracia y la democracia representativa queda bien reflejada si atendemos a una definición básica de la primera

---

<sup>129</sup> M. GARCÍA-PELAYO, «Burocracia y tecnocracia», en *Idem, Obras Completas*, vol. II, Centro de Estudios Constitucionales, Madrid, 1991, pp. 1389-1540, p. 1456.

<sup>130</sup> R.M. LASTRA, «The institutional path of central bank independence», en P. CONTI-BROWN, R.M. LASTRA (dirs.), *Research Handbook on Central Banking*, *cit.*, pp. 296-313.

<sup>131</sup> J.G. GUNNELL, «The technocratic image and the theory of technocracy», *cit.*

<sup>132</sup> H. ARENDT, *The Human Condition*, The University of Chicago Press, Chicago & London, 2ª ed., 2018, p. 148.

<sup>133</sup> M. AZPITARTE SÁNCHEZ, «La funcionalidad de la ley en un sistema político fragmentado», *cit.*, p. 284.

en el sentido de «una estructura de poder en la cual los técnicos condicionan y determinan la toma de decisiones, tendiendo así a sustituir al político (o sustituyéndolo definitivamente) en la definición de las *policies* o a los burócratas tradicionales [en la operacionalización de las decisiones]»; o, lo que es lo mismo, un «acaparamiento eventual de la función política gracias al ejercicio de una influencia fundada en el conocimiento técnico»<sup>134</sup>.

En efecto, la racionalidad técnica conlleva una pretensión de desprendimiento del poder de la lucha de intereses desarrollada en el Parlamento. Incorpora, en definitiva, la negación del disenso en materias específicas de la vida social, garantizando la consecución de soluciones óptimas a través del empleo del conocimiento técnico. Desde esta óptica, la tecnocracia es una «ideología del método»<sup>135</sup>: propugna la aplicación del conocimiento especializado a los problemas sociales «sensibles», conllevando —con la certeza del que tiene los medios para dominar su propio destino y sobreponerse a la «irracionalidad» de las consideraciones morales (léase políticas)— al mejor resultado posible.

La independencia técnica es, a la vez, la «utopía» y la «patología» del Estado constitucional. Lo primero, porque amplía las funciones tradicionales de este<sup>136</sup> y permite la resolución —siquiera superficial— de conflictos sociales que presionan (y condicionan) la propia legitimidad de la estructura institucional. Es, igualmente, utopía, en tanto en cuanto genera un (presunto) vaciamiento axiológico de algunos de los fines del Estado (especialmente los objetivos a largo plazo como la estabilidad monetaria), agilizando el proceso de toma de decisiones. Apenas hay que mencionar que la tecnocracia se origina y se alimenta justamente a raíz de esa creciente complejidad socioeconómica en la que se enmarca el Estado constitucional contemporáneo; con lo cual, tras el momento inicial de «invasión»<sup>137</sup> del sistema político, la racionalidad técnica se convierte en una lógica adicional, permanente, de

---

<sup>134</sup> M. GARCÍA-PELAYO, «Burocracia y tecnocracia», *cit.*, p. 1407.

<sup>135</sup> M.A. CENTENO, «The new Leviathan: The dynamics and limits of technocracy», *Theory and Society*, vol. 22, núm. 3, 1993, pp. 307-335, p. 312.

<sup>136</sup> M. GARCÍA-PELAYO, «Burocracia y tecnocracia», *cit.*, p. 1456.

<sup>137</sup> *Ibid.*, p. 1406.

este último. En resumidas cuentas, el nuevo principio de legitimidad se «yuxtapone a la dicotomía mayoría versus oposición», alterando las funciones clásicas del Estado y, por ende, la división de poderes<sup>138</sup>.

La calificación de la racionalidad técnica como «patología» del Estado democrático derivaría precisamente de su tendencia expansiva sobre la esfera política; tendencia que, en ocasiones (piénsese en el neoliberalismo), llega a convertirse incluso en un descrédito<sup>139</sup> o fobia respecto del juego constitucional de la alternancia política y, por extensión, del pluralismo ideológico y social. Ciertamente, una vez inserta en la arquitectura estatal —es decir, tras el momento inicial de la «invasión»—, la independencia técnica despliega un alto potencial antidemocrático, cuya materialización dependerá, no obstante, de los impulsos concretos existentes en el tiempo y el espacio históricos. Es evidente que tanto el neoliberalismo como la versión ordoliberal de la Constitución económica han supuesto, en este sentido, estímulos incontestables, amenazando constantemente con la activación de esa capacidad latente, antidemocrática, de la racionalidad técnica.

Sin llegar tan lejos hasta considerarla un fenómeno en sí mismo antidemocrático, lo cierto es que, en ausencia de mecanismos cualificados de rendición de cuentas, la independencia técnica presenta el peligro de producir una «atrofia»<sup>140</sup> de las instituciones representativas y, con ello, de la propia democracia constitucional. De ahí que la creación y el (cada vez mayor) protagonismo de los órganos no mayoritarios deba compensarse por la intensificación de los controles (político y jurídico), aptos para mantener la elasticidad y el dinamismo intrínsecos del Estado democrático. En otras palabras, aceptando que la independencia técnica convive hoy con los sistemas políticos (democráticos) en una relación «cuasi orgánica»<sup>141</sup>, incardinándose en la estructura institucional estatal «como la coraza en

---

<sup>138</sup> M. AZPITARTE SÁNCHEZ, «La funcionalidad de la ley en un sistema político fragmentado», *cit.*, p. 283.

<sup>139</sup> *Ibid.*, p. 279.

<sup>140</sup> J.G. GUNNELL, «The technocratic image and the theory of technocracy», *cit.*, p. 397.

<sup>141</sup> M. GARCÍA-PELAYO, «Burocracia y tecnocracia», *cit.*, p. 1412.

los crustáceos»<sup>142</sup>, la tarea (siempre) pendiente del subsistema político será la de resistir a la potencial captación generalizada de sus métodos democráticos por la lógica basada en la funcionalidad.

---

<sup>142</sup> *Ibid.*





## Capítulo 2

# FUNDAMENTOS CLÁSICOS DE LA INDEPENDENCIA TÉCNICA DE LA BANCA CENTRAL

## I. Introducción

El segundo capítulo de esta tesis doctoral expone los argumentos que pretendieron justificar (en un sentido económico y de teoría político-constitucional) la necesidad de juridificar, en el entorno estatal, el principio de independencia de la banca central a lo largo de los años ochenta y noventa, dando lugar a una concepción comúnmente aceptada de la institución monetaria, esto es, como institución decisoria autónoma situada al margen del circuito político ordinario, orientada a la garantía de un bajo nivel de inflación. Se expondrá que sus fundamentos teóricos se originaron predominantemente desde una ciencia económica con proyección constitucional (punto II).

El argumento «económico» esencial en la defensa contemporánea de la banca central independiente se refiere al problema de la inconsistencia temporal; este derivaría de la posibilidad de que los representantes democráticamente elegidos alteren inesperadamente las decisiones en la materia monetaria, minando, según criterios de oportunidad política, el objetivo del bajo nivel de inflación. De acuerdo con este razonamiento, el principal beneficio de la autoridad monetaria independiente residiría en su capacidad de conseguir, con mayor éxito, la credibilidad de la decisión estatal en lo que a la política monetaria se refiere, por su orientación necesariamente conservadora (es decir, anti-inflacionista). Por lo tanto, la garantía de la credibilidad derivaría precisamente del hecho de que la potestad decisoria sobre la cuestión monetaria se transfiere desde el órgano legislativo (sometido a la lógica mayoría-minoría) a un ente funcional autónomo y, como tal, ajeno a la necesidad política de satisfacer las preferencias potencialmente inflacionistas del elector. Por lo demás, tal concepción de la banca central independiente resultaría aplicable a todo Estado constitucional que pretendiera obtener —por parte de los ciudadanos y los actores financieros— las credenciales de credibilidad de sus políticas económicas en sentido amplio.

Desde el punto de vista metodológico, el problema de la inconsistencia temporal dio lugar a la teoría político-constitucional de la delegación (punto III). Teniendo en cuenta la especificad técnica y la (presunta) neutralidad política de la materia que se le encomienda a la autoridad monetaria, una concepción funcional de

la democracia (i.e., centrada en la capacidad efectiva del poder público de alcanzar determinados resultados)<sup>1</sup> serviría de cemento idóneo para encajar al banco central en el Estado constitucional. A pesar del específico razonamiento bajo el cual se suele explicar la operación de delegación de la política monetaria al banco central (i.e., vinculado al problema de credibilidad, que se distinguiría de la relación clásica «principal-agente»), se observará que, dentro de la arquitectura nacional de poderes, el Parlamento seguiría conformando el instrumento recurrente de mediación de legitimidad democrática, desde la voluntad soberana al banco central independiente.

En otras palabras, el Estado constitucional encontraría todavía una respuesta metodológica para proteger la voluntad constituida del *demos* frente al riesgo potencial de acaparamiento generalizado del sistema político «originario» por el *tecno*, al habilitar la independización del banco central a través de la norma legal o constitucional (es decir, desde el principio clásico de representación popular reflejado en el sistema de fuentes). Con todo, la pregunta que subyace a esta concesión metodológica es la siguiente: ¿por qué acepta el Estado-nación transformar su arquitectura clásica de poderes y acoger un órgano independiente para garantizar la estabilidad de la moneda nacional? Dicho de otro modo, ¿por qué es la credibilidad un problema constitucional al que el Estado elige (legislativa o constitucionalmente) responder a través de esta expansión metodológica del principio de independencia técnica (hasta el punto de neutralizar la capacidad decisoria de su órgano parlamentario respecto de la cuestión monetaria)?

Recordemos que, durante la época «dorada» del Estado social y del keynesianismo, la actuación del Estado-nación estaba dirigida hacia el incremento de la productividad que pudiera elevar las condiciones de vida de los ciudadanos; en otras palabras, la atención del sistema político estaba dirigida hacia el crecimiento de

---

<sup>1</sup> Por todos, cfr. F.W. SCHARPF, *Gobernar en Europa: ¿eficaz y democráticamente?*, Alianza, Madrid, 2000. Tal definición se contrapone idealmente a lo que podríamos denominar, en sentido amplio, un entendimiento sustantivo de la democracia. Este último incluiría, además de las herramientas clásicas de representación política, instrumentos de democracia directa y deliberativa; todas ellas destinadas a garantizar el pluralismo político y social o, lo que es lo mismo, hacer «posible la acción de los participantes y fundar la legitimidad estatal». Sobre esta última concepción aplicada al orden democrático alemán, K. HESSE, *Escritos de Derecho Constitucional*, trad. P. Cruz Villalón y M. Azpitarte Sánchez, Centro de Estudios Políticos y Constitucionales, Madrid [1967], 2012 (esp. pp. 137 y ss.).

la economía real<sup>2</sup>. Más en general, frente a la profunda «pérdida de sentido» dominante en la sociedad de posguerra temprana, el Estado constitucional europeo trataría de ofrecer «una nueva narrativa a los que habían sufrido la depresión económica y la guerra»<sup>3</sup>.

Un componente capilar de aquella «narrativa» continental que conseguiría ofrecer una explicación racional de lo irracional —es decir, de las pérdidas humanas, económicas y del desamparo generalizado— residió en el reproche (de esencia keynesiana) dirigido a la incapacidad del sistema económico de establecer su prometido equilibrio intrínseco (esto es, la redistribución social eficiente)<sup>4</sup>. Una vez identificado el problema, la solución del Estado-nación de posguerra temprana se basaría, entre otros aspectos, en la incorporación ontológica del paradigma del *market failure*, cuya consecuencia natural se reflejaría en la constitucionalización de la potestad gubernamental de intervenir en la economía y en la sociedad. De manera que el Estado-nación daría vida conceptual a la categoría del Estado social a cuyo través conseguiría, de un lado, garantizar las precondiciones socioeconómicas de legitimidad del sistema político, y de otro lado, revitalizar democráticamente su protagonismo—dentro y más allá del territorio nacional.

Sin embargo, los términos del problema constitucional se reconfiguran una vez que el Estado-nación pierde las herramientas keynesianas que le permitían acomodar las amplias demandas sociales de los ciudadanos, lo que revisaría también los métodos del Estado para responder de manera satisfactoria a sus dilemas fundacionales. Mientras que, en los años dorados del keynesianismo, las acciones intervencionistas del Estado en la economía se consideraban socialmente legítimas incluso si hubieran llevado potencialmente a un alto índice de inflación (precisamente por las necesidades sociales de expandir el producto nacional y combatir el desempleo), a partir de los años ochenta y a la luz de la nueva cosmovisión económica de sesgo neoliberal (p.ej., la *Public Choice School* o el

---

<sup>2</sup> Además, a lo largo de este período, el sistema financiero y los movimientos de capital estaban limitados por las regulaciones nacionales.

<sup>3</sup> P. HANSEN, «From Finance Capitalism to Financialization: A Cultural and Narrative Perspective on 150 Years of Financial History», *cit.*, p. 618, trad. propia.

<sup>4</sup> *Ibid.*

monetarismo), el índice de inflación se transformaría en sí mismo en un criterio para medir la libertad de los ciudadanos y de la sociedad en general. Dicho de otro modo, se pasa de la premisa del *market failure* al *government failure*; a partir de allí, al sistema político se le exigiría justificar toda intromisión puntual en la economía y, en última instancia, en el propio modelo de libertad dominante en el mercado—la libertad individual del *homo oeconomicus*.

La pérdida de coherencia de la narrativa keynesiana por causa de la estanflación daría lugar a una etapa global de «financiarización» de las economías occidentales. Ciertamente, a partir de los años ochenta se observaría un «creciente protagonismo de los intereses financieros, los mercados financieros, [...] y las instituciones financieras en el funcionamiento de la economía nacional e internacional»<sup>5</sup>. Dicho en términos críticos, se trataría de un fenómeno cultural de mercantilización de la vida social que legitimaría el protagonismo de los actores financieros en todas las esferas de la realidad (incluida la esfera política). Incluso es posible sostener que la financiarización se convirtió propiamente en «un estado de ánimo, un proyecto cultural en el que todo se [evaluaría] en función del valor pecuniario [...] [las personas pasarían de ser] ciudadanos de una nación [a]

---

<sup>5</sup> G.A. EPSTEIN, «Introduction: Financialization and the World Economy», en *Idem, Financialization and the World Economy*, Edward Elgar Publishing, Massachusetts, 2005, p. 3. Los acontecimientos históricos de las últimas décadas del siglo XX transformaron también la esencia de la banca privada, aumentando el nivel de riesgo intrínseco y reorientando el modelo de negocio hacia la obtención del beneficio por la vía especulativa. En particular, la banca privada abriría sus hojas de balance al flujo internacional de capital y los productos financieros negociados en los mercados globales. La globalización financiera fomentó la configuración de redes de intermediación cada vez más complejas y opacas, generadas mediante instrumentos y operaciones de financiación experimentales, p.ej. los productos derivados o la titulación. Es ilustrativo recordar, al respecto, que la emisión de la primera Obligación de Deuda Garantizada (CDO por sus siglas en inglés, *Collateralized Debt Obligation*) se produjo en el año 1987 (R. DORE, «Financialization of the global economy», *Industrial and Corporate Change*, vol. 17, núm. 6, diciembre, 2008, pp. 1097–1112, p. 1100). En 1999, el ex presidente de la Reserva Federal de Estados Unidos, Alan Greenspan, enfatizaba los beneficios de los derivados financieros para el crecimiento económico, así como las virtudes del mercado (eficiente) en la distribución del riesgo hacia el inversor más preparado: «[t]he reason that growth has continued despite adversity, or perhaps because of it, is that these new financial instruments are an increasingly important vehicle for unbundling risks. These instruments enhance the ability to differentiate risk and allocate it to those investors most able and willing to take it» [A. GREENSPAN, «Financial Derivatives», *Speech to the Futures Industry Association*, Boca Raton, Florida, 19.3.1999. Disponible en: <https://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/1999/19990319.htm> (últ. consulta: 1.9.2023).

consumidores e inversores en el Estado competitivo»<sup>6</sup>. De manera que a la cuestión constitucional originaria del Estado continental de posguerra (i.e., el aumento de la complejidad social) se superpone el problema con proyección constitucional temporal de la credibilidad de sus políticas económicas nacionales (en especial, la política monetaria).

En este paradigma cultural, el objetivo primordial del Estado constitucional europeo —en cuanto que «Estado competitivo»— sería reducir las «sobrecargas sociales» y competir en el mercado internacional para atraer capital. Su instrumento principal de financiación consistiría en la emisión de los títulos de deuda soberana, para cuyo funcionamiento eficiente (esto es, con una baja prima de riesgo) el Estado necesitaría ganar la credibilidad de los actores económicos so pena de una sanción financiera en el mercado internacional de deuda (comúnmente identificada como «disciplina del mercado»).

Las dos condiciones *sine qua non* para la credibilidad de las políticas económicas nacionales se reconducirían, a partir de los años ochenta, al compromiso estatal con las finanzas públicas sanas y con la estabilidad de precios (léase un bajo nivel de inflación). En términos constitucionales, lo dicho se traduciría en la juridificación (o incluso constitucionalización) generalizada del principio de independencia técnica de la banca central y la normativización del objetivo prioritario de la estabilidad de los precios (alcanzable por el banco central a través de la modulación de los tipos de interés). Precisamente estas dos transformaciones conformarán el hilo conductor del presente capítulo, dando lugar a una contemplación de los fundamentos de la banca central independiente desde la categoría analítica del tiempo<sup>7</sup> (punto IV).

---

<sup>6</sup> P. HANSEN, «From Finance Capitalism to Financialization: A Cultural and Narrative Perspective on 150 Years of Financial History», *cit.*, p. 630.

<sup>7</sup> De manera pionera sobre la dimensión analítica temporal del constitucionalismo, P. HÄBERLE, *Tiempo y Constitución*, *cit.*

## II. El significado constitucional de la definición de la independencia técnica de la banca central desde la explicación de la ciencia económica

Un banco central es, ante todo, una institución económica. Para los fines que aquí conciernen, basta una definición de este último término en el sentido de componente esencial del mundo económico. Lo que interesa destacar por el momento es el atributo característico de este mundo en el marco de las sociedades capitalistas, en concreto, la racionalidad económica, que motivaría y explicaría toda acción humana. Según la narrativa económica ortodoxa (neoclásica)<sup>8</sup>, se trataría de una realidad que giraría en torno al problema de la escasez de los recursos, referido, en particular, a una diferencia constante entre las necesidades de los actores económicos y los recursos necesarios para satisfacerlas; de modo que la motivación esencial de toda acción residiría en la perpetua minimización de dicha diferencia (entre las necesidades y los recursos)<sup>9</sup>. En este contexto, el rostro estrictamente económico del banco central se definiría por su inserción en el microcosmos del *homo oeconomicus*, esto es, del agente racional con preferencias estables, orientado

---

<sup>8</sup> La economía neoclásica es el enfoque predominante hoy en la ciencia económica. De acuerdo con esta concepción, el análisis de la actividad económica se basa en las siguientes asunciones: todos los agentes económicos tienen preferencias racionales [al menos en la medida en que sus preferencias son transitorias y sus elecciones reflejan sus preferencias]; todos los consumidores buscan maximizar la utilidad; todas las empresas buscan maximizar el beneficio y todas las elecciones se realizan teniendo en cuenta las posibilidades del entorno económico específico en el que los actores interactúan (p.ej. la información disponible) (N. HASHIMZADE, G. MYLES, J. BLACK, «Neoclassical economics»; «Arrow–Debreu economy», en *Idem, A Dictionary of Economics*, Oxford University Press, Oxford, 2017).

Desde una perspectiva crítica, se ha señalado —entre otros aspectos— que este enfoque económico se construye sobre generalizaciones (basadas, a su vez, en suposiciones) en términos de «*ceteris paribus*». Como tal, la fuerza empírica de este modelo económico sería cuestionable. Véase, por todos, D.M. HAUSMAN, «Laws, Causation, and Economic Methodology», en H. KINCAID, D. ROSS (dirs.), *The Oxford handbook of philosophy of economics*, Oxford University Press, Oxford, 2009, pp. 35-54, esp. p. 41. Esta crítica es especialmente relevante para la comprensión de los bancos centrales contemporáneos, cuya defensa desde la ciencia económica ortodoxa se asienta sobre la premisa esencial de que «una autoridad monetaria independiente conlleva, *ceteris paribus*, un nivel más reducido de inflación». En cuanto a la formulación de la premisa económica de la banca central en los términos indicados, cfr. S.C.W. EIJJFINGER, J. DE HAAN, «The political economy of central bank independence», *Special Papers in International Economics*, núm. 19, mayo 1996, pp. 1-92.

<sup>9</sup> P. KEIZER, «The concept of Institution: Context and Meaning», *Tjalling C. Koopmans Research Institute, Discussion Paper Series* 08-22, 2008, p. 7.

siempre hacia el futuro y que persigue su propio interés, eligiendo, de entre todas las alternativas, la de mayor utilidad esperada para sí mismo<sup>10</sup>.

El interrogante principal que se plantearía desde esta perspectiva sería el siguiente: ¿qué papel juega un banco central en el universo del equilibrio general?<sup>11</sup> Según las asunciones del modelo económico neoclásico, el sistema de precios en un mercado de competencia perfecta<sup>12</sup> conseguiría redistribuir los bienes de manera óptima (i.e. satisfaciendo las preferencias y necesidades de los agentes, formadas racionalmente sobre criterios de utilidad) porque, según el principio económico del equilibrio general, el precio de un bien solo se fija cuando la cantidad de la oferta es igual a la cantidad de demanda (i.e., el llamado «punto de equilibrio»)<sup>13</sup>. ¿Cómo se justifica una autoridad monetaria dentro de un mercado que se identifica precisamente por su (presunta) estabilidad natural?

La respuesta desde la ciencia económica neoclásica se ha dividido en tres líneas argumentativas, que giran en torno a la necesidad general de garantizar la estabilidad de los precios dentro de una determinada comunidad política: el problema de la inconsistencia temporal, a su vez vinculado a la asunción económica de las expectativas racionales (punto II.1); la cosmovisión de la Escuela de la Elección Pública que promueve una analogía fundacional entre la dinámica política

---

<sup>10</sup> S. BLACKBURN, «Homo oeconomicus», en *Idem, The Oxford Dictionary of Philosophy*, Oxford University Press, Oxford, 3ª ed., 2016.

<sup>11</sup> El equilibrio general es un enfoque analítico de la economía desde el cual se analiza el equilibrio simultáneo de todos los mercados (sectores de actividad) de una economía competitiva. El equilibrio parte de una situación de competencia perfecta en el mercado y consistiría en un conjunto de precios que reflejaría cómo la demanda (derivada de la maximización de la utilidad de los consumidores) es igual a la oferta (derivada de la maximización del beneficio de las empresas), simultáneamente para todos los bienes del mercado. Este modelo de análisis se originó en la teoría de la «mano invisible» propuesta por Adam Smith (1723-1790), seguida por la contribución de Léon Walras (1834-1910); finalmente demostrándose la existencia efectiva de un equilibrio en los estudios de Kenneth Arrow (1921-2017) y Gerard Debreu (1921-2004). N. HASHIMZADE, G. MYLES, J. BLACK, «General Equilibrium»; «Arrow–Debreu economy», en *Idem, A Dictionary of Economics*, Oxford University Press, Oxford, 2017.

<sup>12</sup> Recordemos que la competencia perfecta es un tipo ideal de mercado en el que todos los actores económicos aceptan los precios como un dato, sin posibilidad de monopolizar algún sector económico.

<sup>13</sup> El punto de equilibrio es aquél donde la demanda es igual a la oferta; precisamente allí se situará el precio (esto es, el precio al que los consumidores estarán dispuestos a comprar el bien). Puesto que, a través del mecanismo (competitivo) de formación del precio, la oferta y la demanda se equilibran entre sí, se produce un estado de equilibrio general en el mercado.



y el intercambio comercial (punto II.2) y las instituciones contramayoritarias —al menos en lo que a política monetaria respecta— defendidas desde el pensamiento económico monetarista (punto II.3). Pronto se observa cómo una definición económica básica del banco central no se puede desprender, siquiera parcialmente, de la realidad político-constitucional.

De lo anterior deriva que, además de tratarse de un componente vital del mundo económico (neoclásico), una «institución económica» es, en sí misma, un puente de creación humana que conecta a la economía con la política y el derecho<sup>14</sup>. Avanzando en dicha definición, el banco central como institución económica constituiría una intromisión artificial en las interacciones económicas espontáneas, teniendo como finalidad crear orden y reducir la incertidumbre en el intercambio, maximizando su eficiencia<sup>15</sup>. Por lo tanto, la posición originaria del banco central (y de la estabilidad de la moneda) buscaría limitar las dinámicas espontáneas del mercado, en busca de una mayor eficiencia<sup>16</sup>.

---

<sup>14</sup> Al contrario, véase M. AGLIETTA, «Orden monetario y bancos centrales», *Cuadernos de Economía*, vol. XV, núm. 24, Bogotá, 1996, pp. 55-87, señalando que la banca central «no es una creación del Estado sino una creación institucional endógena al sistema de mercado» (p. 59), al surgir precisamente por contraposición a la banca libre con el fin de garantizar la confianza de la moneda (como medio de pago y unidad de cuenta).

El concepto de banca libre (*free banking* o *laissez faire* bancario) hace referencia principalmente a dos elementos: de un lado, a la falta de requisitos legales para acceder al mercado financiero, y de otro lado, a la necesidad de depósito de bonos por parte de la entidad de crédito en la Tesorería estatal a fin de que, en caso de insolvencia de la entidad financiera, el Estado los enajenara a terceros a cambio de liquidez (H. ROCKOFF, «The Free Banking Era: A Reexamination», *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 6, núm. 2, mayo, 1974, pp. 141-167, p. 141). La banca libre comprendida como «orden natural» nunca ha dejado de ser una alternativa viable, al menos en los términos teóricos de la Escuela Austriaca, cuyos líderes intelectuales han llegado incluso a reivindicar la abolición de los bancos centrales y el retorno al *free banking*. Recordemos que, para Friedrich Hayek, «el mundo del dinero y del crédito (junto con el lenguaje y la moral) es [...] un orden espontáneo»; dado que «el dinero es la más incomprendida de las instituciones económicas», resulta imposible «por naturaleza [...] facilitar predicción alguna acerca de la futura evolución de los acontecimientos» (F.A. HAYEK, *La fatal arrogancia. Los errores del socialismo*, Unión Editorial, Madrid, 1990, pp. 166 y 167); y, en cuanto a los bancos centrales, «una única institución estatal monopolista no puede poseer la información que gobierna la oferta de dinero ni tampoco, aunque supiera cómo debía actuar en interés general, estaría en situación de hacerlo», F.A. HAYEK, *La desnacionalización del dinero*, Folio, Barcelona, 1996, p. 104.

<sup>15</sup> N.C. DOUGLASS, «Institutions», *The Journal of Economic Perspectives*, vol. 5, núm. 1, 1991, pp. 97-112.

<sup>16</sup> La inserción de una autoridad monetaria independiente en la arquitectura estatal se ha vinculado asimismo con un mayor éxito en la transición democrática de los regímenes autoritarios. Véase S.C.W. EIJJFINGER, J. DE HAAN, «The political economy of central bank independence», *cit.*

## ***1. El problema de la Constitución y el tiempo en el ámbito de la política monetaria***

El argumento esencial en la ciencia económica para defender la independencia de los bancos centrales es la inconsistencia temporal. Este problema se define como una situación en la que el plan idóneo realizado en un momento dado por un responsable de la toma de decisiones deja de considerarse óptimo en un

---

Conviene señalar que algunos autores trataron, en la década de los setenta, de explicar la existencia imprescindible de las autoridades monetarias independientes a la luz de sus presuntos efectos benéficos sobre la volatilidad (a largo plazo) de la inflación, aunque sin llegar tan lejos como para defender una causalidad directa «banco central—índice de inflación reducido» (es decir, renunciando a emplear los términos de *ceteris paribus*). Este argumento partía de la siguiente hipótesis: la oscilación del índice de inflación —en una determinada comunidad política— dependerá, sistemáticamente, del grupo político predominante en el gobierno. Dicha hipótesis fue probada en un estudio empírico realizado en el año 1977 que, tras haber analizado datos agregados sobre las tasas de desempleo e inflación en relación con la orientación política de doce gobiernos de la Europa Occidental y de Estados Unidos en la época de posguerra, reveló una configuración recurrente de bajo desempleo—alta inflación en los Estados gobernados habitualmente por la izquierda y un patrón de alto desempleo—baja inflación en los sistemas políticos dominados por los partidos de centroderecha (D.A. HIBBS, «Political Parties and Macroeconomic Policy», *The American Political Science Review*, vol. 71, núm. 4, 1977, pp. 1467–1487). El núcleo de la cuestión residía en los efectos redistributivos de estos resultados económicos, siendo la clase media baja —que generalmente se orienta en el espectro político hacia la izquierda— la que se encontraría predispuesta a un sufrimiento relativo mayor que la clase media alta (mayoritariamente conservadora). El estudio concluía que, en general, los gobiernos solían adoptar políticas macroeconómicas que responderían no solo a intereses económicos objetivos, sino también —quizás, sobre todo— a las preferencias subjetivas de los grupos políticos, definidas por su base electoral.

Por otro lado, análisis empíricos similares han demostrado que algunos de los efectos redistributivos de la inflación —en perjuicio de los prestamistas (generalmente entre la clase media alta o alta), debido a la pérdida de poder adquisitivo del dinero que se les devuelve y, a la inversa, en beneficio de los prestatarios (clase media baja o baja)— motivarían la adopción de políticas monetarias expansivas por los gobiernos de izquierda e, inversamente, de políticas monetarias restrictivas por los de centroderecha. En consecuencia, y reflejando las consideraciones anteriores, la oscilación del índice de inflación (volatilidad) aumentaría de manera proporcional a la alternancia política izquierda-derecha en un gobierno determinado. De modo que se observaría en la autoridad monetaria central una capacidad significativa —derivada de su misma existencia— para impedir tal volatilidad de los niveles de inflación (A. ALESINA, J.M. MIRRLEES, M.J.M. NEUMANN, «Politics and Business Cycles in Industrial Democracies», *Economic Policy*, vol. 4, núm. 8, 1989, pp. 57–98).

Más recientemente, analizando el comportamiento electoral de los ciudadanos no solo según el nivel de ingresos de aquéllos sino también en función del nivel de estudios, H.P. KITSCHELT, P. REHM, «Polarity Reversal: The Socioeconomic Reconfiguration of Partisan Support in Knowledge Societies», *SAGE Journals*, 2022, pp. 1–47. Por último, interpretando el comportamiento electoral desde 1948 a 2020 en las democracias occidentales en el sentido de que los grupos de electores con alto nivel educativo tienen preferencias hacia los partidos políticos de «izquierda», mientras que aquellos con alto nivel de ingresos siguen votando a los partidos de «derecha»: A. GETHIN, C. MARTÍNEZ-TOLEDANO, T. PIKETTY, «Brahmin Left Versus Merchant Right: Changing Political Cleavages in 21 Western Democracies, 1948–2020», *World Inequality Lab – Working Paper*, núm. 15, 2021, pp. 1–48.

momento posterior en el tiempo. La inconsistencia temporal es comúnmente conocida en la teoría de los juegos, cuando un jugador pretende cambiar la estrategia elegida durante el juego. Por ejemplo, a fin de convencer a los trabajadores a aceptar aumentos salariales limitados, el gobierno podría anunciar una política monetaria restrictiva; sin embargo, una vez aceptados, el responsable en la toma de decisiones podría considerar preferible una política monetaria expansiva para impulsar la producción<sup>17</sup>.

La cuestión de la inconsistencia temporal fue analizada por primera vez en el contexto específico de la inflación por Kydland y Prescott<sup>18</sup>, aportación ganadora del Premio Nobel en la Economía en años posteriores (2004). Su innovación se enmarca en el ámbito intelectual de la teoría de las expectativas racionales. Lo dicho exige atender brevemente a los postulados de esta última teoría, desarrollada y aplicada por primera vez al modelo neoclásico del equilibrio general por Robert Lucas<sup>19</sup>.

Las expectativas racionales se basan en la premisa de que las personas utilizarían toda la información disponible para tomar decisiones económicas, superando así el paradigma de las expectativas adaptativas, según el cual los agentes formularían y modificarían constantemente sus predicciones a raíz de las experiencias más recientes (p.ej., si la tasa de inflación actual es más alta de lo que se esperaba, el agente revisará al alza sus expectativas sobre la tasa de inflación futura)<sup>20</sup>. Según el fundador de la teoría de las expectativas racionales, a fin de tomar decisiones económicas en un entorno caracterizado por la incertidumbre generalizada, los agentes llevarían a cabo un ejercicio racional —incluso intuitivo respecto del

---

<sup>17</sup> N. HASHIMZADE, G. MYLES, J. BLACK, «Dynamic inconsistency», en *Idem, A Dictionary of Economics*, Oxford University Press, Oxford, 2017.

<sup>18</sup> F.E. KYDLAND, E.C. PRESCOTT, «Rules rather than discretion: The inconsistency of Optimal Plans», *Journal of Political Economy*, núm. 85, 1977, pp. 473-491. Véase también G.A. CALVO, «On the time inconsistency of Optimal Policy in a Monetary Economy», *Econometrica*, núm. 46, 1988, pp. 1411-1428.

<sup>19</sup> J.R.E. LUCAS, T.J. SARGENT, «After Keynesian Macroeconomics», *Rational Expectations and Econometric Practice*, núm. 1, 1981, pp. 49-72, p. 60. Se trataba de una innovación que en el 1995 fue merecedora del Premio Nobel.

<sup>20</sup> N. HASHIMZADE, G. MYLES, J. BLACK, «Adaptive expectations», en *Idem, A Dictionary of Economics*, Oxford University Press, Oxford, 2017.

funcionamiento macroeconómico del mercado<sup>21</sup>—, sobre la base de variables determinadas, entre las cuales, la tasa de inflación futura, los cambios en los tipos impositivos, los programas de subsidios y ayudas del Estado y los potenciales cambios regulatorios aplicados al mercado.

En palabras de Lucas, en el paradigma de las expectativas racionales «all forms of ‘money illusion’ [esto es, percibir los cambios al alza en los tipos nominales como ganancias reales<sup>22</sup>] are rigorously excluded: all prices are market clearing, all agents behave optimally in light of their objectives and expectations, and expectations are formed optimally»<sup>23</sup>. Según la teoría aquí presentada, el equilibrio económico se conformaría por la suma de las decisiones privadas (que buscarían racionalmente maximizar el propio beneficio) y de las reglas políticamente establecidas, especificándose a su través los instrumentos regulatorios procedentes para cada estado de la economía.

De acuerdo con Robert Lucas, la evaluación normativa previa a la implementación de las reglas jurídicas debería integrar una comparación de las alternativas, teniéndose en cuenta su impacto en las expectativas privadas y, finalmente, al equilibrio económico<sup>24</sup>. El giro teórico introducido por este autor tendría consecuencias notorias sobre el desarrollo y la implementación de la política monetaria. En efecto, las expectativas de política monetaria influyen en las decisiones de consumo e inversión de los actores económicos y, por extensión, reflejan la credibilidad depositada por aquéllos en las decisiones de política monetaria del banco central. Por lo tanto, la óptima modulación de las expectativas por el banco central (sobre todo, a través de los tipos de interés y la comunicación sobre los cambios de política monetaria) garantiza la propia transmisión de la política monetaria y, por

---

<sup>21</sup> M.N. BAILY, «Discussion to M.L. WACHTER, S.M. WACHTER, ‘Institutional Factors in Domestic Inflation’», *Rational Expectations and Econometric Practice*, núm. 1, 1981 pp. 156-163, p. 156.

<sup>22</sup> N. HASHIMZADE, G. MYLES, J. BLACK, «Money illusion», en *Idem, A Dictionary of Economics*, Oxford University Press, Oxford, 2017.

<sup>23</sup> R.E. LUCAS, «Expectations and the Neutrality of Money», *Journal of economic theory*, vol. 4, núm. 2, 1972, pp. 103-124, p. 103.

<sup>24</sup> G. TABELLINI, «Finn Kydland and Edward Prescott's Contribution to the Theory of Macroeconomic Policy», *The Scandinavian Journal of Economics*, vol. 107, núm. 2, junio, 2005, pp. 203-216, p. 204.

consiguiente, la capacidad efectiva del banco central de cumplir con los objetivos de inflación establecidos<sup>25</sup>.

Por otro lado, las investigaciones de Lucas se han ocupado de manera específica de los efectos que los cambios en la oferta de dinero producirían en la economía real. La contribución primordial en este aspecto consistió en la introducción de una diferencia vital entre los cambios anticipados y no anticipados en las decisiones de política monetaria. En este sentido, se sostiene que las políticas monetarias expansivas anticipadas carecerían de eficacia porque los agentes económicos tendrían —previamente a su implementación— una expectativa racional de que estas efectivamente se aplicarían; con lo cual, en momentos de alta inflación, los trabajadores ejercerían una presión espontánea para incrementar los salarios y con ello, los precios.

Por el contrario, a fin de asegurar óptimamente un bajo nivel de inflación, el banco central debería comprometerse ex ante a detener cualquier crecimiento desproporcionado de la oferta monetaria; en pocas palabras, debería ser apto para convencer a los ciudadanos acerca de su poder de impedir una subida continuada de los precios. Por consiguiente, solo las «sorpresas monetarias» tendrían efectos sobre la economía real<sup>26</sup>.

---

<sup>25</sup> Es ilustrativo que, tras la Gran Crisis Financiera, el mecanismo de transmisión de la política monetaria hubiera incorporado oficialmente un nuevo canal de transmisión denominado «canal de las expectativas», que reconoce precisamente el hecho de que el banco central influye en la evolución de los precios a través de la orientación de las expectativas (existentes y potenciales) de los ciudadanos y del resto de los participantes en el mercado (tanto empresarios e inversores como trabajadores)<sup>25</sup>. En el manejo de este canal de transmisión de la política monetaria, los bancos centrales (también el BCE) asumen que los actores económicos formarán sus expectativas de manera racional. En este sentido, el entonces miembro de Comité Ejecutivo del BCE, José Manuel González-Páramo, señalaba en 2007 que «[t]he final impact of a policy move depends to a very large extent on its impact on expectations, *which increases the significance of credibility issues for monetary policy*. In this respect, as Mervin King (2005) has put it, “the real influence of monetary policy is less the effect of any individual monthly decision on interest rates and more the ability of the framework of policy to condition inflation expectations”. This is a statement that we can all agree with» [J.M. GONZÁLEZ-PÁRAMO, «Expectations and credibility in modern central banking: A practitioner’s view», Speech at the ECB Conference on «Inflation Targeting, Central Bank Independence and Transparency», Cambridge, 15.6.2007. Disponible en línea: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2007/html/sp070615.en.html> (últ. consulta: 1.9.2023); en referencia a M. KING, «Monetary policy: Practice ahead of theory», Mais Lecture, 2005; cursiva añadida].

<sup>26</sup> J.R.E. LUCAS, «Nobel lecture: Monetary neutrality», *Journal of political economy*, vol. 104, núm. 4, 1996, pp. 661-682, p. 679. Por lo demás, otros líderes teóricos de las expectativas racionales han

Volviendo al problema de la inconsistencia temporal, Kydland y Prescott avanzaron en la misma teoría propuesta por Robert Lucas, pero su contribución se distingue parcialmente de aquella en tanto en cuanto el foco de atención se traslada desde el momento de la evaluación normativa de las reglas alternativas, al proceso político de selección de las reglas y sus consecuencias sobre la credibilidad de las decisiones<sup>27</sup>. Se sostiene, fundamentalmente, que la elección política secuencial de reglas específicamente aplicables al sector económico —o, en términos de la teoría de los juegos, el cambio de estrategia a lo largo del juego— minaría la credibilidad del responsable en la toma de decisiones. Las implicaciones de esta cuestión son vitales para la política monetaria.

La falta de credibilidad de las decisiones políticas a los ojos de los agentes racionales —derivada de la posibilidad de cambiar las reglas en una secuencia posterior del proceso decisorio— requeriría la creación de una institución monetaria apta para asegurar la vinculatoriedad de los compromisos políticos en la materia. Desde esta perspectiva, el banco central —especialmente un banco central de orientación conservadora— conformaría un blindaje institucional respecto de las prioridades previamente establecidas (en este caso, bajo nivel de inflación). Con ello, se reduciría el margen de discrecionalidad coyuntural y se incrementaría —a través de la mera existencia del banco central— la credibilidad de la política monetaria<sup>28</sup>.

---

advertido sobre el peligro de un «dominio fiscal» sobre la política monetaria, en el cual el banco central se vería obligado por los responsables políticos a acomodar sus decisiones fiscales expansivas. De modo que, a mayor independencia de la autoridad monetaria, menor probabilidad de que esta proceda a la monetización de la deuda soberana; derivándose de ello, también, un menor nivel de inflación (T.J. SARGENT, N. WALLACE, «Some unpleasant monetarist arithmetic», *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, vol. 5, núm. 3, 1981, pp. 1-17).

<sup>27</sup> G. TABELLINI, «Finn Kydland and Edward Prescott's Contribution to the Theory of Macroeconomic Policy», *The Scandinavian Journal of Economics*, vol. 107, núm. 2, junio, 2005, pp. 203-216, p. 204.

<sup>28</sup> R.J. BARRO, D. GORDON, «Rules, discretion and reputation in a model of monetary policy», *Journal of Monetary Economics*, núm. 12, 1983, pp. 101-121; K. ROGOFF, «The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target», *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 100, núm. 4, noviembre, 1985, pp. 1169-1189.

## 2. *El modelo de libertad del homo oeconomicus*

La *Public Choice School* es una corriente económica de pensamiento surgida a finales de los años cincuenta en el marco de la Universidad de Virginia de los Estados Unidos. Sus líderes intelectuales son James M. Buchanan y Gordon Tullock<sup>29</sup>, genéricamente incluidos entre los economistas de la Escuela de Chicago<sup>30</sup>. En síntesis, lo que defienden los autores afiliados teóricamente a la Universidad de Chicago se refiere a los siguientes aspectos: el interés particular como explicación de toda acción económica; los beneficios del libre mercado; la ineficiencia —e incluso perjuicio económico— de cualquier intento gubernamental de regular la economía y, por último, la relevancia de la oferta monetaria para determinar la inflación<sup>31</sup>.

Se identifican tres pilares metodológicos de la Escuela de la Elección Pública: la racionalidad económica, el individualismo y la política entendida como un proceso de intercambio análogo al mercado. En particular, esta teoría persigue aplicar la racionalidad económica (propia del mercado) a la esfera de la política<sup>32</sup>, con el fin de demostrar cómo la búsqueda del beneficio personal —rasgo intrínseco de todo actor racional, en este caso los representantes políticos y burócratas— condicionaría la toma de decisiones colectivas. Según dicho programa de investigación, el comportamiento del individuo a la hora de enfrentarse a las alternativas políticas no diferiría en absoluto de su conducta en el ámbito económico.

La diferencia esencial entre la elección individual y la colectiva consistiría en que la segunda requeriría más de un agente decisorio, mientras que la decisión en sí no se puede extender a más de una alternativa final. De esta forma, toda elección colectiva tendría un coste inherente, que superaría la mera suma del coste individual

---

<sup>29</sup> Como documento programático de la Escuela de la Elección Pública, véase J.M. BUCHANAN, G. TULLOCK, *The Calculus of Consent: Logical Foundations of Constitutional Democracy*, University of Michigan Press, Indianapolis, [1962] 2ª ed., 1999. Sin embargo, los propios autores identifican su antecedente directo el pensamiento del economista escocés Duncan Black, p. 132. En particular: D. BLACK, *The Theory of Committees and Elections*, Cambridge University Press, Cambridge, 1958.

<sup>30</sup> A pesar de que el reconocimiento oficial de la llamada «Escuela de Chicago» hubiese ocurrido dos décadas más tarde, en el contexto de estanflación y la reorganización del sistema monetario internacional tras la renuncia americana a los acuerdos de Bretton Woods.

<sup>31</sup> N. HASHIMZADE, G. MYLES, J. BLACK, «Chicago School», en *Idem, A Dictionary of Economics*, *cit.*

<sup>32</sup> J.M. BUCHANAN, G. TULLOCK, *The Calculus of Consent*, *cit.*, esp. pp. 16 y ss.

de cada decisión; principalmente porque a los costes naturales de toda elección individual (tiempo y energía) se añadirían el tiempo y la energía invertidos en la negociación con el resto de los agentes implicados<sup>33</sup>.

En este contexto, la alternativa «deseable» —esto es, benéfica— para el conjunto de los agentes decisorios solo se podría extraer tras un proceso de evaluación concreta de los «costes del consenso», que se desarrollaría después de que cada uno de los participantes hubiera identificado individualmente la elección más beneficiosa para sí<sup>34</sup>. Dos consideraciones adicionales cierran el mapa teórico de la *Public Choice School*. Por un lado, los costes del acuerdo aumentarían de manera proporcional a la suma de los agentes inmersos en el proceso de elección colectiva<sup>35</sup>. Por otro lado, los costes de la decisión colectiva solo se podrían eliminar por medio de la regla de la unanimidad, en los casos en los que la acción conjunta resultara óptima para modular o compensar las externalidades negativas del mercado<sup>36</sup>.

El pensamiento de la *Public Choice School* de Buchanan fue evolucionando en las posteriores décadas hacia una «Economía Política Constitucional»<sup>37</sup>, cuyo objetivo primordial sería el de revertir la «ignorancia constitucional», o lo que es lo mismo, comprender el diseño básico de las instituciones fundamentales y su capacidad para condicionar los contornos de las decisiones individuales, a fin de poder elegir entre las distintas alternativas sobre una base más sólida de conocimiento<sup>38</sup>. Para este objetivo, los autores enfatizan la relevancia de «las reglas (jurídicas) de juego», atribuyéndoles un carácter semipermanente debido a su prolongación vital que tiende a superar la duración de las decisiones de la «política ordinaria»<sup>39</sup>. De esta forma, la Economía Política Constitucional propone emplear su bagaje metodológico a fin de descubrir las razones que subyacen a las reglas de

---

<sup>33</sup> *Ibid.*, p. 68.

<sup>34</sup> *Ibid.*, pp. 96-98.

<sup>35</sup> *Ibid.*, p. 68.

<sup>36</sup> *Ibid.*, pp. 85 y ss.

<sup>37</sup> G. BRENNAN, J.M. BUCHANAN, *The reason of rules. Constitutional political economy*, Cambridge University Press, Cambridge, 1985.

<sup>38</sup> G. BRENNAN, J.M. BUCHANAN, *The reason of rules, cit.*, p. xi.

<sup>39</sup> *Ibid.*, p. 29.



juego, siendo este un paso previo indispensable para que todo actor racional sea capaz de evaluar las distintas alternativas de política ordinaria dirigidas a la regulación de la realidad económica.

El objetivo de esta propuesta se formula, según los autores, por contraste a la aproximación metodológica de los economistas samuelsonianos del momento<sup>40</sup>, presuntamente comprometidos exclusivamente con la realización de recomendaciones político-normativas; en otras palabras, los economistas samuelsonianos emplearían el análisis económico en un sentido instrumental a fin de condicionar la realidad política del momento. A diferencia de la Economía del Bienestar<sup>41</sup> —i.e., parte de la ciencia económica que se ocupa de los efectos de la actividad económica sobre el conjunto de la sociedad<sup>42</sup>, construida fundamentalmente sobre la premisa de que ciertos fallos del mercado exigirían la intervención estatal para su corrección—, el programa analítico de Buchanan se propone demostrar cómo un marco epistémico de la política análogo al *homo oeconomicus* transformaría los resultados de las decisiones colectivas ordinarias.

Al asumir, de entrada, que el proceso político de toma de decisiones se articula según la lógica del intercambio para asegurar el beneficio propio de los agentes (y no del conjunto de la sociedad), la Economía Política Constitucional derribaría las premisas de la Economía del Bienestar referidas a la capacidad de los actores políticos de identificar y responder a los supuestos fallos del mercado y reorientarlo —por medio de las correcciones jurídicas de los supuestos fallos del mercado— hacia una situación de equilibrio competitivo general. En este sentido, la Economía Política Constitucional propondría dar el paso desde un paradigma basado en el «*market-failure*» a un paradigma fundado en el «*government failure*»<sup>43</sup>: «there

---

<sup>40</sup> *Ibid.*, p. xi-xii.

<sup>41</sup> P.A. SAMUELSON, *Foundations of Economic Analysis*, Harvard Economic Studies, vol. LXXX, Cambridge, 1947.

<sup>42</sup> N. HASHIMZADE, G. MYLES, J. BLACK, «Welfare Economics», en *Idem*, *A Dictionary of Economics*, *cit.*

<sup>43</sup> R.A. CANDELA, «Public Choice: The Virginia School», en A. MARCIANO, G.B. RAMELLO (eds.), *Encyclopedia of Law & Economics* (eds.), Springer, New York 2018, pp. 1712-1719, p. 1716.

is no necessary presumption that simply because markets are imperfect, political processes will work better»<sup>44</sup>.

El rechazo de una concepción orgánica en el proceso de toma decisiones (que llevaría, en los términos de la Economía del Bienestar, a la búsqueda del resultado distributivo más óptimo a nivel de la sociedad, esto es, el bien común o utilidad social, en lugar del beneficio individual) y la atención hacia el diseño del «entorno constitucional» en el cual se materializan las preferencias individuales plantean un interrogante esencial para la Economía Política Constitucional: ¿por qué deciden los actores económicos implementar «reglas de juego» y autolimitar, de esta forma, su comportamiento futuro? Fundamentalmente, porque, según los autores, en el nivel de acuerdo sobre las normas constitutivas existiría una predisposición del individuo para apartarse del cálculo racional empleado en el nivel de la política ordinaria.

En este contexto, el agente podría «racionalmente preferir una regla que, en determinadas ocasiones, produjera resultados opuestos a sus propios intereses» si previera que, en la secuencia de decisiones que tendría que tomar en el futuro (de acuerdo con el entorno institucional convenido), sus intereses se verían más favorecidos<sup>45</sup>. En el momento de acordar las reglas de juego, el individuo se encontraría —en palabras de Buchanan— detrás de un «velo de incertidumbre»<sup>46</sup>, desconociendo de esta forma los efectos de una regla (constitutiva) sobre sus intereses concretos en un determinado instante. En suma, la etapa originaria de ingeniería constitucional (el establecimiento de las reglas de juego) se asienta sobre la presunción de una alta probabilidad de acuerdo entre los agentes racionales, ya que la extensa duración de una regla —a diferencia de una decisión de política institucionalizada— conseguiría garantizar, en un cierto momento de la secuencia de decisiones futuras, un beneficio personal para cada participante de la vida económica

---

<sup>44</sup> G. BRENNAN, J.M. BUCHANAN, *The reason of rules. Constitutional political economy, cit.*, p. 116.

<sup>45</sup> J.M. BUCHANAN, «The Constitution of Economic Policy», *Science*, vol. 236, 1987, pp. 1433-1436, p. 1434.

<sup>46</sup> *Ibid.*, p. 1435.

o política de la comunidad<sup>47</sup>. ¿En qué nivel encajarían, entonces, las decisiones relativas a la moneda?

En la atmósfera intelectual de la Escuela de Virginia, la cuestión monetaria representa un pilar esencial para la coordinación social eficiente, elaborándose una defensa a favor de las reglas constitutivas claras que vinculen a los responsables de la política monetaria. Se aboga, al respecto, por la necesidad de una «constitución monetaria», aunque ciertamente no una constitución monetaria específica. Por otro lado, en lugar de acudir al término comúnmente empleado de «estabilidad monetaria», Buchanan se refiere a la «previsibilidad monetaria», definiéndola como un «equilibrio monetario continuo» que tendría como finalidad asegurar el igual poder adquisitivo de una unidad monetaria y permitir a los agentes económicos coordinar con mayor éxito sus actividades de intercambio<sup>48</sup>.

Indudablemente, el sentido atribuido a la previsibilidad monetaria en la visión buchanaiana supera las fronteras estrictas de la vida económica, adquiriendo un significado fundacional para la misma realidad político-constitucional: la seguridad futura respecto del valor estable del dinero supondría un requisito indispensable para la propia existencia del intercambio económico y para el orden político en su conjunto. Sin embargo, no se trataría de un «bien público» en el sentido de la Economía del Bienestar (i.e., bienes que no son excluibles o rivales), sino de un bien cuya constitucionalización justificaría el propio paso desde la anarquía típicamente hobbesiana (o el estado de naturaleza) al Estado. Solo en el marco de un régimen de estabilidad jurídica, garantizado por los derechos de propiedad, los contratos y el (valor estable del) dinero, los agentes interactuarían económicamente, generando a través de esta actividad un orden que, a su vez, produciría y distribuiría un valor determinado en función de las elecciones individuales<sup>49</sup>.

---

<sup>47</sup> *Ibid.*

<sup>48</sup> J.M. BUCHANAN, «Chapter VI. Predictability: The Criterion of Monetary Constitutions», en L.B. YEAGER, *In Search of a Monetary Constitution*, Harvard University Press, Cambridge, MA and London, England, [1962] 2013, pp. 155-183, p. 161.

<sup>49</sup> J.M. BUCHANAN, «The constitutionalization of money», *Cato Journal*, núm. 30, 2010, pp. 251-258.

El salto de la anarquía se produce, para Buchanan, en el momento en el que los agentes racionales seleccionan el conjunto de restricciones autoimpuestas y las instituciones que garantizarán su cumplimiento (es decir, la constitución de las reglas de juego o «constitutional constraints»)<sup>50</sup>. De este modo, la existencia de una autoridad monetaria vendría requerida por el propio momento fundacional en el que se trazan las fronteras de la política ordinaria (o «postconstitucional»)<sup>51</sup>. En efecto, la imposibilidad de interactuar económicamente sin una mínima «previsibilidad» monetaria justificaría la institucionalización de una autoridad (independiente) que asegure este bien común.

Tal justificación de la banca central se comprende aún mejor cuando se recuerda la definición buchanaiana de la política, como un proceso de intercambio análogo al mercado. Ciertamente, al tratarse de un pilar metodológico de la Escuela de la Elección Pública, la necesaria ordenación de la vida política según las motivaciones propias del *homo oeconomicus* conlleva una evidente presunción de manipulación política de la moneda para fines electorales, de manera que el nivel «postconstitucional» nacería «encadenado» en lo que respecta a la garantía de este bien público. Considerando que la tentación del «dinero fácil» (i.e., la expansión de la masa monetaria en tiempos electorales con el fin de aumentar el acceso al crédito de los ciudadanos y crear una imagen superficial de crecimiento económico, consiguiéndose, de este modo, una incrementada base electoral) es inherente al nivel de la política institucionalizada, y que el aumento de la oferta monetaria en tiempos electorales representa una herramienta vital para nutrir la legitimidad social a corto plazo de los representantes políticos, se deduce que la política monetaria debe hallarse fuera de la esfera de decisión ordinaria:

«The most important, and surely the most difficult, step in any meaningful constitutionalization of money is the achievement of general public recognition that the value of the monetary unit is, and is expected to be, stable and, hence predictable as a parameter for economic transactions. This value must be understood to be outside of and

---

<sup>50</sup> J.M. BUCHANAN, «The constitutionalization of money», *cit.*, p. 252.

<sup>51</sup> *Ibid.*

beyond the choice set of any participant in the economy, including members of the political coalitions who make budgetary decisions»<sup>52</sup>.

Indudablemente, la constitución monetaria defendida por la Escuela de Virginia representa un manifiesto contra el «dinero fácil». Se podría hablar incluso de una obsesión buchanaiana por combatir las propuestas económicas que abogan por el aumento «gratuito» del volumen monetario, es decir, sin una simultánea compensación tributaria con evidente coste electoral<sup>53</sup>. De manera que la mera existencia de una autoridad monetaria establecida en el momento fundacional del Estado contribuiría a reducir la posibilidad de incrementar temporalmente la base monetaria y, por consiguiente, asegurar un nivel reducido de inflación. Según los defensores de la Escuela de la Elección Pública, cuanto más protegido (de las presiones políticas) se encontrase el banco central, más previsible sería el valor de la unidad monetaria y, por consiguiente, mayor la confianza de los agentes racionales para adentrarse en el tráfico económico.

Sin embargo, a los efectos mencionados, no bastaría con una independencia nominal del banco central. Según Buchanan, convendría, además, tener en cuenta que la presión por aumentar los índices de crecimiento de la base monetaria no solo se ejerce desde la opinión pública y los medios de comunicación sobre los responsables políticos, sino también indirectamente y de manera constante sobre los bancos centrales: «'easy money' is also 'easy' for the monetary manager; 'tight money' is extremely unpleasant for him»<sup>54</sup>.

Finalmente, los líderes teóricos de la Economía Política Constitucional señalan que, por la propia naturaleza humana, el responsable de la toma de decisiones monetarias —sea este un responsable político o una autoridad independiente— estará inevitablemente sometido a la lógica de maximización del beneficio propio<sup>55</sup>.

---

<sup>52</sup> J.M. BUCHANAN, «The constitutionalization of money», *cit.*, p. 257.

<sup>53</sup> Una prueba clara de lo expuesto, en J.M. BUCHANAN, R.E. WAGNER, *The Collected Works of James M. Buchanan. Vol. 8. Democracy in deficit: The political legacy of Lord Keynes*, Liberty Fund, Indianapolis, [1977], 2000. El descrédito del «easy money» aparece formulado de manera repetida, p.ej., pp. 44, 86, 122 y ss.

<sup>54</sup> J.M. BUCHANAN, R.E. WAGNER, *Democracy in deficit, cit.*, p. 122.

<sup>55</sup> *Ibid.*

De ahí que las propuestas de la Escuela de Virginia se dirijan al refuerzo de la independencia personal y funcional de los bancos centrales, asegurando los autores que un mayor nivel de independencia en dichos aspectos conseguiría reducir, en el ámbito específico de la política monetaria, los inherentes riesgos de una cosmovisión individual basada en el *homo oeconomicus*.

### **3. Las instituciones contramayoritarias como respuesta**

El enfoque analítico hacia el rostro específicamente económico del banco central no puede perder de vista la aportación pionera de Milton Friedman, que llegaría a justificar la institución monetaria independiente a partir de la lógica político-constitucional contramayoritaria. En sus propuestas, Friedman no solo buscaría eliminar el riesgo de un ejercicio irresponsable (léase inflacionista) de la política monetaria, sino salvar a la comunidad política de los efectos dañinos de la alternancia política: el incremento y la disminución recurrente de la oferta monetaria con el fin de acomodar las visiones políticas de la mayoría coyuntural quebrantarían la mínima estabilidad (empezando por la monetaria) para la coordinación social.

Conviene resaltar dos aspectos introductorios relacionados con el razonamiento económico subyacente al evidente significado político-constitucional de la contribución de Friedman<sup>56</sup>. En primer lugar, el contexto histórico en el que Friedman formularía tal propuesta; en segundo lugar, el protagonismo que ocuparía

---

<sup>56</sup> Merece la pena recordar que Friedman no ha sido siempre un «monetarista» (en el sentido de adscribirse a la teoría cuantitativa del dinero). Al contrario, su primera declaración oficial al respecto se sitúa en el año 1952: «The primary task of our monetary authorities is to promote economic stability by controlling the stock of money...[M]onetary policy should be directed exclusively toward the maintenance of a stable level of prices». Para ello, se basaba en el reciente descubrimiento empírico de una fuerza predictiva considerable de la variable «velocidad del dinero» (i.e., la frecuencia con la que la unidad monetaria se utiliza para comprar bienes y servicios en un periodo de tiempo determinado). R.L. HETZEL, «The contributions of Milton Friedman to Economics», *FRB Richmond Economic Quarterly*, vol. 93, núm. 1, 2007, pp. 1-30, pp. 10-11.

En cuanto al significado de la regla monetarista que limita al banco central como potencial bloqueo de toda capacidad de ajuste en tiempos de recesión económica, ver el debate: W.W. HELLER, «Is Monetary Policy being Oversold?», en M. FRIEDMAN, W.W. HELLER, *Monetary vs. Fiscal Policy*, W.W. Norton & Company, New York, 1969, pp. 13-43, p. 28. Disponible en: [https://fraser.stlouisfed.org/files/docs/meltzer/monetary\\_fiscal\\_friedman\\_1969.pdf](https://fraser.stlouisfed.org/files/docs/meltzer/monetary_fiscal_friedman_1969.pdf) (últ. consulta: 1.9.2023). En cuanto a la Escuela de Chicago, Sage Research on Neoliberalism, Cap. 8 (esp. pp. 105 ss.).

la política monetaria —junto con una autoridad monetaria independiente— en revertir lo que, para ese momento histórico, supuso un enigma empírico.

Es bien sabido que, a principios de los años setenta, las economías capitalistas se vieron sumergidas en una situación económica inédita de estanflación, i.e., altos niveles de desempleo y de inflación, unidos a un crecimiento económico reducido. Para Milton Friedman y los llamados «monetaristas», lo novedoso de este fenómeno consistía sobre todo en la coincidencia de los dos primeros elementos, ya que tal simultaneidad contradecía las asunciones prevalentes en la ciencia económica de posguerra de una curva de Phillips estable.

Esta última se asocia al economista neoclásico (de orientación keynesiana) William Phillips, cuyo estudio empírico de 1958<sup>57</sup> referido a Gran Bretaña apoyaba la hipótesis de una relación inversa estable (permanente) entre las tasas de inflación y desempleo, advocating por la exigencia de un *trade-off* constante entre los dos elementos, a su vez sometido a la decisión coyuntural de los representantes políticos. Conexamente, según este autor, existiría una relación negativa estable entre el nivel de desempleo y la tasa de variación salarial, es decir, los niveles altos de desempleo irían acompañados de una caída de los salarios nominales, mientras que los niveles bajos de desempleo conllevarían su aumento<sup>58</sup>.

La contribución de Friedman supuso una revisión fundamental de la hipótesis explicada, defendiendo la aplicación del modelo Phillips solo a corto plazo; en otras palabras, demostraría la inexistencia de una relación causal estable a largo plazo entre la inflación y el desempleo y, por ende, la ineficacia de la política monetaria expansiva para producir un crecimiento económico. Al revés, una política monetaria expansiva solo produciría una incrementada inflación a largo plazo. En palabras del ganador del Premio Nobel de Economía de 1976, a largo plazo se observaría la transitoriedad

---

<sup>57</sup> A.W. PHILLIPS, «The relation between unemployment and the rate of change of money wage rates in the United Kingdom, 1861-1957», *Economica*, vol. 25, núm. 100, 1956, pp. 283-299. Sin embargo, véase también, I. FISHER, «I Discovered the Phillips Curve: A Statistical Relation between Unemployment and Price Changes», *Journal of Political Economy*, vol. 81, núm. 2, 1973, pp. 496-502.

<sup>58</sup> A.W. PHILLIPS, «The relation between unemployment and the rate of change of money wage rates in the United Kingdom, 1861-1957», *cit.*, p. 283.

(que podría durar incluso décadas) de la curva de Philips estable, provocada por la adecuación a la nueva realidad tanto de las expectativas de los agentes económicos racionales (respecto del nivel de inflación y desempleo del futuro) como de los compromisos institucionales y políticos<sup>59</sup>: «[t]he temporary trade-off comes not from inflation per se, but from unanticipated inflation»<sup>60</sup>.

Dicho de otro modo, «el largo plazo se convierte en el intervalo de tiempo necesario para que el público ajuste sus expectativas en respuesta a una mayor tasa de inflación»; de ahí que, siempre a largo plazo (dada la continua adaptación de las expectativas a los niveles crecientes de inflación), y justamente debido a dicha separación entre el corto y largo plazo, Friedman llegaría a defender una «neutralidad» del dinero a largo plazo<sup>61</sup>, i.e., el crecimiento de la oferta cuantitativa de dinero (expansión monetaria) no tiene asociados ningunos cambios proporcionales en las variables reales (el empleo y la producción), y solo produce efectos de impuesto inflación (esto es, la pérdida de poder adquisitivo de los actores económicos que, a nivel práctico, sería análoga a un impuesto fiscal del gobierno porque produce una reducción similar de la capacidad adquisitiva de los ciudadanos)<sup>62</sup>. En otras palabras, la lógica constitucional de la alternancia política en la materia monetaria no tiene sentido económico más allá de provocar inflación, sea a corto o a largo plazo. Tampoco desinflar políticamente el aumento de los precios iniciados con un gobierno anterior sería beneficioso para la sociedad, ya que se trataría de un remedio peor que la «enfermedad» inicial (inflación), esto es, inestabilidad monetaria provocada por la volatilidad del índice de inflación.

Milton Friedman admitía que un alto nivel de inflación no habría de resultar de una política monetaria deliberada al respecto, sino que surgiría como consecuencia indirecta de otras decisiones de política económica; particularmente,

---

<sup>59</sup> M. FRIEDMAN, «Nobel Lecture: Inflation and Unemployment», *Journal of Political Economy*, vol. 85, núm. 3, 1977, pp. 451–72, p. 464.

<sup>60</sup> M. FRIEDMAN, «The role of monetary policy», *American Economic Review*, núm. 58, marzo, 1968, pp. 1–17, p. 11.

<sup>61</sup> R.L. HETZEL, «The contributions of Milton Friedman to Economics», *cit.*, p. 18.

<sup>62</sup> N. HASHIMZADE, G. MYLES, J. BLACK, «Neutrality of money»; «Inflation tax», en *Idem, A Dictionary of Economics*, Oxford University Press, Oxford, 2017.



las políticas expansivas de germen keynesiano destinadas al pleno empleo y a la consolidación del Estado social. No obstante, y a pesar de los beneficios sociales de tales políticas —al menos para los que aceptaran su pertinencia teórica en una sociedad «verdaderamente» libre—, la presión ciudadana por una intervención pública en garantía de la estabilidad monetaria sería inevitable a largo plazo. En definitiva, sería aquel péndulo a largo plazo de medidas pro y contra-inflacionistas —o, lo que es lo mismo, la variación del índice de inflación (volatilidad— el que provocaría la presión social por un banco central independiente:

«[the constituents] may welcome many of the side effects of inflation but are still wedded to the concept of stable money. A burst of inflation produces strong pressure to counter it. Policy goes from one direction to the other, encouraging wide variation in the actual and anticipated rate of inflation. [...] Some groups gain (e.g., homeowners); others lose (e.g., owners of saving accounts) [...] The capacity of any government to govern is reduced at the same time that the pressure for strong action grows»<sup>63</sup>.

En un texto publicado en 1962<sup>64</sup>, Friedman plasmaría las bases intelectuales de esencia monetarista —en oposición al keynesianismo— en defensa del banco central independiente. Se trataba, además, de un modelo específico de banca central, que carecería de la discrecionalidad que se le había otorgado a este órgano en la primera mitad del siglo XX en diversas jurisdicciones del mundo occidental.

Tras analizar las limitaciones de un sistema monetario «automático» basado en el dinero mercancía, es decir, el uso de una determinada mercancía como dinero (p. ej., oro, plata o incluso cigarrillos)<sup>65</sup>, Friedman se centraba en los beneficios y deficiencias de una institución monetaria independiente con amplia discrecionalidad en el ejercicio de sus funciones. Señalaba el autor que, a pesar de la esencia económica de este órgano, los beneficios por excelencia de su creación partirían de una exigencia política:

---

<sup>63</sup> *Ibid.*

<sup>64</sup> M. FRIEDMAN, «Should there be an independent monetary authority?», en L.B. YEAGER (ed.), *In search of a Monetary Constitution*, Harvard University Press, Cambridge, 1962, pp. 219-243.

<sup>65</sup> En particular, el surgimiento espontáneo del dinero fiduciario que coexistiría con el dinero mercancía, forzando de esta forma la intervención —siquiera mínima— del gobierno. En adición, «once fiduciary elements have been introduced, the temptation for government itself to issue fiduciary money is almost irresistible». M. FRIEDMAN, «Should there be an independent monetary authority?», *cit.*, pp. 220, 222. En cualquier caso, señala este autor que el modelo «automático» del dinero mercancía nunca existió en la práctica, *Ibid.*, p. 223.

«The device of an independent central bank embodies the very appealing idea that it is essential to prevent monetary policy from being a day-to-day plaything at the mercy of every whim of the current political authorities»<sup>66</sup>.

A continuación, Milton Friedman destacaba dos límites «técnicos» inherentes de un banco central independiente dotado de discrecionalidad. Se trataría, en primer lugar, de la dependencia histórica de la personalidad de cada gobernador determinado del banco central, que sometería la política monetaria a una trayectoria «accidental» e incierta<sup>67</sup>. En segundo lugar, de la vinculación intrínseca —sobre todo, indebida— de los bancos centrales (discrecionales) con el sistema bancario privado; objetando, al respecto, la existencia de una diferencia esencial entre la creación estricta del dinero (política monetaria) y la concesión del crédito (política crediticia)<sup>68</sup>. En pocas palabras, el autor criticaba la presunta contaminación del órgano monetario a causa de la ontología económica del momento, introducida en la vida (macro)económica por la «revolución keynesiana» del período de entreguerras. Como consecuencia de aquélla, los bancos centrales se habrían visto empujados a poner demasiado énfasis en los efectos crediticios de sus políticas —ámbito que correspondería, en realidad, a los mercados de crédito dominados por la comunidad de los banqueros privados— e insuficiente atención a los efectos monetarios de dichas políticas<sup>69</sup>.

En este contexto, se preguntaba el autor, ¿cómo establecer un sistema monetario que fuera apto para apartarse tanto de la manipulación política (gubernamental) como de la «rule of men» (los expertos monetarios independientes),

---

<sup>66</sup> *Ibid.*, p. 224.

<sup>67</sup> Sobre la influencia de la personalidad de los gobernadores de la Reserva Federal de los Estados Unidos en el diseño de la política monetaria, con una aproximación histórica, véase el estudio de P. CONTI-BROWN, «Central banking and institutional change in the United States: punctuated equilibrium in the development of money, finance and banking», en P. CONTI-BROWN, R.M. LASTRA (eds.), *Research Handbook on Central Banking*, Edward Elgar Publishing, Cheltenham / Northampton, 2018, pp. 6-33. Para un análisis empírico que defiende la relevancia de la personalidad del gobernador predominantemente en tiempos de crisis, y no como regla, cfr. P.L. SIKLOS, *The changing face of central banking: Evolutionary trends since World War II*, Cambridge University Press, Cambridge, 2002, esp. pp. 82-127.

<sup>68</sup> M. FRIEDMAN, «Should there be an independent monetary authority?», *cit.*, esp. p. 236.

<sup>69</sup> *Ibid.*, p. 238.

a fin de garantizar el objetivo de una sociedad libre?<sup>70</sup> Su respuesta es bien conocida hoy, al haberse implementado en la mayoría de las democracias constitucionales occidentales desde los años ochenta: el establecimiento de reglas jurídicas y la renuncia a la discrecionalidad monetaria. No obstante, la solución monetarista no acaba en la mera defensa de las reglas, al entenderse que incluso un objetivo de crecimiento estable de los precios otorgaría demasiada discrecionalidad al banco central.

Por el contrario, la contribución de este economista (y de la línea de pensamiento que le seguiría) consistió en la restricción prescriptiva de la política monetaria a la garantía de un aumento estable de la masa monetaria (incluyéndose aquí los depósitos bancarios); aumento que debería fijarse, preferiblemente, en una tasa de entre el tres o cinco por ciento anual<sup>71</sup>. Es evidente que la fuerza normativa de la propuesta de Milton Friedman va más allá de la mera «encadenación» prescriptiva del banco central, alcanzando una función última de estabilización de las expectativas de los actores económicos y sociales<sup>72</sup>. Todo ello, a fin de permitir el funcionamiento eficiente del sistema de precios capitalista, único «piloto automático» capaz de asignar óptimamente la riqueza y «liberar» a la sociedad de las intromisiones gubernamentales injustificadas:

«The automatic pilot is the price system. It isn't perfectly flexible, it isn't perfectly free, but it has a good deal of capacity to adjust. [...] But if an automatic pilot is going to work, if you're going to have the market system work, it has to have some basic, stable framework. It has to have something it can count on. And the virtue of a fixed rule, of a constant rate of increase in the quantity of money, is that it would provide such a stable monetary framework»<sup>73</sup>.

---

<sup>70</sup> *Ibid.*, pp. 220, 239.

<sup>71</sup> *Ibid.*, p. 242.

<sup>72</sup> M. FRIEDMAN, «Should there be an independent monetary authority?», *cit.*, pp. 239-241.

<sup>73</sup> M. FRIEDMAN, «Reply to Walter Heller», en M. FRIEDMAN, W.W. HELLER, *Monetary vs. Fiscal Policy*, W.W. Norton & Company, New York, 1969, pp. 71-80, pp. 77-78. Disponible en: [https://fraser.stlouisfed.org/files/docs/meltzer/monetary\\_fiscal\\_friedman\\_1969.pdf](https://fraser.stlouisfed.org/files/docs/meltzer/monetary_fiscal_friedman_1969.pdf) (últ. consulta: 1.9.2023).

### III. La respuesta metodológica desde el principio democrático. La legitimidad funcional

Desde la perspectiva metodológica, el problema de la inconsistencia temporal daría lugar a la teoría político-constitucional de la delegación. Es evidente que en el período de juridificación del principio de independencia de la banca central, la teoría de la delegación del poder no supuso en sí misma una novedad teórica. El componente innovador residió precisamente en el ámbito analítico de aplicación de este marco teórico, en particular, el llamado *Administrative state* estadounidense, la Unión Europea y las instituciones técnicas no mayoritarias (*Non Majoritarian Institutions*, NMIs); entre ellas, el banco central.

Las páginas que siguen se ordenan en dos partes. La primera atiende a la génesis de la teoría político-constitucional de la delegación, examinándose sobre todo su premisa teórica: en la democracia, la delegación del poder es, a la vez, necesaria e intrínsecamente arriesgada<sup>74</sup>. La segunda parte se centra en la evolución de dicha teoría hacia una senda «no mayoritaria» y su consiguiente aplicación al ámbito de la Unión Europea, destacando aquí las contribuciones intelectuales de Giandomenico Majone y Mark Pollak. En la última parte se examinan las razones específicas avanzadas a partir de los años noventa para explicar el diseño institucional de la banca central independiente (el *commitment problem*), contrastando con algunas propuestas más recientes que vinculan al órgano monetario con el fenómeno sociopolítico del «isomorfismo» institucional<sup>75</sup>.

---

<sup>74</sup> W.C. MÜLLER, T. BERGMAN, K. STRØM, «Parliamentary Democracy: Promise and Problems», en W.C. MÜLLER, T. BERGMAN, K. STRØM (eds.), *Delegation and Accountability in Parliamentary Democracies*, Oxford University Press, Oxford, 2006, pp. 3-32, p. 26.

<sup>75</sup> Véase, por todos, K. MCNAMARA, «Rational fictions: Central bank independence and the social logic of delegation», *West European Politics*, vol. 25, núm. 1, 2002, pp. 47-76.

## 1. *La democracia representativa como cadena de delegación del poder (principal-agent)*

La teoría de la delegación es un modelo conceptual<sup>76</sup> que pretende explicar el fenómeno de la representación popular, en general, y de manera específica la democracia parlamentaria, teniendo en cuenta su amplia expansión y resiliencia tras la posguerra<sup>77</sup>. La delegación (y la representación como concepto moderno) se refieren a la acción humana —personal o institucionalizada— por cuenta de otro; en otras palabras, una actividad «as the agent of someone else»<sup>78</sup>. Partiendo de la clasificación de la representación (en sentido formal y sustantivo) propuesta por Hanna Pitkin, la delegación respondería a una dimensión meramente formal de la representación, ya que el centro de gravedad de aquélla se encuentra en la propia operación de transferencia de autoridad desde el principal al agente y, por consiguiente, en los mecanismos que encauzan la relación entre los dos actores (sobre todo, los instrumentos de control y rendición de cuentas del agente)<sup>79</sup>.

Por contraste y en términos más generales, la representación en sentido sustantivo hace referencia a los intereses materiales que efectivamente justifican la acción del agente<sup>80</sup>. La intrínseca vinculación de las dos dimensiones es indudable, pues la existencia de los mecanismos procedimentales favorece, en última instancia, el descubrimiento potencial de la vertiente sustantiva de la representación:

---

<sup>76</sup> M. THATCHER, A. STONE SWEET, «Theory and practice of delegation to non-majoritarian institutions», *West European Politics*, vol. 25, núm. 1, 2002, pp. 1-22. p. 3.

<sup>77</sup> Demostrando empíricamente, a través de un método comparado, la mayor resiliencia y expansión de los sistemas parlamentarios respecto de los presidencialistas: R.A. DAHL, «Thinking About Democratic Constitutions: Conclusions from Democratic Experience», *Nomos*, núm. 38, 1996, pp. 175-206, esp. p. 189. Para un análisis constitucional de las implicaciones de los dos sistemas para el principio de separación de poderes, cfr. B. ACKERMAN, «The new separation of Powers», *Harvard Law Review*, vol. 113, núm. 3, 2000, pp. 633-729.

<sup>78</sup> H.F. PITKIN, *The concept of representation*, University of California Press, Berkeley, 1972, p. 113.

<sup>79</sup> Acerca de la diferencia entre «representación (política)», «delegación» y «mandado», como conceptos jurídico-políticos, cfr. M. GARCÍA PELAYO, «La estructura constitucional del Estado democrático liberal», en *Idem, Obras completas. Volumen I*, CEPC, Madrid, 2009, pp. 369-370. Conviene resaltar el hecho de que, según el autor, la delegación es siempre impersonal e implica «una alteración de la ordenación de competencias en el orden jurídico existente» (p. 370). En cambio, la representación «da presencia [...] a un ser inoperante» (*ibid.*).

<sup>80</sup> H.F. PITKIN, *op. cit.*, p. 116.

«[O]n a practical level, [substantive representation] should be deliberate action. When we act for someone else we may not act on impulse [...] [w]e are expected to act as if we would eventually have to account for our actions. Thus we ought to have reasons for what we do, and be prepared to justify our actions to those we act for, even if this accounting or justification never actually takes place»<sup>81</sup>.

La delegación consiste, por tanto, en un procedimiento voluntario de transferencia del poder<sup>82</sup>, sustentado sobre la intervención de dos actores: el principal, en el cual originariamente reside la autoridad, y el agente, al cual se le autoriza condicionalmente actuar en beneficio del principal<sup>83</sup>. En efecto, la potestad de constituir o no constituir al agente corresponde al delegante<sup>84</sup>. Según las características teóricas configuradas en el ámbito de la ciencia política, la operación de delegación contendría una esencia funcional destinada a acomodar de manera más eficiente el interés del principal. En otras palabras, la delegación se asienta sobre la presunta eficiencia en la acción del agente. Por un lado, dicha acción debe ser suficiente para conseguir, como mínimo, los mismos resultados que habría obtenido el principal en ausencia de cualquier delegación del poder; por otro lado, la delegación ha de presentar mayores beneficios potenciales que costes, en comparación con el ejercicio del mismo poder por el propio principal<sup>85</sup>.

En aplicación del marco teórico aquí expuesto, la democracia moderna se configuraría como una macro-cadena de delegación<sup>86</sup>, distinguida por el carácter singular e indirecto de los nexos de transmisión del poder desde el principal último (los ciudadanos) hacia el agente último (la burocracia), pasando por las instituciones representativas (Parlamento y Gobierno)<sup>87</sup>. A pesar de que las razones específicas que motivan la delegación sean distintas para cada principal de la cadena, la premisa de la que parten todas ellas es común: la delegación permitiría la propia supervivencia

---

<sup>81</sup> H.F. PITKIN, *op. cit.*, pp. 116-117.

<sup>82</sup> K. STRØM, «Parliamentary democracy and delegation», en W.C. MÜLLER, T. BERGMAN, K. STRØM (eds.), *Delegation and Accountability in Parliamentary Democracies*, *cit.*, pp. 55-106, p. 56.

<sup>83</sup> W.C. MÜLLER *et al.*, «Parliamentary Democracy: Promise and Problems», *cit.*, p. 21.

<sup>84</sup> M. THATCHER, A. STONE SWEET, «Theory and practice of delegation to non-majoritarian institutions», *cit.*, p. 4.

<sup>85</sup> *Ibid.*, p.4.

<sup>86</sup> D.C. MUELLER, *Constitutional democracy*, Oxford University Press, Oxford, 1996, p. 17.

<sup>87</sup> W.C. MÜLLER *et al.*, «Parliamentary Democracy: Promise and Problems», *cit.*, pp. 6, 21.

de las democracias modernas<sup>88</sup>. Dicho de otro modo, la delegación se insertaría en las democracias constitucionales como *conditio sine qua non*<sup>89</sup>. Su justificación residiría, sobre todo, en la ausencia de capacidad y/o conocimiento del principal en relación con ciertos asuntos imprescindibles para llevar a cabo su poder originario<sup>90</sup>.

Merece la pena identificar brevemente algunas de las carencias materiales específicas de los principales en cada nivel de la cadena de delegación democrática, ilustrándose con ello la dificultad —o incluso la imposibilidad— de acción del sujeto delegante y, por extensión, la necesidad de constitución del agente. En cuanto al escalón «fundacional» de la cadena de delegación del poder —desde los ciudadanos (principal) al Parlamento (agente)—, es bien conocido el límite temporal al que responde la democracia representativa. En particular, dado que la toma de decisiones democrática implica necesariamente un intercambio previo de opiniones e ideas —en definitiva, una mínima deliberación—, un sistema democrático directo a gran escala sería insostenible, sobre todo, por razones prácticas o logísticas:

«[t]ime's limits are inexorable and cruel [...] This is because discussion by its very nature consists of a series of sequential acts, each taking up a block of time. [...] In this respect, discussion is radically different from certain other ways of participating in decisions, like voting, where the participants can all act more or less simultaneously. The sequential nature of discussion means that the amount of time required increases with each participant and each act of participation. The consequences are pretty formidable, for when the number of people involved goes beyond several dozen *you begin to reach the limits of physical possibility*»<sup>91</sup>.

En segundo lugar, conviene recordar que la decisión democrática moderna se proyecta sobre contornos materiales técnicos respecto de las cuales la mayor parte de la ciudadanía carece de conocimiento especializado. En este sentido, ni el fenómeno de «racionalización» ni el de fragmentación de la sociedad moderna (surgidos a consecuencia de la revolución industrial) supusieron un incremento (o por lo menos hasta el nivel que sería necesario) cognoscitivo del ciudadano respecto del mundo en el que desarrolla su existencia. Al contrario, los procesos ininterrumpidos de intelectualización y racionalización social introdujeron una

---

<sup>88</sup> A LUPIA, «Delegation and its Perils», *cit.*, p. 33.

<sup>89</sup> W.C. MÜLLER *et al.*, «Parliamentary Democracy: Promise and Problems», *cit.*, p. 26.

<sup>90</sup> K. STRØM, «Parliamentary democracy and delegation», *cit.*, p. 57.

<sup>91</sup> R.A. DAHL, *After the revolution? Authority in a good society*, Yale University Press, New Haven & London, 1990 [1970], p. 52. Énfasis añadido.

necesidad estructural de apoyo ciudadano (en sentido amplio) en las clases especializadas (fundamentalmente la burocracia y la tecnocracia).

En definitiva, el modelo de la democracia como cadena de delegación se sustenta materialmente sobre necesidades básicas derivadas de las propias transformaciones sociales de la Modernidad. De este modo, el modelo conceptual del *principal-agent* se consolida en un ambiente social que se rige precisamente por una creencia generalizada en la capacidad del ser humano (y de sus instituciones políticas y económicas) de controlar su propio destino a través del conocimiento o, lo que es lo mismo, del cálculo racional. Según Max Weber, se trataría de una creencia acaso de contenido místico, que reemplazaría a la religión como fuerza orientadora clásica de la existencia humana<sup>92</sup>. Siguiendo, en este sentido, con las ilustrativas palabras de Robert Dahl,

«[t]he experts may be no more gifted than you or I, but by dint of study, training, and experience they know more about a particular subject than we do [...] a reasonable person will want the most competent people to have authority over the matters on which they are most competent»<sup>93</sup>.

Atendiendo todavía al primer escalón de la delegación democrática, la herramienta constitucional básica a través de la cual se lleva a cabo tal transferencia de poder desde los ciudadanos al Parlamento son las elecciones. A este respecto, la necesidad de asegurar las condiciones jurídicas para la competición política libre, efectiva y reiterativa<sup>94</sup> es sobradamente conocida (p. ej., a través de un procedimiento electoral claramente definido, la existencia de una autoridad electoral independiente y la revisión judicial de sus decisiones<sup>95</sup>). Lo que interesa destacar, en este punto, se refiere a la propia actuación continuada de los representantes políticos «como si»

---

<sup>92</sup> K. TRIBE, «Introduction to Max Weber's *Economy and Society*», en M. WEBER, *Economy and Society: A new translation*, Harvard University Press, Cambridge/London, 2019, pp. 1-73, p. 66.

<sup>93</sup> R.A. DAHL, *After the revolution?*, *cit.*, pp. 21, 44.

<sup>94</sup> G. SARTORI, *The Theory of Democracy revisited. Part one: The Contemporary Debate*, Chatham House Publishers, New Jersey, 1987, p. 137.

<sup>95</sup> R.A. DAHL, *A Preface to Democratic Theory*, Chicago University Press, Chicago, expanded ed. 2006 [1956], p. 84. Sobre las garantías específicas del sistema de sufragio, desde un punto de vista constitucional, véase M. GARCÍA PELAYO, «La estructura constitucional del Estado democrático liberal», *cit.*, pp. 377-381.



permanecieran en la competición electoral a lo largo del mandato parlamentario<sup>96</sup>. En efecto, el miedo a la «sanción por la vía electoral», la responsabilidad política, se configura como elemento constitutivo de la relación entre la ciudadanía (principal) y los representantes políticos (agente). En este sentido, y desde una perspectiva politológica, sería la propia anticipación del potencial castigo a través del voto la que «conectaría y mantendría en sintonía» la acción del agente (en este caso, los representantes políticos) y las preferencias del principal (la ciudadanía)<sup>97</sup>.

Hasta aquí se ha reflexionado sobre algunas de las razones básicas que convertirían a la democracia representativa (definida como cadena delegación del poder) en una necesidad de partida para la autoorganización política moderna; concretamente, atendiendo a las carencias cognoscitivas y temporales del principal último, los ciudadanos<sup>98</sup>. Sin embargo, al definir la democracia como una macrocadena de operaciones simples de transferencia del poder, tanto el Parlamento como el Gobierno se constituirían, a su vez, en principales y agentes: el primero, agente de los ciudadanos y principal respecto del Gobierno; el segundo, agente del parlamento y principal en relación con la burocracia. Conviene incidir en los motivos que justificarían la existencia del segundo escalón de la delegación, esto es, desde el Parlamento al poder ejecutivo.

En clave jurídico-constitucional, la distinción entre el poder legislativo y el ejecutivo precisa consideraciones ligadas al principio de separación y división de poderes y, muy en particular, a las características específicas de cada una de las dos funciones<sup>99</sup>. Dando un paso más, la misma relación de delegación se ha de

---

<sup>96</sup> W.C. MÜLLER *et al.*, «Parliamentary Democracy: Promise and Problems», *cit.*, p. 19.

<sup>97</sup> G. SARTORI, *The Theory of Democracy revisited*, *cit.*, pp. 155-156.

<sup>98</sup> En igual sentido, y en términos constitucionales, cfr. H. KELSEN, *De la esencia y el valor de la democracia*, trad. J.L. Requejo Pagés, KRK Pensamiento, Oviedo, 2009, esp. pp 95-96: «El parlamentarismo representa [...] un compromiso entre la pretensión democrática de libertad y el principio, necesario para todo progreso técnico-social, de la división diferenciadora del trabajo. [...] Cuanto mayor es la comunidad estatal, menor es la capacidad del “pueblo” como tal para llevar a cabo directamente por sí mismo la verdadera actividad de creación de la voluntad del Estado y tanto más viene obligado, por razones puramente técnico-sociales, a limitarse a crear y controlar al aparato que propiamente crea la voluntad del Estado».

<sup>99</sup> Sobre la división de poderes como teoría jurídica de la organización constitucional, concretamente como la existencia de una «pluralidad institucionalizada de centros de poder», véase R. PUNSET,

reconducir constitucionalmente a la existencia positiva del ordenamiento jurídico, en el marco del cual se habilita la realización de las diferentes potestades o funciones, entendidas éstas como poder político juridificado. Lo dicho se comprende mejor empleando el término «potestad» en lugar de «poder»: a diferencia del vocablo fundamentalmente político «poder», la «esencia» conceptual del término «potestad» reside precisamente en su carácter derivativo, siendo «su reconocimiento por el ordenamiento jurídico [...] la razón de su existencia»<sup>100</sup>. Dicho carácter derivativo se encuentra en plena coherencia conceptual con la propuesta politológica de la teoría de la delegación, al identificarse a los ciudadanos como principal último de toda cadena democrática de transferencia (léase habilitación para el ejercicio) del poder.

Para el objetivo de este capítulo, bastará con señalar los elementos nucleares de la función legislativa. Partiendo de una definición básica del Parlamento como «órgano colegial para la producción de normas generales»<sup>101</sup>, la potestad de legislar comprende «meramente» la «creación de la norma general y abstracta»<sup>102</sup>, delegando al Gobierno, por lo demás, la definición de los contornos particulares de la norma<sup>103</sup>. Ciertamente, la función legislativa se caracteriza en esencia por el procedimiento de producción de la norma, y, en especial, por el debate requerido entre las distintas fuerzas políticas y la prevalencia de la mayoría alternante, garantizándose que la minoría del presente pueda efectivamente convertirse en la mayoría futura<sup>104</sup>. Además de encauzar el pluralismo social e ideológico, la potestad legislativa engloba

---

«¿De nuevo sobre la división de poderes?», en *Idem*, *Potestades normativas y forma de gobierno*, CEPC, Madrid, 2014, pp. 41-46, esp. p. 44.

<sup>100</sup> M. AZPITARTE SÁNCHEZ, *Cambiar el pasado*, Tecnos, Madrid, pp. 116-117. Acerca del concepto de potestad, es indispensable mencionar el estudio clásico de S. ROMANO, *Fragments de un diccionario jurídico*, trad. S. Sentís Melendo y M. Ayerra Redín, Ediciones jurídicas Europa-América, Buenos Aires, 1964, pp. 274 ss.

<sup>101</sup> H. KELSEN, *De la esencia y el valor de la democracia*, *cit.*, p. 101.

<sup>102</sup> *Ibid.*, p. 105.

<sup>103</sup> Es imprescindible remitir aquí a la teoría clásica del sistema de fuentes de Francisco Balaguer Callejón, en la cual las relaciones entre las fuentes del derecho así como la propia normatividad de la Constitución se articulan y se contemplan desde la categoría del pluralismo: F. BALAGUER CALLEJÓN, *Fuentes del Derecho*, CEPC, Madrid, [1991] 2023. Véase también, sobre las funciones «soberanas» del Estado, M. GARCÍA PELAYO, «La estructura constitucional», en *Idem*, *Obras completas. Volumen I*, CEPC, Madrid, 2009, pp. 314 y ss.

<sup>104</sup> *Ibid.*, esp. pp. 48-49.

asimismo una habilitación al Parlamento para vigilar y controlar la acción del poder ejecutivo en sentido amplio<sup>105</sup>.

En resumidas cuentas, y volviendo a la teoría político-constitucional de la delegación, el Parlamento se convierte en principal respecto del Gobierno debido a la propia configuración de la función legislativa en el Estado constitucional. La delegación en su segundo escalón deriva, en definitiva, de la propia «esencia de la democracia (liberal)»<sup>106</sup>, en tanto en cuanto el ordenamiento jurídico nace desde — y sobrevive a través de— la pluralidad; en este caso, la pluralidad institucional, materializada en la existencia de los distintos órganos constitucionales, simultáneamente principales y agentes en función de la inmediatez de su legitimidad democrática<sup>107</sup>.

Sin embargo, la delegación en la democracia representativa no es solo necesaria, sino también «intrínsecamente arriesgada»<sup>108</sup>. Los teóricos de la ciencia política que basan sus estudios en el modelo *principal-agent* distinguen dos clases de riesgos inherentes: *adverse selection* y *moral hazard*. En esencia, y dado que la clave de la relación de delegación residía precisamente en la consecución más eficiente de los objetivos e intereses del principal, las dos clases de riesgos surgirían como

---

<sup>105</sup> «Instead of the function of governing, for which it is radically unfit, the proper office of a representative assembly is to watch and control the government: to throw the light of publicity on its acts: to compel a full exposition and justification of all of them which any one considers questionable; to censure them if found condemnable, and, if the men who compose the government abuse their trust, or fulfil it in a manner which conflicts with the deliberate sense of the nation, to expel them from office, and either expressly or virtually appoint their successors», J.S. MILL, *On Representative Government*, ELEC Book Classics, Cambridge, 2001, pp. 103-104. Sobre el control parlamentario en España (sobre la base del art. 66.2 CE en conexión con el art. 1.2 CE), y su manifestación a través de todos los procedimientos parlamentarios (legislativo y presupuestario, de autorización y designación y de control en sentido estricto), cfr., por todos, R. PUNSET, «El control parlamentario en España: cuestiones controvertidas desde la perspectiva de la forma de gobierno», en *Idem*, *Potestades normativas y forma de gobierno*, CEPC, Madrid, 2014, pp. 105-128; J.L. REQUEJO PAGÉS, «Las relaciones entre el Gobierno y las Cortes Generales», *Revista Española de Derecho Constitucional*, núm. 70, 2004, pp. 73-89.

<sup>106</sup> H. KELSEN, *De la esencia y el valor de la democracia*, *cit.*

<sup>107</sup> Acerca de la indivisibilidad contemporánea de los principios de representatividad y de responsabilidad, al exigir el parlamentarismo que «la cadena ciudadano-representante-gobierno-responsabilidad funcione perfectamente engrasada», E. GUILLÉN LÓPEZ, *Repensando la forma de gobierno: constitucionalismo, democracia y parlamentarismo en contextos posnacionales*, Fundación Manuel Giménez Abad, Zaragoza, 2019. p. 13.

<sup>108</sup> W.C. MÜLLER *et al.*, «Parliamentary Democracy: Promise and Problems», *cit.*, p. 26.

consecuencia de un desentendimiento indebido del agente de las preferencias del principal. Tal desatención es posible ya que una delegación eficiente implica necesariamente reconocer una mínima discrecionalidad al agente, decreciendo los beneficios de la delegación proporcionalmente al nivel de discrecionalidad de aquél<sup>109</sup>.

La diferencia entre las preferencias del principal y del agente se denomina, en la ciencia política, «pérdida de agencia»<sup>110</sup>. Cuando los resultados conseguidos por el agente como producto de la delegación difieren de los objetivos inicialmente esperados por el principal (objetivos que, en definitiva, motivaron la propia creación del agente), la pérdida de agencia es alta; esta última disminuye siempre que dicho resultado se aproxime paulatinamente al objetivo ideal del principal. Por último, la pérdida de agencia equivale a cero cuando el agente emprende las mismas acciones que hubiese promovido el principal<sup>111</sup>. En consecuencia, «the trick is to delegate just the amount of power to enable agents to achieve desired outcomes with minimal agency loss»<sup>112</sup>.

En cuanto a los riesgos concretos de la delegación, conviene destacar, por un lado, que la selección adversa hace referencia a determinados atributos del agente que afectan la capacidad del principal para delegar de manera eficiente. En particular, la selección adversa consiste en la elección de agentes inadecuados, causada por la ausencia de información del principal respecto de los recursos y las preferencias o motivaciones reales del agente. Por otro lado, el riesgo moral se vincula a la incapacidad potencial de los principales de mantener a sus agentes diligentes y dispuestos a conseguir el resultado de la delegación inicialmente esperado<sup>113</sup>.

---

<sup>109</sup> M. THATCHER, A. STONE SWEET, «Theory and practice of delegation to non-majoritarian institutions», *cit.*, p. 5.

<sup>110</sup> W.C. MÜLLER *et al.*, «Parliamentary Democracy: Promise and Problems», *cit.*, p. 26.

<sup>111</sup> A. LUPA, «Delegation and its Perils», en W.C. MÜLLER, T. BERGMAN, K. STRØM (eds.), *Delegation and Accountability in Parliamentary Democracies*, *cit.*, pp. 33-54, p. 35.

<sup>112</sup> M. THATCHER, A. STONE SWEET, «Theory and practice of delegation to non-majoritarian institutions», *cit.*, p. 5.

<sup>113</sup> W.C. MÜLLER *et al.*, «Parliamentary Democracy: Promise and Problems», *cit.*, p. 26. Detalladamente, A. LUPA, «Delegation and its Perils», *cit.*, pp. 38 ss.

Más allá de la terminología particular de la ciencia política empleada con el fin de ilustrar los riesgos de la delegación, interesa recordar que el modelo conceptual del principal-agente se construye funcionalmente en beneficio del sujeto delegante: el agente se constituye y existe para realizar de manera más eficiente las preferencias del principal. Por otra parte, también las razones generales que justifican la delegación contienen valoraciones de esencia funcional, ya que en última instancia el agente nace para suplir las carencias materiales del principal (sobre todo, el tiempo o el conocimiento). Además, la actuación del agente debe estar en consonancia con las preferencias e intereses de su «creador» institucional.

En pocas palabras, la delegación basada en la relación principal-agente justifica la propia existencia del agente a través del objetivo esperado. De modo que la operación de transferencia del poder se convierte en un medio para alcanzar un fin; concretamente, el fin originariamente deseado por el sujeto habilitante<sup>114</sup> dentro del contexto normativo en el que opera tal relación de delegación.

## ***2. La delegación funcional como legitimidad en los resultados (output legitimacy). Las instituciones no mayoritarias***

Aunque, en un momento inicial, la teoría de la delegación ha identificado como objeto natural de análisis a la democracia representativa, la globalización iniciada en los años setenta del siglo pasado permitió que en el ámbito de las ciencias políticas se incorporaran de manera generalizada las propuestas teóricas formuladas para explicar el encaje democrático del *modern Administrative State*<sup>115</sup>. Sin embargo, dichas propuestas perseguían explicar la existencia de las instituciones no mayoritarias (*Non Majoritarian Institutions*, NMIs), i.e., que no se insertan en el circuito democrático clásico, precisamente en razón a los déficits teórico-prácticos de la democracia representativa<sup>116</sup>. En otras palabras, a finales de siglo XX se produce una

---

<sup>114</sup> A. LUPIA, «Delegation and its Perils», *cit.*, p. 51.

<sup>115</sup> M. THATCHER, A. STONE SWEET, «Theory and practice of delegation to non-majoritarian institutions», *cit.*, p. 1.

<sup>116</sup> Por todos, T. MOE, «The New Economics of Organization», *American Journal of Political Science*, núm. 28 1985, pp.739–77; D. EPSTEIN, S. O'HALLORAN, *Delegating Powers: A Transaction Cost Politics Approach to Policy Making under Separation of Powers*, Cambridge University Press, Cambridge, 1999; K. BAWN, «Choosing Strategies to Control the Bureaucracy: Statutory Constraints,

mutación en el objeto de análisis de la teoría político-constitucional de la delegación, sobre la base de una crítica de los parlamentos bien conocida desde la Modernidad.

En este sentido, y atendiendo a las advertencias desarrolladas desde el 1921 por el politólogo James Bryce acerca de un potencial «declive de los parlamentos», se identificarían dos problemas básicos, inherentes a los sistemas democráticos representativos<sup>117</sup>. El primero derivaría de la propia exigencia constitucional de alternancia política, a su vez sustentada sobre el pluralismo ideológico y social. Ciertamente, si la Constitución encauza y ordena el conflicto social a través del pluralismo, la existencia de actores e intereses sociopolíticos distintos —incluso contrapuestos— representa un presupuesto material del ordenamiento jurídico. Por extensión, también es este un presupuesto material de las elecciones, en tanto en cuanto instituto jurídico que traslada las diferentes visiones y preferencias desde la realidad social a la realidad institucional del Estado.

En los epígrafes anteriores se ha reflexionado sobre los efectos positivos de la competición política para la democracia, destacándose en este sentido la actuación de los representantes democráticamente elegidos «como si» permanecieran en la dinámica electoral a lo largo del mandato parlamentario y el consiguiente intento de recalibrar constantemente la acción política de acuerdo con las preferencias ciudadanas. Este reajuste recurrente se relacionaba, en particular, con el miedo a un potencial castigo electoral en momentos electorales futuros. Sin embargo, la competición política también externaliza posibles efectos negativos para la democracia representativa, al abrir la puerta a la instauración de intereses esencialmente partidistas en las instituciones públicas.

En efecto, «[t]here are always [...] offices to be fought for. One party holds them, the other desires them, and the conflict is unending, for immediately after a

---

Oversight, and the Committee System», *Journal of Law, Economics, and Organization*, núm. 13, 1997, pp.101–26.

<sup>117</sup> En el ámbito continental, es imprescindible recordar la profunda crítica del «Estado legislador» (y con ello, del sistema de decisión mayoritaria) formulada por C. SCHMITT, *Legalidad y legitimidad*, Comares, Granada, 2006 [1932]. Para este autor, el Estado liberal de Derecho se vería constantemente amenazado no solo por su inoperabilidad intrínseca sino «por cualquier instante crítico», esto es, las situaciones «completamente incalculables e imprevisibles» (pp. 32-33).

defeat the beaten party begins its campaign to dislodge the victors»<sup>118</sup>. En resumidas cuentas, a la vez que la competición política permite la exposición pública de las diferencias ideológicas y conforma la base cognoscitiva para la otorgación del voto ciudadano, (el uso práctico de) este instituto presenta asimismo un riesgo intrínseco de convertirse en un factor dañino, partidista y «contaminante» respecto del interés general.

En segundo lugar, y vinculado a lo anterior, el protagonismo de los partidos políticos en la vida institucional del Estado democrático insertaría una tendencia cortoplacista en la acción política. Con vistas en las elecciones, los representantes políticos se centrarían más bien en la popularidad a corto plazo de sus programas, buscando captar el mero «fancy of the moment»<sup>119</sup>. De modo que las políticas que requerirían una visión a largo plazo quedarían exclusivamente a merced de lo contingente y, en última instancia, de la ambición política<sup>120</sup>.

Partiendo de los «defectos» clásicos y recurrentes del sistema democrático y de la necesidad de garantizar objetivos a largo plazo, de manera pionera Mark Pollak y Giandomenico Majone transfirieron al ámbito continental la teoría de la delegación *principal-agent*—método de estudio originado en los Estados Unidos en el contexto de intensificación del fenómeno de las agencias independientes. Los autores mencionados promovieron la aplicación del modelo *principal-agent* a la propia Unión Europea y a las instituciones de esencia supranacional (la Comisión, el Tribunal de Justicia y el Banco Central Europeo)<sup>121</sup>, explicando su existencia a través de un

---

<sup>118</sup> J. BRYCE, *Modern Democracies*, vol. II, Jazzybee Verlag, E-book, 2017.

<sup>119</sup> J. BRYCE, *Modern Democracies*, *cit.*

<sup>120</sup> La ambición política ha sido un tema ampliamente estudiado en la ciencia política. Véase, por todos, J.A. SCHLESINGER, *Ambition and Politics: Politics in the United States*, University of Michigan Press, Ann Arbor, 1966. Para Weber, la ambición política desmesurada se traduciría en «vanidad», es decir, aquella característica del político «proclive a buscar la apariencia brillante del poder» o, lo que es lo mismo, del que «adora el poder en cuanto tal». Recordando los propios términos de Weber, «no hay más que dos pecados mortales en el terreno de la política: la ausencia de finalidades objetivas y la falta de responsabilidad, que frecuentemente, aunque no siempre, coincide con aquélla. La vanidad, la necesidad de aparecer siempre que sea posible en el primer plano, es lo que más lleva al político a cometer uno de estos pecados o los dos a la vez». M. WEBER, *El político y el científico*, Prólogo de Raymond Aron, Sardatos, E-book, 2013.

<sup>121</sup> P. ej., M. POLLACK, «Delegation, Agency, and Agenda Setting in the European Community», *International Organization*, vol. 51, núm. 1, 1997, pp. 99–134; G. MAJONE, «The Rise of the Regulatory State in Europe», *West European Politics*, vol. 17, núm. 3, 1994, pp. 77–101. Más

presunto aumento en la credibilidad ciudadana respecto de los objetivos constitucionales que requerirían una visión a largo plazo.

En efecto, según Giandomenico Majone, la exigencia contemporánea de construir instituciones no mayoritarias se basaría fundamentalmente en la esencia cortoplacista del proceso democrático. Partiendo de la premisa de que la gobernanza democrática se sostiene sobre la reiteración del momento electoral en intervalos cortos de tiempo —otorgando, de este modo, legitimidad democrática a los representantes políticos y una posibilidad de alternancia futura a la minoría presente—, tal dimensión temporal englobaría, simultáneamente, consecuencias negativas sobre los problemas sociales cuya solución requeriría una visión a largo plazo. A pesar de que la expectativa genética de alternancia en el proceso democrático otorgaría un incentivo fundamental a la minoría para «seguir en el juego» (dada la expectativa de convertirse en mayoría futura), los estímulos para que la mayoría presente adopte políticas con beneficios electorales en el futuro distante resultan muy reducidos<sup>122</sup>. Todo ello, teniendo en cuenta la faceta negativa de la competición política, en particular la ambición política y la presunta búsqueda de la popularidad de los representantes políticos, insertándose en sus programas la atención cualificada en los problemas sociales y económicos del momento concreto.

En un primer período, Majone (y la línea de pensamiento que le sigue) formula la teoría de la delegación sobre la base de la relación contractual «principal-agente» entre los gobernantes políticos y las NMIs, con el fin de asegurar la credibilidad de las políticas públicas a largo plazo<sup>123</sup>. El razonamiento sería el

---

recientemente, dando cuenta del debate en términos amplios, así como de los elementos básicos de una teoría *principal-agent* aplicada al Tribunal de Justicia de la Unión Europea, A. STONE SWEET, «The European Court of Justice», en P. CRAIG, G. DE BÚRCA (dirs.), *The Evolution of EU Law*, Oxford University Press, Oxford, 2011, pp. 121-153. Por último, mere la pena destacar aquí el interesante análisis de H. KASSIM, A. MENON, «The principal-agent approach and the study of the European Union. Promise unfulfilled?», en E. JONES, A. VERDUN, *The Political Economy of European Integration*, Routledge-Taylor and Francis, London/New York, 2005, pp. 39-53. El análisis versa sobre los beneficios y riesgos de la teoría de la delegación (*principal-agent*) aplicada a la UE y a sus instituciones.

<sup>122</sup> G. MAJONE, «Temporal consistency and policy credibility: Why democracies need non-majoritarian institutions», *European University Institute Working Paper RSC* núm. 96/57, 1996, p. 1. Disponible en línea: [https://cadmus.eui.eu/bitstream/handle/1814/1472/RSCAS\\_1996\\_57.pdf](https://cadmus.eui.eu/bitstream/handle/1814/1472/RSCAS_1996_57.pdf) (últ. consulta: 1.9.2023).

<sup>123</sup> G. MAJONE, «Temporal consistency and policy credibility», *cit.*



siguiente: dado que los incentivos para desarrollar una política pública de una determinada manera (la originalmente declarada) pueden cambiar a lo largo de una legislatura según criterios de oportunidad política, los electores perderían la confianza en la efectiva materialización de los objetivos anunciados, alterando su comportamiento e imposibilitando —justamente mediante este cambio de actitud— la plena realización de los resultados inicialmente esperados. Dando un paso más, incluso en los casos en que se dispondría de cierta credibilidad interna, la creciente complejidad de los retos contemporáneos y la interdependencia económica y política entre los Estados a partir de los años setenta habría introducido una imposibilidad doméstica de implementar las decisiones que superan las fronteras nacionales.

En este contexto, ni siquiera la sanción jurídica —como método supletorio de la obediencia voluntaria— podría sustituir la pérdida de credibilidad de los ciudadanos. De este modo, Majone propone solucionar el reto de la ausencia de credibilidad de las políticas —según él, propio de las sociedades modernas— mediante la creación de instituciones no mayoritarias que, por su propio diseño institucional se apartan de la dinámica electoral<sup>124</sup>. Dicho en otras palabras, la delegación contemporánea del poder ya no se sostendría principalmente en el carácter técnico y especializado del órgano independiente (tal y como lo hacía a principios de siglo XX), sino en el problema generalizado de pérdida de credibilidad de las políticas públicas. Desde esta perspectiva, el menor o mayor grado de eficiencia de la delegación —en comparación con el potencial ejercicio del mismo poder por la autoridad delegante— perdería su centralidad justificativa. En definitiva, la propia lógica de la delegación sería distinta, al orientarse ahora a garantizar la credibilidad del proceso político de toma de decisiones, en lugar de un «mero» aumento de la eficiencia de la regulación. No obstante, la pregunta natural que surge tras esta exposición es la siguiente: ¿se puede delegar cualquier tipo de poder a una NMI?

Según el autor, resultaría fundamental mantener a cada autoridad en su espacio propio de actuación: mientras que las instituciones de esencia no mayoritaria

---

<sup>124</sup> G. MAJONE, «Temporal consistency and policy credibility», *cit.*, p. 3.

serían un cauce democrático oportuno para la regulación en sentido estricto (i.e., la realización de políticas destinadas primordialmente a mejorar el bienestar del conjunto de la sociedad a través de decisiones basadas en criterios de eficiencia), las políticas redistributivas (i.e., destinadas a mejorar las condiciones vitales de un grupo social a expensas de otro) solo pueden llevarse a cabo mediante un proceso político de toma de decisiones. En efecto, mientras que las primeras se justificarían a través del resultado (*output legitimacy*), las segundas requerirían la intervención en sentido deliberativo de la mayoría democráticamente elegida (*input legitimacy*)<sup>125</sup>.

Conviene aclarar, por último, cómo el modelo explicativo de la delegación aplicado al ámbito supranacional europeo ha girado teóricamente, con el paso del tiempo, desde una lógica basada en el «*principal-agent*» hacia una relación fiduciaria («*trustee*»)<sup>126</sup>. Mientras que, en la primera, el órgano delegante todavía mantiene la titularidad de los «derechos de propiedad política», el nexo fiduciario implicaría, al contrario, su transferencia completa, traspasándose igualmente la plena responsabilidad a la institución delegada<sup>127</sup>.

La fuerza explicativa de esta segunda lógica gira en torno al concepto de los «derechos de propiedad política»<sup>128</sup>, definidos como aquellos que permiten ejercer la potestad pública sobre una materia determinada<sup>129</sup>. A diferencia del mercado

---

<sup>125</sup> G. MAJONE, «Temporal consistency and policy credibility», *cit.*, p. 10. Véase, en igual sentido, F.W. SCHARPF, *Gobernar en Europa: ¿eficaz y democráticamente?*, Alianza, Madrid, 2000.

<sup>126</sup> G. MAJONE, «Nonmajoritarian institutions and the limits of democratic governance: a political transaction-cost approach», *Journal of institutional and theoretical economics / Zeitschrift für die gesamte Staatswissenschaft*, vol. 157, núm. 1, 2001, pp. 57-78. *Idem*, «Two logics of delegation: agency and fiduciary relations in EU governance», *European Union Politics*, vol. 2, núm. 1, 2001, pp. 103-122.

«Un *trust* es un acuerdo legal por el que se otorga a alguien un título (propiedad) de un bien, sujeto a la condición de usarlo en beneficio de otro. En Inglaterra, todo indica que empezó a utilizarse a principios del siglo XV, como una forma oportuna de eludir el equivalente feudal de un impuesto de sucesión, es decir, los pagos que debía realizar un señor cuando uno de sus arrendatarios fallecía y su propiedad pasaba a otra persona. Por su significado transferido, un *trustee* sería en la actualidad cualquier persona responsable de la conservación o administración de cualquier bien; aunque típicamente es el propietario de lo que administra, sin embargo debe hacerlo en beneficio o para el uso de un tercero», H.F. PITKIN, *op. cit.*, p. 127.

<sup>127</sup> G. MAJONE, «Two logics of delegation», *cit.*, pp. 113-114.

<sup>128</sup> Sobre la base de la contribución pionera de T. MOE, «Political institutions: The neglected side of the story», *Journal of Law, Economics and Organization*, vol. 6, 1990, pp. 213-253.

<sup>129</sup> G. MAJONE, «Temporal consistency and policy credibility», *cit.*, p. 1.

económico, en el cual la exigibilidad y la transferencia del derecho de propiedad estarían jurídicamente garantizadas —favoreciéndose con ello el tráfico económico voluntario sobre la base de los compromisos creíbles entre los distintos actores—, el mundo de la decisión política se encontraría intrínsecamente limitado por la exigencia constitucional de la alternancia:

«In the public sector, the analogous “property rights” – the rights to exercise authority over specific property and its proceeds – are not guaranteed. The reason lies in the nature of public authority. In democratic polities (and most others), public authority does not belong to anyone. It is simply “out there”, attached to various public offices, and whoever succeeds under the established rules of the game in gaining control of these offices has a right to exercise it. [...] Whatever today's authorities create, therefore, stands to be subverted or perhaps completely destroyed—quite legally and without any compensation whatever—by tomorrow's authorities».<sup>130</sup>

Lo cierto es que incluso una delegación de naturaleza *principal-agent* sería adecuada para lograr ciertos compromisos creíbles. No obstante, según Majone, dicha relación sería más oportuna para explicar las operaciones clásicas de delegación administrativa, al englobar un amplio poder de control del principal sobre el agente. En efecto, a pesar de la delegación, el órgano delegante mantiene las herramientas claves para modelar —siquiera indirectamente— el comportamiento de la institución delegada según sus propias preferencias coyunturales. Primero, porque la misma creación del agente se lleva a cabo por la autoridad política y, segundo, porque esta última determina también los objetivos del agente, el personal esencial, el presupuesto y las reglas procedimentales en la toma de decisiones.

En suma, el diseño institucional del agente imposibilitaría la consecución de un compromiso efectivamente creíble; de ahí que la relación *principal-agent* sea insuficiente para la regulación de determinadas materias que exigen la garantía de objetivos a largo plazo<sup>131</sup>. En este contexto, la política monetaria constituye una de las materias por excelencia que requeriría el distanciamiento del agente (el banco central) de las preferencias potencialmente inflacionistas del principal (los gobernantes políticos).

---

<sup>130</sup> T. MOE, «Political institutions: The neglected side of the story», *cit.*, p. 227.

<sup>131</sup> G. MAJONE, «Nonmajoritarian institutions and the limits of democratic governance», *cit.*, p. 69.

### 3. La teoría de la delegación aplicada al banco central independiente

La delegación en materia de política monetaria es un fenómeno que se ha intensificado especialmente a partir de los años noventa, culminando en el nivel supranacional con la creación de la Unión Económica y Monetaria y del BCE<sup>132</sup>. Siguiendo la lógica subyacente a la teoría de la delegación —bien en su versión inicial (*principal-agent*) bien como relación fiduciaria—, el banco central como institución contemporánea no mayoritaria contendría una esencia funcional, ya que su legitimidad se explica fundamentalmente a través de los resultados obtenidos (*output*)<sup>133</sup>.

---

<sup>132</sup> Para un recorrido histórico de la independización jurídica del órgano bancario central en perspectiva comparada, evidenciándose asimismo los niveles de inflación previos y posteriores a tal independización, véase K. MCNAMARA, «Rational fictions: Central bank independence and the social logic of delegation», *cit.* (Appendix 1).

<sup>133</sup> M. THATCHER, A. STONE SWEET, «Theory and practice of delegation to non-majoritarian institutions», *cit.*, p. 18. Conviene precisar aquí que teoría de la delegación del poder no ha sido la única fórmula conceptual para explicar el fenómeno de institucionalización generalizada de los bancos centrales independientes. Partiendo de los «argumentos teóricos y las pruebas empíricas objetables» sobre los que se asentaría la teoría de la delegación, algunos estudios recientes provenientes del institucionalismo social han avanzado una definición alternativa de este órgano, superando la estricta relación entre los dos protagonistas ilustrados por la teoría de la delegación (el principal y el agente). Principalmente, el institucionalismo como metodología se distingue del intergubernamentalismo y el (neo)funcionalismo. Acerca de las variaciones de cada corriente intelectual (p.ej., institucionalismo social, histórico), cfr. H. KASSIM, A. MENON, «The principal-agent approach and the study of the European Union. Promise unfulfilled?», *cit.*, pp. 43 y ss. Estudios fundacionales del institucionalismo social han sido, entre otros: J.W. MEYER, B. ROWAN, «Institutionalized organizations: Formal structure as myth and ceremony», *American Journal of Sociology*, vol. 83, núm. 2, 1977, 340-363.

En particular, desde esta metodología se define al banco central como una fórmula racional de organización social a través de la cual se internalizarían, en el ordenamiento jurídico nacional, las presiones sociales (materiales o formales) provenientes del ámbito internacional. La finalidad mediata de tal institucionalización consistiría en hacer frente (por métodos racionales) a la incertidumbre y a las crisis económicas. Sin embargo, el objetivo último del banco central sería el de simbolizar y señalar el compromiso del Estado con lo que la opinión global designaría ser una «buena gobernanza»: «[t]he view that central bank independence is a necessary component of good governance did not magically fall from the heavens, but rather was created» (K. MCNAMARA, «Rational fictions: Central bank independence and the social logic of delegation», *cit.*, p. 61).

Desde esta perspectiva, la teoría de la delegación representaría una solución *one size fits all*, insuficiente para captar las dinámicas sociales que subyacen al banco central y al poder político estatal. Lo que se pretende demostrar a través de esta propuesta, en definitiva, es la hipótesis de que las autoridades monetarias independientes en absoluto representarían una mera adaptación orgánica del Estado a determinadas necesidades puntuales, funcionales y localizadas (p. ej, combatir la inflación), sino un reflejo de la propia pretensión del Estado de incrementar su legitimidad e influencia en el mercado internacional.

Los procesos sociales concretos que producirían la institucionalización jurídica de la banca central se identifican, por un lado, con el «isomorfismo coercitivo», definido como un proceso de

En las páginas anteriores se ha observado cómo la lógica fiduciaria de la teoría de la delegación se fundamentaba sobre necesidades originarias cualitativamente distintas (asegurar la credibilidad de los compromisos políticos declarados por el sujeto delegante) en comparación con las que motivaban la creación de los agentes clásicos en el modelo *principal-agent*. Sin embargo, es evidente que, en sentido amplio, la existencia institucional del banco central sigue basándose en una justificación funcional, al nacer este órgano precisamente en referencia al principal (más bien, a la incapacidad de aquél de comprometerse de manera creíble). Avanzando en la construcción fiduciaria que explica la razón de ser de los bancos centrales actuales, es imprescindible señalar que la necesidad de partida (el compromiso creíble) requiere no solo una amplia discrecionalidad del *trustee*, sino sobre todo su independencia. A diferencia de las delegaciones clásicas de poder (*principal-agent*), en las cuales el agente debe actuar en plena consonancia con las preferencias del principal so pena de una «pérdida de agencia», la delegación en materia de política monetaria precisa de la independencia del agente a fin de limitar eficientemente cualquier potencial «deriva» inflacionista del principal<sup>134</sup>.

---

internalización y reproducción de «presiones formales e informales ejercidas sobre las organizaciones por otras organizaciones de las que dependen y por las expectativas culturales de la sociedad en el marco de la que funciona la organización». Dichas presiones se proyectan sobre el Estado independientemente de que contengan fuerza jurídica vinculante (p.ej., la independencia como criterio jurídico de convergencia para acceder a la UEM) o una invitación informal para adoptar un modo de organización social determinado (p.ej., el llamado «Consenso de Washington»). Por otro lado, las presiones destinadas a persuadir sobre la conveniencia o la necesidad de implementación jurídica de la banca central independiente se denominan, según la propuesta metodológica aquí mencionada, «isomorfismo normativo», pudiendo este complementar y reforzar al primero (coercitivo). En este sentido, un canal fundamental para irradiar fuerza persuasiva a nivel global se encontraría en el propio desarrollo de modelos teóricos que promueven los beneficios de la independencia monetaria: la teoría de la delegación (como teoría político-constitucional) o la rigidez monetaria (a través de reglas) a partir del monetarismo (como justificación económica). Las comunidades epistémicas y los medios de comunicación se configurarían igualmente como potenciales vías de expansión y legitimación de la banca central como nueva organización social (K. MCNAMARA, «Rational fictions: Central bank independence and the social logic of delegation», *cit.*, pp. 64-65).

Por último, y siguiendo con una perspectiva sociocultural, es indudable que los dos componentes esenciales de la teoría de la delegación (la atención institucional sobre la eficiencia incrementada y el descrédito de la política) mantienen una alta sintonía con los postulados neoliberales, instalados en las estructuras estatales simultáneamente a la independización generalizada de la banca central (K. MCNAMARA, «Rational fictions: Central bank independence and the social logic of delegation», *cit.*, p. 54)

<sup>134</sup> H. KASSIM, A. MENON, «The principal-agent approach and the study of the European Union. Promise unfulfilled?», *cit.*, p. 43. Para una aplicación de la teoría *principal-agent* en la ciencia económica, particularmente analizando los incentivos del banco central para garantizar los niveles

En otras palabras, la transferencia del poder en este ámbito supone necesariamente la renuncia por parte del principal a las herramientas indirectas de influencia política sobre las decisiones monetarias. Indudablemente, la relación fiduciaria de delegación monetaria presenta elementos similares al nexo *principal-agent* (entre otros, el establecimiento jurídico de los objetivos o el control jurídico ex post de la actuación del banco central). No obstante, la discrecionalidad reconocida al *trustee* en cuanto a los medios para alcanzar los objetivos fijados persigue eliminar el riesgo de intervención activa del órgano político en la materia transferida a la autoridad monetaria central. En este sentido, el ejemplo del BCE resulta ilustrativo si se tiene en cuenta que su independencia y discrecionalidad son blindadas por normas materialmente constitucionales, quedando imposibilitada la modificación de este estatus en beneficio de las preferencias políticas de los Estados miembros (salvo un costoso procedimiento de reforma de los Tratados)<sup>135</sup>.

En definitiva, «[t]rustees are agents, but not all agents are trustees: a trustee is an agent and something more»<sup>136</sup>. Y, específicamente en cuanto a la delegación en materia de política monetaria, explica Giandomenico Majone:

«The trustee's fiduciary duty is not simply a personal obligation but is attached to a piece of property – the trust assets. A full delegation of powers in the area of monetary policy, for example, may be viewed as a transfer of political property rights in this area by the government (the settlor) to an independent central bank (the trustee) for the benefit of the government itself, whose commitment to price stability thereby becomes more credible»<sup>137</sup>.

La delegación en materia de política monetaria es cualitativamente distinta porque a su través se pretenden frenar ciertas preferencias del principal, y muy en particular, la posibilidad de desarrollar programas expansionistas. Según los estudios de la ciencia política, existirían dos problemas básicos que se perseguirían solventar mediante la innovación institucional aquí analizada. En primer lugar, la propia

---

de inflación preestablecidos, véase C.E. WALSH, «Optimal Contracts for Central Bankers», *The American Economic Review*, vol. 85, núm. 1, 1995, pp. 150–167. Recientemente, proponiendo una «escala de la delegación» para el Banco Central Europeo desde la ciencia política, U. LETTANIE, «The ECB's performance under the ESM treaty on a sliding scale of delegation», *European Law Journal*, vol. 25, núm. 3, 2019, pp. 317-332.

<sup>135</sup> G. MAJONE, «Nonmajoritarian institutions and the limits of democratic governance», *cit.*, p. 70.

<sup>136</sup> G. MAJONE, «Two logics of delegation», *cit.*, p. 113.

<sup>137</sup> *Ibid.*, pp. 113-114.

dinámica electoral de las democracias representativas incentivaría la «compra de votos» mediante estímulos deliberados de la economía en el corto plazo (p.ej., una reducción de los tipos de interés o un aumento de la masa monetaria)<sup>138</sup>. En las páginas anteriores se ha visto cómo este incremento de la oferta monetaria conllevaría, según los economistas neoclásicos, altos niveles de inflación en el corto y el largo plazo.

En segundo lugar, la delegación monetaria se dirigiría en contra de la naturaleza partidista de la política actual. Se alega, en este sentido, que la política monetaria en manos del gobierno supondría un mero reflejo del programa político del partido concreto, recordándose la preferencia histórica de los partidos de izquierda para proteger a los trabajadores y la clase media, y, al contrario, la tendencia de la derecha a garantizar los intereses financieros de los inversores. En última instancia, el problema residiría en los niveles insostenibles de inflación provocados por las preferencias monetarias expansionistas de los partidos de izquierda. De modo que un banco central conservador se erigiría en «*trustee*» del objetivo de mantener una baja inflación en el largo plazo, consiguiéndose la credibilidad generalizada de los ciudadanos y de los actores económicos<sup>139</sup>. El cumplimiento del objetivo de la delegación (la credibilidad interna y externa respecto de la orientación conservadora del banco central) sentaría las bases fácticas para que la autoridad central procediera a «sorpresas» de política monetaria (expansivas o contractivas), en función del momento concreto del ciclo económico del país<sup>140</sup>.

#### **IV. Recapitulación. Más allá de lo coyuntural**

El segundo capítulo de esta tesis doctoral ha dado cuenta de los fundamentos teóricos del principio de independencia técnica de la banca central. Se ha señalado el problema esencial al que responde la construcción teórica del banco central, esto es, la inconsistencia temporal. Tal fenómeno derivaría del (presunto) comportamiento intrínsecamente cortoplacista de los representantes políticos, al ser el voto del elector

---

<sup>138</sup> K. MCNAMARA, «Rational fictions: Central bank independence and the social logic of delegation», *cit.*, p. 50.

<sup>139</sup> *Ibid.*, p. 51.

<sup>140</sup> *Ibid.*, p. 52.

el único objetivo relevante dentro del universo del que persigue, por naturaleza, el beneficio personal. Es evidente que la definición de la independencia de la banca central desde la ciencia económica se construye por conexión —o más bien, en contraposición— al mundo político y su cortoplacismo definitorio.

Indudablemente, los fundamentos económicos de la banca central independiente superan los confines de un mayor o menor índice de inflación y crecimiento económicos, alcanzando, en cambio, el ámbito de discusión teórica incesante acerca de la relación entre la economía, la política y el derecho. Se ilumina, con ello, la segunda concesión metodológica que el Estado-nación admitiría con el fin de acomodar sus dilemas fundacionales: gobernar el ámbito material de la política monetaria por medio de un banco central independiente—un órgano que se distancia temporalmente de la dinámica política ordinaria para obtener la credibilidad de los actores sociales y financieros en lo que a la estabilidad de los precios se refiere.

Mientras que el principio general de independencia técnica —en cuanto que concreción de la racionalidad técnica propia del Estado contemporáneo— perseguía acomodar de manera más eficiente las dinámicas antagónicas inherentes al momento electoral desde una dimensión material (i.e., la autoridad funcional especializada conseguiría un mejor resultado regulatorio en comparación con el órgano legislativo), la independencia de la banca central desvela una dimensión temporal de la lucha de intereses desarrollada en el Parlamento. En efecto, en el paradigma del «Estado competitivo», el Estado-nación opera en un ambiente de mayor inestabilidad monetaria, que se superpone a la superior complejidad de los problemas sociales que aquél debe atender normativamente. De manera que el poder decisorio sobre la moneda se desprende de lo coyuntural con el fin de permitirle al Estado constitucional acomodar de manera más eficiente el tiempo de los procesos decisorios que van dando forma a su vida institucionalizada.

Indudablemente, la ordenación de la materia monetaria de acuerdo con el principio de independencia técnica desvela una faceta temporal del dilema existencial del Estado-nación: si lo que se persigue es la reproducción del sistema político estatal en un espacio global dominado por la racionalidad económica (recuérdese el fenómeno de financiarización), la cuestión monetaria se deberá alejar



institucionalmente de las dinámicas decisorias clásicas del Estado constitucional, i.e., la actualización de la voluntad política del Estado a través de la alternancia intrínseca al proceso de toma de decisiones basado en el principio democrático.

Por otro lado, la formulación del problema de la inconsistencia temporal desde una ciencia económica con proyección constitucional sitúa tanto a los gobernantes como a los agentes socioeconómicos en el mundo del que busca racionalmente aumentar la utilidad, tiene preferencias estables y la mirada puesta siempre hacia el futuro. En este sentido, el modelo de libertad en torno al cual se articula el principio de la banca central independiente es el del *homo oeconomicus*, cuya única libertad posible es aquella individual (i.e., frente al Estado). La nueva orientación ontológica basada en las preferencias estables del agente racional posiciona al Estado-nación y a sus métodos democráticos de toma de decisiones en un lugar defensivo —incluso apologético— respecto del sistema económico y su racionalidad basada en la utilidad. En consecuencia, el sistema político deberá diluir excepcionalmente sus métodos de articulación contingente del conflicto social —esto es, a través del órgano legislativo— a fin de devolverle al mercado lo que se supone que es exclusivamente suyo: el poder innato de coordinación social a través del precio.

Según el pensamiento buchiano y la teoría de las expectativas racionales, la función principal de la banca central independiente consistía en la reducción, en tiempos pre-electorales, del riesgo de manipulación de la política monetaria, evitándose de esta forma un aumento artificial de la oferta monetaria y la consolidación de una creencia generalizada en un crecimiento económico que, en términos reales, demostraría ser infundado. Dicho más claramente, la contingencia definitoria de la política institucionalizada del Estado constitucional contendría riesgos insostenibles desde el punto de vista del funcionamiento del mercado, al someterse el precio del dinero a los criterios de oportunidad política decididos por las fuerzas electorales del momento. La estabilidad del poder adquisitivo de los agentes económicos (léase previsibilidad monetaria) facilitaría el intercambio y expandiría así las fronteras espaciales del mercado, bridando cada vez más oportunidades para los participantes racionales del tráfico económico. Apenas hay

que aclarar que, al servir como lubricante para el comercio, el dinero en su definición neoclásica se configura como un símbolo vacío de valor material —o «neutral»— que posibilita la realización de las preferencias individuales racionales. Desde este entendimiento, la función del banco central independiente será la de velar por que el terreno existencial de los agentes económicos (articulado en torno a la oferta y la demanda) permanezca estable, previsible, seguro.

Por otro lado, el pensamiento monetarista de Milton Friedman desbordaría las fronteras de lo coyunturalmente arriesgado (la mayoría política que plantea para el Estado constitucional un problema de inflación insostenible en términos reales, debido a las preferencias monetarias expansionistas de los responsables políticos) para alcanzar una lógica propiamente contramayoritaria. En particular, según este autor, los riesgos del Estado constitucional de gobernar en la materia monetaria mediante los procesos democráticos clásicos no derivarían solo de una voluntad potencialmente inflacionista de la mayoría política presente, sino de la misma dinámica de alternancia política que define y articula su vida ordinaria a través del principio democrático.

Por último, la teoría político-constitucional de la delegación resultaría todavía metodológicamente plausible para que el Estado-nación reafirmara el poder último de decisión del pueblo, debido a la intervención mediadora de legitimidad democrática de la norma por la que se da vida institucional a la banca central (la Constitución o la ley). Recordemos que la delegación en la materia de política monetaria es cualitativamente distinta de las operaciones clásicas de delegación del poder precisamente porque a su través se pretenden frenar ciertas preferencias de los responsables políticos, y muy en particular, la posibilidad de desarrollar programas monetarios expansionistas. De manera que, a través de una transferencia voluntaria de la materia monetaria a los expertos técnicos, el Estado constitucional prueba —a nivel interno e internacional— su capacidad inagotable de traspasar no solo los límites cognoscitivos de su Parlamento, sino también el tiempo natural en el que desenvuelve la dinámica legislativa (el corto plazo). Una vez situado más allá de lo coyuntural, el Estado constitucional intervendría de manera «creíble» sobre el futuro de la economía nacional a través de la modulación de los tipos de interés y de

«las sorpresas monetarias» decididas exclusivamente por su banco central independiente.



### **Capítulo 3**

## **LA MANIFESTACIÓN DEL PRINCIPIO DE INDEPENDENCIA TÉCNICA EN EL BANCO CENTRAL EUROPEO. SU EVOLUCIÓN TELEOLÓGICA DENTRO DE UN ÁREA MONETARIA INESTABLE**

## I. Introducción

El tercer capítulo de esta tesis doctoral tiene por objeto de investigación al BCE y su evolución teleológica derivada, en última instancia, de la estructura asimétrica de la UEM. La relevancia teórica de esta institución supranacional a la luz de las múltiples concesiones del Estado-nación en busca de acomodar sus dilemas existenciales reside en el hecho de que aquella constituye la manifestación por excelencia del principio de la independencia técnica de la banca central y, a la vez, el punto culminante de las excepciones metodológicamente plausibles del principio democrático—recordemos, un principio fundado en la representación popular, que organizaría la estructura nacional de poderes a partir de esta exigencia desde la Modernidad. Se pretende poner de manifiesto, en primer lugar, que el euro y su organización institucional configuraron una solución política esencialmente contingente de los Estados continentales frente a una situación de inestabilidad internacional de las divisas, en la cual el marco alemán ejercía de ancla creíble en la opinión pública y en los mercados especulativos<sup>1</sup>.

Lo cierto es que situar el origen de la UEM dentro del contexto de las transformaciones geopolíticas y monetarias de la escena internacional de finales de siglo XX es hoy un lugar común. Acontecimientos fundamentales en este sentido han sido, entre otros, la liberalización de los movimientos de capitales a nivel global, el colapso de la Unión Soviética y sobre todo, la caída del sistema de Bretton Woods y la reunificación alemana. Por un lado, la evolución y la dependencia originaria de la UEM del sistema monetario internacional es evidente si recordamos que la necesidad supranacional inminente de configurar un diseño monetario propio surge solo cuando el sistema de Bretton Woods se derrumba<sup>2</sup>. Por otro lado, la reunificación alemana puso de relieve nuevamente la condición política central que todo acto de integración había exigido desde la creación de las Comunidades

---

<sup>1</sup> Desde luego, «the road toward the single currency looks like a chain reaction in which each step resolved a preexisting contradiction and generated a new one that in turn required a further step forward» (T. PADOA-SCHIOPPA, *The euro and its central bank: Getting united after the union*, MIT Press, Cambridge, 2004, p. 14).

<sup>2</sup> F. AMTENBRINK, C. HERRMANN, «Introduction», en F. AMTENBRINK, C. HERRMANN, R. REPASI (dirs.), *The EU law of Economic and Monetary Union*, Oxford University Press, Oxford, 2020, pp. 1-12, p. 4.

Europeas: «para tener éxito, cada paso [...] tenía que estar siempre en la intersección de dos tensiones; el avance de las políticas nacionales tenía que combinarse con la garantía de que Alemania estaría más segura dentro del nuevo contexto. Solo cuando ambos objetivos podían alcanzarse simultáneamente, los países estaban dispuestos a abandonar elementos de soberanía nacional»<sup>3</sup>.

Es indudable que, en su génesis, la UEM dio lugar a una de las construcciones más originales de la historia del continente, en particular considerando la notoria división entre su «E» y su «M»<sup>4</sup>. Recordemos que, desde 1999, los Estados miembros del euro compartirían una moneda común y una política monetaria única, al haber transferido tal competencia de carácter exclusivo al BCE. Por otro lado, las decisiones relacionadas con la política económica (incluidas las políticas presupuestaria y fiscal) seguirían perteneciendo a la esfera de poderes de los Estados miembros. En esta materia, los Tratados fundacionales solo reconocerían a la Unión una competencia de coordinación general y de supervisión de los presupuestos nacionales<sup>5</sup>.

Por otro lado, la UEM se identificaría como la unión monetaria más institucionalizada y difícil de reformar del mundo, puesto que sus componentes fundacionales (establecidos en el Título VIII del TFUE) se encontrarían blindados por los requisitos cualificados del procedimiento ordinario de reforma del Derecho originario<sup>6</sup>. Desde esta perspectiva, se ha señalado doctrinalmente que el euro funcionaría para sus Estados miembros, en cierto sentido, como una divisa

---

<sup>3</sup> A.S. MILWARD, *The European Rescue of the Nation-State*, cit., p. 380 (trad. propia).

<sup>4</sup> R.M. LASTRA, J.-V. LOUIS, «European Economic and Monetary union: History, Trends and Prospects», *Yearbook of European Law*, núm. 32, 2013, pp. 57-206. Hoy, la terminología propuesta en este trabajo en el sentido de separar las letras «E» y la «M» en la «UEM», es comúnmente empleada en la doctrina jurídica internacional para ilustrar los dos pilares básicos de la unión económica y monetaria europea.

<sup>5</sup> Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea, Artículo 119.

<sup>6</sup> TUE, Artículo 48.

extranjera: éstos no tienen control ni sobre la oferta interna de dinero ni sobre el cambio constitucional (unilateral) del diseño básico de la moneda única<sup>7</sup>.

La construcción que daría cabida metodológica a la estructura asimétrica de la UEM (reafirmando, a la vez, el protagonismo del principio de representación popular de los Estados miembros) ha sido reiterada recientemente por el *Bundesverfassungsgericht*: la adhesión y la permanencia del Estado alemán en el proceso de integración europea solo encuentra acomodo político-constitucional a la luz de la teoría de la delegación de poderes (esto es, la transferencia del poderes desde los Estados miembros a la Unión por habilitación de las Constituciones nacionales)<sup>8</sup>. Tal operación de transferencia voluntaria del (ejercicio de) las potestades soberanas consolidaría la tesis de la legitimidad derivada de la Unión<sup>9</sup>. Partiendo del concepto de *Kompetenz-Kompetenz* (la competencia de decidir sobre la propia competencia, en sí misma vetada a cualquier posible cesión), se prohíbe la transferencia de competencias genéricas (o competencias «en blanco») a la Unión. La operación de delegación de las competencias a las Instituciones supranacionales deberá internalizar las garantías suficientes para que los poderes fundamentales del Estado se sigan ejerciendo, de manera efectiva, por los órganos constitucionales nacionales y, muy en particular, por el parlamento, cuya autonomía presupuestaria reflejaría la capacidad del Estado constitucional de modelarse a sí mismo de una forma democrática.

Dicho más claramente, la Ley fundamental de la República de Alemania solo permitiría la cesión exclusiva de la potestad estatal en la materia de política monetaria (por contraposición a la política económica). Además, el Estado constitucional alemán se encontraría habilitado para ceder a la Unión el ejercicio de la competencia monetaria en la medida en que el nuevo titular de dicha competencia (en sentido

---

<sup>7</sup> F. AMTENBRINK, C. HERRMANN, «Introduction», en F. AMTENBRINK, C. HERRMANN, R. REPASI (eds.), *The EU law of Economic and Monetary Union*, Oxford University Press, Oxford, 2020, pp. 1-12, p. 3.

<sup>8</sup> BVerfG, 2 BvR 1390/12, de 12 de septiembre de 2012, ECLI:DE:BVerfG:2012:rs20120912.2bvr139012; jurisprudencia confirmada en la BVerfG, 2 BvR 859/155, de 5 de mayo de 2020.

<sup>9</sup> M. AZPITARTE SÁNCHEZ, *El Tribunal Constitucional ante el control del Derecho comunitario derivado*, cit., esp. pp. 31-46.



estricto, el BCE) se encontrara en condiciones efectivas de garantizar la estabilidad de la moneda so pena de vulnerar la misma Ley Federal (i.e., el artículo 88.2, que reconoce la independencia técnica del *Bundesbank*, a su vez órgano integrante del Sistema Europeo de Bancos Centrales). En consecuencia, una transformación de la posición constitucional originaria del BCE (vinculada al objetivo primordial de garantizar la estabilidad de los precios y a la independencia técnica) conllevaría la vulneración simultánea de los Tratados de la Unión y de la Ley fundamental alemana. En sentido más amplio, la ampliación de los objetivos del BCE provocaría potencialmente el mismo quebrantamiento conceptual de la teoría de la delegación de poderes (desde la Constitución estatal a la Unión) y, con ello, del principio de representación popular de los Estados miembros del euro.

Lo dicho exige reflexionar, en segundo lugar, sobre un dilema existencial propio de los Estados-nación miembros del euro; un dilema que repercutiría vitalmente en la estructura teleológica (y por consiguiente, en el principio organizativo) del BCE a partir de la crisis financiera global. La cuestión constitucional a la que se enfrentan hoy los Estados de la zona del euro es la que sigue. Tras haber consensuado la creación de una unión monetaria europea que fuera capaz, sobre todo, de dar una respuesta política a la situación internacional de inestabilidad de las divisas (salvando, sin embargo, el protagonismo estatal dentro de la eurozona por medio de una configuración peculiar de la Constitución económica de la Unión), ¿cómo afrontar el problema constitucional de los desequilibrios comerciales inherentes a la zona monetaria común que ellos mismos habían construido jurídicamente, sin diluir por el camino —y de manera irremediable— el principio de democracia nacional?

La evolución de la UEM a partir de la Gran Crisis Financiera demuestra precisamente el fracaso (político) de estabilizar fiscalmente la zona monetaria común, a fin de salvar (el concepto de) soberanía de los Estados miembros del euro. La consecuencia principal de este fracaso se traduciría en una presión socioeconómica indebida hacia el órgano monetario supranacional; un banco central que había nacido «encadenado» por las exigencias inherentes de su principio organizativo (la independencia técnica), esto es, el establecimiento de un objetivo

limitado (la estabilidad de los precios) y de una organización institucional *sui generis* (el Sistema Europeo de Bancos Centrales) en la cual el conocimiento técnico prevalecería sobre las valoraciones de oportunidad política (pensemos, sobre todo, en la división interna de responsabilidades entre el Comité Ejecutivo y el Consejo de Gobernadores del BCE).

Es sobradamente conocido el hecho de que, a partir de la crisis financiera se produjo una alteración sustancial del *telos* originario del BCE (i.e., la estabilidad de los precios como objetivo prioritario del órgano monetario independiente). Más allá de las notorias medidas de política monetaria heterodoxa potencialmente vulneradoras de su independencia técnica<sup>10</sup>, el BCE garantizaría un nuevo objetivo «superior» de la Unión (la estabilidad financiera de la unión monetaria)<sup>11</sup>. La ampliación de los objetivos del BCE se fundamentaría en la competencia latente en

---

<sup>10</sup> A lo largo de la crisis financiera, el BCE llevó a cabo los notorios programas heterodoxos de compras de activos (APP, *asset purchase programme*), en particular, la compra de activos emitidos tanto por el sector público (a través del PSPP, *Public Sector Purchase Programme*) como del sector privado (CSPP, *Corporate sector purchase programme*). Para una guía del programa APP como respuesta a la crisis financiera global, véase BANCO CENTRAL EUROPEO, *Asset purchase programmes*, <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/app/html/index.en.html> (últ. consulta: 1.9.2023). Se incluyen, asimismo, entre las medidas heterodoxas de política monetaria del BCE, las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTROs, *targeted longer-term refinancing operations*). Se debe tener en cuenta asimismo la política monetaria del BCE como respuesta al COVID-19, implementada a partir de mayo de 2020: TRLTOs III, operaciones de financiación a plazo más largo sin objetivo específico de emergencia frente a la pandemia (PELTROs, *pandemic emergency longer-term refinancing operations*) y el programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP, *pandemic emergency purchase programme*). Para una explicación detallada de estas medidas, cfr. HERNÁNDEZ DE COS, P., «La respuesta de la política monetaria del Banco Central Europeo a la crisis del Covid-19», *Banco de España*, 26.4.2021. Disponible en: <https://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/Articulos%20Prensa/hdc260421.pdf> (últ. consulta: 1.9.2023).

Por último, la actuación heterodoxa del BCE se plasmó también en los cambios de la política de activos de garantía. Según el artículo 18.1 del Protocolo sobre los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del BCE, todas las operaciones de inyección de liquidez requieren activos de garantía proporcionados por las entidades de contrapartida. La «política» de activos de garantía implica dos tipos de decisiones del BCE: primero, qué tipo de activos se aceptan como garantía (p. ej. clase AAA, B); segundo, qué recorte (*haircut*) aplicará a los distintos activos aceptados. Merece la pena destacar dos aspectos relevantes al respecto. En primer lugar, el BCE no se convierte en titular de los activos de garantía; lo que se persigue es limitar el riesgo del BCE en la operación de provisión de liquidez. Para reducir la probabilidad de que se produzcan pérdidas en este proceso, el BCE exige en garantía un activo de valor mucho más alto que la liquidez que proporciona (p. ej., una garantía valorada en 100 euros para proporcionar un importe de 50 euros de liquidez). La diferencia (en ese caso, 50 euros) se denomina «recorte». Cfr. M.K. BRUNNERMEIER, H. JAMES, J.-P. LANDAU, *The Euro and the Battle of Ideas*, Princeton University Press, Princeton, 2016, pp. 194, 321.

<sup>11</sup> Sentencia *Pringle*, párr. 135.

el Derecho originario relativa a la materia de supervisión prudencial de las entidades de crédito (artículo 126.7 del TFUE).

Las dos transformaciones del BCE (derivadas de la política monetaria expansiva y la garantía de la estabilidad financiera) aumentan la habilitación teleológica originariamente estipulada para la institución monetaria (la estabilidad de los precios), hasta el punto de cuestionar conceptualmente el propio principio organizativo que la legitima (la independencia técnica). En este sentido, mientras que una parte de la doctrina ha advertido sobre la potencial politización (indebida) del BCE a la luz de su criterio funcional de legitimidad<sup>12</sup>, otros autores han identificado en esta institución monetaria un instrumento de dominancia supranacional sobre las políticas económicas estatales y, en última instancia, sobre los Estados constitucionales de la eurozona. De acuerdo con esta segunda lectura, se habría producido no solo una expansión política —incluso «autoritaria»— de las funciones del BCE tras las crisis financiera y sanitaria, al margen de los objetivos establecidos originariamente en los Tratados fundacionales de la Unión, sino un fenómeno más amplio de transformación de los Estados constitucionales europeos, que se caracterizaría por la dilución del principio democrático (basado, en particular, en la legitimidad democrática del poder, el protagonismo de los parlamentos en la toma de decisiones y la rendición de cuentas democrática); un fenómeno que respondería a las exigencias tecnocráticas de tendencia neo y ordoliberal impulsadas en el mercado europeo y global<sup>13</sup>.

Con todo, algunos autores han ofrecido una interpretación constitucional alternativa según la cual el BCE se encontraría hoy desbordado por las exigencias de asegurar la estabilidad económica y financiera en un área monetario por definición inestable<sup>14</sup>, recordando, al respecto, que «ninguna unión monetaria ha sobrevivido

---

<sup>12</sup> Dando cuenta del debate sobre la «politización» del BCE en el sentido mencionado, P.D. TORTOLA, «The Politicization of the European Central Bank: What Is It, and How to Study It?», *Journal of Common Market Studies*, vol. 58, 2020, pp. 501–513.

<sup>13</sup> Véase, por todos, H. LOKDAM, M.A. WILKINSON, «The European Economic Constitution in Crisis: A Conservative Transformation?», en G. GRÉGOIRE, X. MINY, *The Idea of Economic Constitution in Europe*, *cit.*, pp. 459-486.

<sup>14</sup> K. TUORI, *The European Central Bank and the European Macroeconomic Constitution. From Ensuring Stability to Fighting Crises*, Cambridge University Press, Cambridge, 2022.

sin una unión política que la respaldase»<sup>15</sup>. Las páginas que siguen se adhieren a esta última corriente doctrinal, de modo que la pregunta de investigación del tercer capítulo de esta tesis doctoral abarcará también el contexto socio-jurídico en el que operan el BCE y su principio organizativo (la independencia técnica). Tal contexto se define a partir de las necesidades redistributivas intrínsecas de la UEM, en cuanto que área monetaria única en busca inherente de estabilización fiscal o, lo que es lo mismo, de un principio de solidaridad territorial.

El capítulo comienza con la historia jurídico-constitucional de la UM europea, sacando a luz el contexto en el cual se generó un impulso político suficientemente intenso como para institucionalizar el euro y su guardián, el BCE (punto II). Tras aclarar las razones esenciales que dieron lugar a la génesis jurídica de la UEM, se atenderá a las manifestaciones de la independencia técnica en la organización del BCE (punto III) y en los objetivos originarios que se le encomendaron a través del Derecho originario de la Unión (punto IV). Se comprobará, en primer lugar, que el pilar monetario de la UEM se articula en la forma de una «construcción jurídica original»<sup>16</sup>, el Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC). En este sentido, a pesar de que el SEBC es dirigido por los órganos de gobierno del BCE, su existencia no queda reducida exclusivamente al BCE, sino que integra al resto de los bancos centrales nacionales de los Estados miembros de la Unión, preservando de este modo la autonomía jurídica que aquéllos tenían reconocida en sus ordenamientos nacionales antes de la creación del euro. Posteriormente se identificarán los dos principios básicos de funcionamiento del SEBC: la toma de decisiones centralizada y la ejecución descentralizada de funciones. Una última pregunta que se plantea en relación con la organización del SEBC y del BCE concierne las reglas de funcionamiento del sistema de pagos, al estipular los Tratados de la Unión que una de las funciones básicas del SEBC consiste en la promoción de un «buen funcionamiento» de aquél<sup>17</sup>.

---

<sup>15</sup> M.J. ARJONA SÁNCHEZ, *El euro, entre la nostalgia postmoderna al oro y un supra-federalismo europeo. Un debate constitucional*, Thomson Reuters-Aranzadi, Cizur Menor, 2021, p. 259.

<sup>16</sup> Sentencia de 26 de febrero de 2019, *Rimševičs*, C-202/18 y C-238/18, EU:C:2019:139, párr. 69.

<sup>17</sup> TFUE, Artículo 127.3.

El punto IV desglosará los objetivos originarios y los correlativos instrumentos atribuidos al BCE por los Tratados de la Unión. De acuerdo con la configuración establecida en Maastricht, el BCE se adhiere a un modelo reglado de banca central<sup>18</sup>, según el cual se atribuye a la autoridad monetaria, por la vía legislativa o constitucional, la función de garantizar un objetivo jerárquicamente superior a todos los demás que tiene encomendados: la estabilidad de los precios. En efecto, los Tratados fundacionales reconocen la estabilidad monetaria como objetivo prioritario del BCE; de forma secundaria, este «apoyará las políticas económicas generales en la Unión con el fin de contribuir a la realización de los objetivos de la Unión»<sup>19</sup>. Para alcanzar su objetivo primordial, se le atribuye el máximo nivel de autonomía posible: la independencia técnica. El elemento clave para medir la licitud de las actuaciones del BCE sería la prohibición del artículo 123 del TFUE (la regla de no financiación monetaria), a su vez justificada mediante la ontología de la disciplina fiscal, aplicable en sentido amplio a la UEM (artículos 125 y 126 del TFUE).

El punto V expondrá la evolución de la UEM a partir de 2008 y las razones principales que explicarían la ampliación del *telos* del BCE (i.e. la atribución al órgano monetario de un nuevo objetivo superior de la unión monetaria, la estabilidad financiera). En sentido más general, se observará la historia misma de un fracaso político frente a la exigencia de responder fiscalmente a los desequilibrios inherentes de un área monetario común; lo que generaría una presión sociopolítica considerable sobre el *status quo* teleológico del BCE y acabaría, entre otros aspectos, con el reconocimiento de un nuevo objetivo del órgano monetario supranacional.

El punto V.1 explica, desde una perspectiva jurídico-constitucional en qué consiste la asimetría institucional de la UEM. Después, se ilustrará la predisposición de la UEM a la crisis, a la luz de la teoría económica de las áreas monetarias óptimas (punto V.2). Tras observar las deficiencias orgánicas del euro en cuanto que zona

---

<sup>18</sup> Véase, por todos, J. GARCÍA-ANDRADE GÓMEZ, «Capítulo IV: El sistema monetario en una Unión Europea de Derecho», en M.<sup>a</sup> A. SALVADOR ARMENDÁRIZ (dir.), *Regulación bancaria: transformaciones y Estado de Derecho*, ICS-Aranzadi, Navarra, 2014, pp. 251-320.

<sup>19</sup> TFUE, Artículo 127.1.

monetaria común, el análisis se trasladará a una perspectiva de teoría político-constitucional, subrayando la ontología (ordoliberal) impregnada en los Tratados fundacionales. La definición del «pecado original» de la UEM y el consiguiente mito de su «salvación» (esto es, a través de la disciplina del mercado y los criterios de convergencia económica y monetaria) servirán para aclarar por qué la configuración actual del euro es problemática (política y económicamente) a medio y largo plazo; identificando, a la vez, el origen sociopolítico de la presión normativa que se está ejerciendo al menos desde el 2008 sobre el *telos* del BCE y, por extensión, sobre su principio organizativo basado en la independencia técnica.

En el punto V.3 se ofrecerá un mapa teórico de los instrumentos económicos de inyección de liquidez implementados en la UEM a lo largo de la crisis financiera global, a fin de evitar la quiebra de algunos de los Estados deficitarios de la eurozona y reconstruir, con ello, la ficción de los títulos de deuda soberana como activos seguros en el mercado internacional. Tras ilustrar las limitaciones jurídicas y financieras del Mecanismo Europeo de Estabilidad, se describirán los componentes esenciales de la Unión Bancaria, destinada en su conjunto al refuerzo institucional del mercado financiero único. Se observará que, en última instancia, su objetivo sería el recomponer la presunción del «safe asset» en la UEM, esta vez por la vía de un (superficial) debilitamiento premeditado de la dependencia política entre la banca privada y el presupuesto estatal. En el punto V.4 se reflexiona sobre los contornos jurídico-constitucionales del nuevo objetivo del BCE, la estabilidad financiera, probando su considerable apertura conceptual en lo que a la oportunidad política se refiere. Por último, la génesis y la evolución de la UEM —en cuanto que área monetaria predisuelta a la crisis— se reconducen teóricamente a la resistencia existencial de los Estados-nación de la eurozona frente a una potencial federalización del euro y la consiguiente externalización de las responsabilidades políticas (de esencia redistributiva) hacia el BCE (punto VI).

## II. La Unión Monetaria como solución del Estado-nación europeo al problema de la inestabilidad internacional de las divisas

Es posible identificar tres factores que han influido sobremanera en el nacimiento del euro. Por un lado, la UM se ha visto fuertemente condicionada por la evolución de la arquitectura monetaria internacional acordada en Bretton Woods (1945-1971)<sup>20</sup>. Por otro lado, las propias características de las Comunidades Europeas —sobre todo, el limitado papel del Parlamento Europeo en la toma de decisiones a nivel supranacional hasta el Tratado de Maastricht— han dado lugar a un protagonismo exacerbado del poder ejecutivo (nacional y supranacional) en los impulsos políticos por crear una UM. Por último, el cambio de paradigma producido en la ciencia económica a lo largo de los años setenta (desde el *demand-side economics* al *supply-side economics*), junto con las transformaciones de la banca central contemporánea, otorgaron a los expertos en la política monetaria una posición privilegiada en el diseño que finalmente recibiría el euro. De ahí que algunos autores hubieran definido los orígenes jurídicos de la UEM como un proceso dominado políticamente por las élites ejecutivas y por tecnócratas, al haber reducido éstos el espacio necesario para la participación de los grupos sociales especialmente afectados por una moneda única (p.ej., los trabajadores) y, más en general, de la opinión pública transnacional<sup>21</sup>. En este sentido, las objeciones relativas al déficit

---

<sup>20</sup> El sistema de Bretton Woods (llamado también el patrón dólar-oro) establecía, por primera vez, un orden monetario internacional que fuera apto para dar respuesta al problema de los desequilibrios comerciales; un problema inherente al sistema moderno de acumulación de capital. Se tradujo en el hecho de que los Estados de la comunidad internacional accedieron al anclaje nominal de sus monedas al valor del dólar (permitiéndose una fluctuación aproximada de un 1%), mientras que los Estados Unidos de América se comprometían a garantizar «la completa conversión (frente a cualquiera)» del dólar al oro, al cambio fijo de treinta y cinco dólares por onza. M.J. ARJONA SÁNCHEZ, *El euro, entre la nostalgia postmoderna al oro y un supra-federalismo europeo. Un debate constitucional*, Thomson Reuters-Aranzadi, Cizur Menor, 2021, p. 67. Véase también *infra* (punto V.2.1 del presente capítulo).

<sup>21</sup> K. DYSON, K. FEATHERSTONE, *The Road to Maastricht: Negotiating Economic and Monetary Union*, Oxford Scholarship Online, noviembre 2003, DOI: 10.1093/019829638X.001.0001. Se ha hablado, en este sentido, de una instrumentalización del Derecho supranacional con el fin de impulsar los proyectos políticos ideados fundamentalmente por los gobiernos de los Estados miembros y por los «eurócratas». Cfr., por todos, D. CHALMERS, M. JACHTENFUCHS, C. JOERGES, «The retransformation of Europe», en *Idem*, *The End of the Eurocrats' Dream*, Cambridge University Press, Cambridge, 2016, pp. 1-28, esp. p. 10. Véase asimismo, D. CURTIN, «Challenging Executive Dominance in European Democracy», *The Modern Law Review*, vol. 77, núm. 1, 2014, pp. 1-32. La autora analiza el fenómeno de huida del poder ejecutivo hacia formas de toma de decisiones que evitan la responsabilidad electoral y el control democrático popular. Por fin, analizando la

democrático de la Unión Monetaria europea se integrarán en el órgano que la culmina, el BCE, como características latentes<sup>22</sup>.

La historia jurídica de la UM inicia tempranamente en la vida institucional de las Comunidades Europeas, a través del establecimiento informal del Comité de Gobernadores de los bancos centrales de los Estados miembros de la Comunidad Económica Europea, en 1964 (CoG, por sus siglas en inglés). Recordemos que en ese período regía a nivel internacional el sistema monetario de Bretton Woods, que había establecido el patrón «dólar-oro», otorgando a los Estados Unidos una posición dominante en el comercio global. Es evidente que, al anclarse también las divisas europeas al dólar, a lo largo de la vigencia del sistema de Bretton Woods, las monedas de los Estados miembros de las Comunidades Europeas se encontraban igualmente vinculadas entre ellas mismas (por la referencia compartida a una divisa extranjera, el dólar). Si partimos de la función principal del sistema de Bretton Woods —responder a los desequilibrios comerciales y estabilizar las divisas alrededor de la moneda estadounidense y, en última instancia, del oro—, es comprensible en cierto grado que la voluntad política por construir una unión monetaria europea no hubiera surgido con notable intensidad en la escena continental hasta la primera mitad de los años sesenta.

Lo dicho explica asimismo la suficiencia temporal de un CoG de naturaleza meramente informal. Este órgano reunía en Basilea a los gobernadores de los bancos

---

predominancia del poder ejecutivo en la gestión de la reciente crisis sanitaria, D. FROMAGE, «Towards increasing unity and continuing executive predominance within the E(M)U post-COVID?», *Legal Issues of Economic Integration*, vol. 47, núm. 4, diciembre de 2020, pp. 385-408. Tomando como punto de comparación las medidas anti-crisis de 2008, la autora concluye que, a pesar de la reacción considerablemente más ágil de los representantes políticos frente a la crisis derivada del Covid-19 (y del hecho de que el BCE esta vez no se configuró como «the only game in town», al verse acompañado en sus medidas por otras, adoptadas por el poder político), existiría una continuidad entre las dos crisis de la Unión puesto que los gobiernos de los Estados miembros seguirían desempeñando un papel predominante. Asimismo, la naturaleza híbrida de las normas que rigen la UEM (en cuanto que normas de la Unión y acuerdos intergubernamentales) no sólo habría quedado confirmada, sino que se habría reforzado.

<sup>22</sup> Al contrario, defendiendo el protagonismo de los gobernadores de los bancos centrales nacionales en el diseño institucional del SEBC, al haber creado presuntamente una estructura federal con suficientes garantías de *checks and balances*, dada su experiencia en el ámbito nacional en cuanto a la necesidad los mecanismos de rendición de cuentas de un banco central independiente, C.C.A. VAN DEN BERG, *The making of the Statute of the European System of Central Banks. An application of Checks and Balances*, Vrije Universiteit, Amsterdam, 2004, esp. pp. 484-486.



centrales de los Estados miembros con el fin de promover su cooperación e intercambiar información sobre sus políticas monetarias<sup>23</sup>. A los efectos de garantizar una cierta continuidad funcional del CoG, el Banco de Pagos Internacionales le prestaba apoyo operativo, ejerciendo, entre otras, funciones de secretaría para el Comité. En 1994, el CoG sería sustituido por el Instituto Monetario Europeo (IME), trasladando su sede a Fráncfort del Meno<sup>24</sup>.

La primera referencia explícita a una unión monetaria europea establecida en fases aparece en el llamado «Plan Barre», desarrollado bajo el liderazgo del entonces vicepresidente de la Comisión y miembro de la misma responsable de los asuntos económicos y monetarios, Raymond Barre. El Plan comprendía tres documentos, presentados por la Comisión al Consejo en febrero de 1969, marzo y octubre de 1970, dando cumplimiento a las conclusiones del Consejo adoptadas tras la reunión de 12 de diciembre de 1968, en las cuales se reconocía «la necesidad de una mayor integración de las políticas económicas de la Comunidad» e invitaban a la Comisión a «examinar las posibilidades de intensificar la cooperación monetaria»<sup>25</sup>.

El objetivo de una UM construida a lo largo de distintas fases quedaría confirmado inmediatamente después, en el Plan Werner de 1970, elaborado bajo la coordinación de Pierre Werner, presidente del gobierno luxemburgués desde 1959 (y ministro de finanzas de Luxemburgo)<sup>26</sup>. El Informe daba cumplimiento a las

---

<sup>23</sup> BANCO CENTRAL EUROPEO, «Comité de Gobernadores de los bancos centrales de los Estados miembros de la Comunidad Económica Europea (1964-1993)». Disponible en línea: [https://www.ecb.europa.eu/ecb/access\\_to\\_documents/archives/cog/html/index.es.html](https://www.ecb.europa.eu/ecb/access_to_documents/archives/cog/html/index.es.html) (últ. consulta: 1.9.2023).

<sup>24</sup> *Ibid.*

<sup>25</sup> COMISIÓN EUROPEA, «Commission Memorandum to the Council on the Coordination of Economic Policies and Monetary Cooperation within the Community» (COM(69), presentado el 12 de febrero de 1969, Suplemento al *Diario Oficial de las Comunidades Europeas*, núm. 3, 1969, p. 3. Disponible en línea: [http://aei.pitt.edu/1090/1/Barr\\_Plan\\_I\\_COM\\_69\\_150.pdf](http://aei.pitt.edu/1090/1/Barr_Plan_I_COM_69_150.pdf) (últ. consulta: 1.9.2023); «Commission memorandum to the Council on the preparation of a plan for the phased establishment of an economic and monetary union», COM (70) 300, presentado el 4 de marzo de 1970, Suplemento al *Diario Oficial de las Comunidades Europeas*, núm. 3, 1970; «Commission memorandum and proposals to the Council on the establishment by stages of economic and monetary union», COM(70) 1250, presentado el 20 de octubre de 1970.

<sup>26</sup> P. WERNER, «Report to the Council and the Commission on the Realization by Stages of Economic and Monetary Union in the Community», Suplemento al *Diario Oficial de las Comunidades Europeas*, vol. 70, núm. 11, 8 de octubre 1970. Disponible en línea:

conclusiones de la Cumbre Europea de La Haya de 1969, en la que los Jefes de Estado y de gobierno de la Comunidad Económica Europea habían acordado preparar un plan para la unión económica y monetaria. El Informe Werner proponía reformar gradualmente la estructura institucional de la Comunidad Económica Europea, hasta culminar una década más tarde con la UM. Sin embargo, el proyecto de la UM ideado bajo el liderazgo de Pierre Werner no preveía la creación jurídica de un banco central europeo, sino solo la fijación irrevocable de los tipos de cambio y la adopción de una moneda única. Esta última tendría la función básica de señalar «psicológicamente» la «irreversibilidad» del proceso de integración europea<sup>27</sup>.

El Plan Werner subrayaba esencialmente los beneficios de una moneda común para la consolidación del mercado interior de bienes, servicios, capitales y personas, al considerar que aquella sería un medio idóneo para impulsar la plena liberalización de los factores productivos<sup>28</sup>. El objetivo propuesto por el grupo de trabajo liderado por Pierre Werner fue aprobado en la Resolución del Consejo y de los representantes de los Gobiernos de los Estados miembros, de 22 de marzo de 1971, relativa a la realización por etapas de la unión económica y monetaria en la Comunidad, en la que se reconocía que el resultado de la UEM «podr[i]á ser la adopción de una moneda única que garanti[zara] la irreversibilidad del proceso»<sup>29</sup>. Sin embargo, meses más tarde (en agosto de 1971) se produciría el «Nixon Shock» (la decisión del Presidente estadounidense Richard Nixon de suspender la convertibilidad de los dólares en oro). La caída del sistema de Bretton Woods dio lugar a un régimen cambiario fluctuante, en el cual el valor de las divisas quedaría establecido por el propio mercado internacional y dependería, en última instancia, de la capacidad de los Estados (y de sus bancos centrales) de garantizar la confianza de los agentes económicos respecto de la prosperidad de sus economías nacionales.

---

[https://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/pages/publication6142\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/economy_finance/publications/pages/publication6142_en.pdf) (últ. consulta: 1.9.2023).

<sup>27</sup> P. WERNER, «Report to the Council and the Commission on the Realization by Stages of Economic and Monetary Union in the Community», *cit.*, p. 10.

<sup>28</sup> *Ibid.*, p. 9.

<sup>29</sup> DO C 028, de 27.03.1971 p. 0001-0004.

Entre otros aspectos, el nuevo contexto internacional definido por la no convertibilidad del dólar en oro y la consecuente inestabilidad de las divisas, unido a las dos crisis del petróleo de 1973 y 1979, imposibilitarían la materialización del Plan Werner<sup>30</sup>. A pesar del fracaso de la primera propuesta de una UM europea, merece la pena reflexionar sobre los siguientes interrogantes: ¿qué motivaciones políticas llevaron a una idea compartida entre los Estados miembros de consolidar una unión monetaria europea incluso antes de la caída del sistema monetario internacional de Bretton Woods? Y, sobre todo, ¿qué circunstancias hicieron posible un acuerdo entre Francia y Alemania al respecto? Para el objeto de esta tesis, baste señalar algunas de las respuestas identificadas por Kenneth Dyson y Kevin Featherstone en la obra *The Road to Maastricht: Negotiating Economic and Monetary Union*<sup>31</sup>.

Es una premisa comúnmente aceptada que, más allá de los intereses estrictamente nacionales de los Estados de la Comunidad Económica Europea de adherirse a una organización supranacional con el fin de garantizar el éxito de sus propias agendas políticas internas (esto es, por la vía de la cooperación en materias que superan el ámbito estatal<sup>32</sup>), existía entre los líderes del momento una predisposición generalizada hacia la profundización del proyecto de integración. En otras palabras, en la década de los sesenta todavía se estaba construyendo con ímpetu político sobre la idea fundacional de los «padres» de las Comunidades Europeas, Robert Schuman, Konrad Adenauer y Alcide De Gasperi, acerca de un proceso de integración supranacional como medio para garantizar la paz entre sus Estados

---

<sup>30</sup> M. MOLTÓ CALVO, «Capítulo 13: Unión económica y monetaria: concepto, evolución histórica y desafíos de la gobernanza económica en la Unión Europea», en J.M<sup>a</sup>. BENEYTO PÉREZ (dir.), *Tratado de Derecho y Políticas de la Unión Europea*, Tomo VI (*Mercado Único Europeo y Unión Económica y Monetaria*), CEU-Aranzadi, 2013, pp. 816-894, p. 816.

<sup>31</sup> Los argumentos mencionados se complementarán puntualmente acudiendo a las explicaciones desarrolladas al respecto en las obras de T. JUDT, *Posguerra. Una historia de Europa desde 1945*, trad. de Jesús Cuéllar y Victoria E. Gordo del Rey, Taurus, Barcelona, 2005 y T. PADOA-SCHIOPPA, *The euro and its central bank: Getting united after the union*, cit. (esp. Capítulo I: «The Roads to the Euro: A Historical Overview», pp. 1-19).

<sup>32</sup> Tesis bien ilustrada en la ciencia política a través de los enfoques intergubernamentalistas (clásicos) de la integración europea. Cfr., sobre todo, S. HOFFMANN, «Reflections on the Nation-State in Western Europe Today», *Journal of Common Market Studies*, vol. XXI, núm. 1 y 2, septiembre-diciembre, 1982, pp. 22-37; A. MORAVCSIK, «Negotiating the Single European Act: National Interests and Conventional Statecraft in the European Community», *International Organization*, 45, 1, 1991, pp. 19-56.

participantes y, sobre todo, entre Alemania y Francia<sup>33</sup>. En este sentido, la relación francoalemana sería una constante en las negociaciones claves relativas a los modos concretos de profundización de la integración europea. Ciertamente, la Segunda Guerra Mundial había puesto de manifiesto que «si no se podía destruir a Alemania, entonces había que integrarla en un marco europeo dentro del cual no pudiera generar ningún daño militar, pero sí un gran beneficio económico»<sup>34</sup>.

El fracaso de la Comunidad Europea de Defensa —junto con el despertar de los sentimientos nacionalistas en Francia frente al potencial rearme de Alemania (idea, a su vez, impulsada desde los Estados Unidos en el contexto de la Guerra Fría)— había reorientado el ímpetu integrador desde las materias íntimamente ligadas a la soberanía estatal (p.ej. el poder militar) hacia áreas percibidas como exclusivamente económicas (un mercado común)<sup>35</sup>. ¿Cómo se justifica que la iniciativa política por crear una UM europea hubiera surgido precisamente desde Francia? Dyson y Featherstone explican este hecho a la luz de la situación política interna de Francia, en la que Giscard d'Estaing y Georges Pompidou encontrarían un lugar destacado<sup>36</sup>.

Los autores identifican tres factores principales que justificarían el surgimiento en Francia de un impulso político por la integración monetaria europea; un impulso generado precisamente por contraposición a la cosmovisión nacionalista promovida por el entonces presidente de la V República, Charles de Gaulle. En primer lugar, es bien conocida la insatisfacción de Francia acerca del sistema monetario internacional establecido en Bretton Woods, que posicionaba a los Estados Unidos en el centro de la política económica global. En este sentido, la década de los sesenta había dividido a Francia entre los que apoyaban el retorno al

---

<sup>33</sup> T. PADOA-SCHIOPPA, *The euro and its central bank: Getting united after the union*, cit., p. 3.

<sup>34</sup> T. JUDT, *Posguerra. Una historia de Europa desde 1945*, cit., p. 184. En palabras incluso más ilustrativas, «[s]weet commerce would replace barbarian bellicosity», T. PADOA-SCHIOPPA, *The euro and its central bank: Getting united after the union*, cit., p. 4.

<sup>35</sup> T. PADOA-SCHIOPPA, *The euro and its central bank: Getting united after the union*, cit., p. 3.

<sup>36</sup> Recordemos que Giscard d'Estaing pertenecía al grupo político de los «republicanos independientes», desde el cual había apoyado a De Gaulle, siendo posteriormente nombrado en 1962 como ministro de Economía y de Finanzas; dentro de aquel ministerio volvería a ejercer sus funciones a lo largo de la presidencia de Georges Pompidou a partir de 1969.

sistema del patrón-oro puro, reduciendo el poder de los Estados Unidos en los asuntos europeos e internacionales (entre ellos, el propio de Gaulle) y los defensores de una «personalidad monetaria propia de la Comunidad Económica Europea», construida sobre la base de una «unidad de reserva compuesta», que sustituiría al dólar (entre ellos, Giscard d'Estaing). En efecto, la finalidad primordial de una moneda compartida en Europa sería, para los seguidores de Giscard d'Estaing, la de rivalizar con el dólar estadounidense y con la libra esterlina<sup>37</sup>.

El segundo motivo se vincularía a la recién creada Política Agrícola Común (PAC) de la Comunidad Económica Europea (en 1962), en la cual Francia se situaba como país beneficiario por excelencia en cuanto que aquélla reforzaba su posición competitiva en el mercado europeo e internacional. Según Dyson y Featherstone, Francia temía que el sistema monetario de Bretton Woods produjera una situación de inestabilidad de las divisas (y, con ello, del mercado común europeo), debido a la (entonces potencial) incapacidad de los Estados Unidos de mantener la convertibilidad del dólar en oro. De este modo, Giscard y su secretario de finanzas exteriores, André de Lattre, habrían promovido el proyecto de una moneda común dentro de la Comunidad Económica Europea como una idea funcional a la preservación de los intereses económicos y políticos de Francia en el contexto de la PAC<sup>38</sup>. Por último, la propuesta de una UEM habría supuesto para Giscard una vía para construir un perfil político singular en la arena nacional, definido precisamente por el apoyo abierto al proceso de integración supranacional. En definitiva, la defensa de la UEM habría creado para Giscard una identidad política necesariamente vinculada al futuro de la Comunidad Europea; un futuro en el cual Francia se situaría como centro de gravedad para el resto de los Estados miembros de la Comunidad. En resumidas cuentas, «EMU offered the solution to French problems»<sup>39</sup>.

De este modo, y por contraposición a la visión gaullista (aislacionista) respecto de la integración europea, el presidente francés Pompidou —elegido en

---

<sup>37</sup> K. DYSON, K. FEATHERSTONE, *The Road to Maastricht: Negotiating Economic and Monetary Union, cit.*, versión *online*, Capítulo tres: «The Political Problem of Reconciling Domestic and International Interests in EMU: The Legacy of Barre, Giscard D'Estaing, and Pompidou», p. 101.

<sup>38</sup> *Ibid.*, p. 102.

<sup>39</sup> *Ibid.*, p. 103.

1969 y cercano (aunque cauto) a las opiniones de Giscard— comunicaría finalmente a nivel supranacional la voluntad de Francia de iniciar el camino jurídico hacia una UM europea<sup>40</sup>. Sin embargo, la visión de Pompidou acerca del diseño de la UM sería muy distinta de la propuesta que estaba promoviendo Giscard. La diferencia fundamental residía en el hecho de que Pompidou compartía el rechazo gaullista hacia una posible cesión de competencias en las materias de política económica y fiscal. De ahí que, lejos de abogar por la creación de un banco central europeo, Francia encontraba en el proyecto de una UM dos finalidades esenciales: la primera, reducir la relevancia económica y política de los Estados Unidos y, con ello, de Alemania; la segunda, conseguir un método más eficiente de coordinación de las políticas monetarias europeas, sospechando la posible implosión del sistema cambiario de Bretton Woods<sup>41</sup>.

En un primer momento, la propuesta de Francia recibiría el rechazo de los líderes políticos de la Alemania Occidental, y en particular, el escepticismo del entonces canciller Ludwig Wilhelm Erhard, actor conocido por su apoyo abierto a las políticas económicas internacionales de los Estados Unidos<sup>42</sup>. Por otro lado, dada la orientación estructural de la economía alemana hacia los exportes comerciales, el sistema de Bretton Woods había garantizado hasta los años sesenta el crecimiento constante de aquélla, convirtiendo al *deutsche Mark* en una divisa de referencia en el comercio europeo e internacional. Sin embargo, el repentino surgimiento de un sistema internacional de cambios flotantes a partir de 1971 exigiría una mínima coordinación entre las divisas europeas, siquiera para asegurar la solidez del mercado interior.

De este modo, el Acuerdo de Basilea de 10 de abril de 1972 recogió el compromiso de los gobernadores de los bancos centrales de la Comunidad Económica Europea de reducir los márgenes de fluctuación de sus monedas en función de unos límites preestablecidos (también en relación con las fluctuaciones

---

<sup>40</sup> En concreto, a través de Raymond Barre, que ejercía en ese período como miembro de la Comisión responsable de los asuntos económicos y financieros.

<sup>41</sup> K. DYSON, K. FEATHERSTONE, *The Road to Maastricht: Negotiating Economic and Monetary Union*, cit., p. 104.

<sup>42</sup> *Ibid.*, p. 104.

frente al dólar), dando lugar por primera vez a una «serpiente monetaria dentro del túnel» (o, lo que es lo mismo, la serpiente monetaria europea), que pretendía responder precisamente a esa necesidad de coordinación de las divisas europeas<sup>43</sup>. Sin perjuicio de la adhesión inicial a la serpiente incluso de ciertos Estados que no figuraban como miembros de las Comunidades Europeas, su éxito quedó lejos de materializarse. Tras múltiples «entradas y salidas en el túnel» de los participantes — derivadas a su vez del comportamiento altamente inestable del dólar en los mercados internacionales—, la serpiente monetaria europea quedó reducida a un área parcialmente estable que tomaría como referencia la evolución del marco alemán<sup>44</sup>.

Lo cierto es que, a partir de 1974, la situación económica de Alemania sería muy distinta, lo que provocaría un cambio sustancial en su posición inicial respecto del proyecto de una UM europea. En efecto, en esos años, también Alemania empezaba a experimentar las consecuencias negativas de un contexto económico internacional en el que la inflación aumentaba velozmente; entre otras causas, porque los Estados Unidos habían incrementado de manera insostenible la oferta de dólares estadounidenses con el fin de hacer frente a los gastos bélicos en Vietnam, y había declarado el fin del patrón dólar-oro. Por otro lado, la segunda crisis del petróleo estaba disminuyendo incluso más la eficiencia de las herramientas macroeconómicas keynesianas de gestión de las crisis económicas. De modo que, tomando como ejemplo a la Reserva Federal de los Estados Unidos —que había aumentado enérgicamente los tipos de interés a los efectos de combatir las consecuencias inflacionistas de la política externa de la Federación norteamericana—, el *Bundesbank* decidió asimismo subir los tipos de interés en el territorio alemán, empujando finalmente el país hacia una recesión económica similar a las que estaban experimentando el resto de los Estados capitalistas de ese período. Aun así, el *deutsche*

---

<sup>43</sup> M. MOLTÓ CALVO, «Capítulo 13: Unión económica y monetaria: concepto, evolución histórica y desafíos de la gobernanza económica en la Unión Europea», *cit.*, p. 816.

<sup>44</sup> BANCO DE ESPAÑA, «El camino hacia la UEM». Disponible en línea: <https://www.bde.es/wbe/es/sobre-banco/actividad-europea/eurosistema-sebc/historia-eurosistema/uem/el-camino/> (últ. consulta: 1.9.2023).

*Mark* estaba manteniendo todavía una situación considerablemente más estable que las divisas del resto de los países europeos<sup>45</sup>.

La política de estabilización monetaria implementada por el *Bundesbank* llevó al incremento del precio del marco alemán (debido a la llamada paradoja del activo seguro en tiempos de crisis, cuyo precio aumenta precisamente porque se espera que la demanda por aquel bien siga incrementando). Puesto que las condiciones estructurales de la economía alemana requerían su devaluación temporal (a fin de impulsar los exportes comerciales), el interés de Alemania por adherirse a una UM europea liderada precisamente por su fuerte divisa estaba aumentando<sup>46</sup>. Asimismo, la UM conformaría un deseable espacio de intercambio económico en el que Alemania «reciclaría» exitosamente su característico superávit comercial<sup>47</sup>. Por otro lado, el resto de los Estados miembros de la Comunidad supranacional encontrarían en la UM europea una oportunidad para estabilizar la volatilidad de sus monedas alrededor de lo que entonces indicaba ser un ancla incontestado por los mercados, el *deutsche Mark*.

Este fue el contexto histórico en el que Helmut Schmidt y Giscard d'Estaing impulsarían finalmente la creación de un «Sistema Monetario Europeo» (SME) en 1979<sup>48</sup>. Participaban en este sistema las monedas de los Estados miembros de la Comunidad Económica Europea, con la excepción de la libra esterlina. El SME se componía de tres elementos básicos<sup>49</sup>. En primer lugar, establecía una moneda de

---

<sup>45</sup> F.W. SCHARPF, «The costs of non-disintegration: the case of the European Monetary Union», en D. CHALMERS, M. JACHTENFUCHS, C. JOERGES, *The End of the Eurocrats' Dream*, *cit.*, pp. 29-49, p. 31.

<sup>46</sup> F.W. SCHARPF, «The costs of non-disintegration: the case of the European Monetary Union», *cit.*, p. 32.

<sup>47</sup> M.J. ARJONA SÁNCHEZ, *El euro, entre la nostalgia postmoderna al oro y un supra-federalismo europeo*, esp. pp. 111 y ss.

<sup>48</sup> F.W. SCHARPF, «The costs of non-disintegration: the case of the European Monetary Union», *cit.*, p. 32. Según la ilustrativa descripción de M.J. ARJONA SÁNCHEZ, *El euro, entre la nostalgia postmoderna al oro y un supra-federalismo europeo*, *cit.*, el SME conformaría un «mini Bretton Woods» europeo (p. 120). Además, Francia veía en el SME una oportunidad para ocupar conjuntamente en el orden monetario internacional un espacio ocupado hasta entonces por el dólar estadounidense. K. DYSON, K. FEATHERSTONE, *The Road to Maastricht: Negotiating Economic and Monetary Union*, *cit.*, p. 797.

<sup>49</sup> La decisión de crear el SME quedó recogida en las Conclusiones del Consejo Europeo de Bremen, de 6 y 7 de julio 1978, y se hizo efectiva tras las Conclusiones de la Presidencia del Consejo Europeo de París, de 12 y 13 de marzo de 1979. Estas últimas se encuentran disponibles en línea:



referencia cuyo valor se calculaba en función del valor de las divisas participantes en la «cesta» de monedas, dentro de la cual el marco alemán mantenía una proporción destacada. Resultan ilustrativas, al respecto, las palabras empleadas por Tony Judt al describir el componente central del SME: «un mecanismo de medición puramente teórico, la Unidad Monetaria Europea (ecu, que recuperaba el nombre de una antigua moneda de plata francesa del siglo XVIII —el ecú—, ayudando a mitigar la insatisfacción que sentía París al tener que reconocer la creciente primacía de Alemania Occidental en los asuntos europeos)»<sup>50</sup>.

En segundo lugar, el SME introducía unos tipos de cambio estables, aunque ajustables, que se definían con referencia al ecu (el Mecanismo de Tipos de Cambio, MTC). El valor de las divisas europeas debía controlarse por medio de la política cambiaria a fin de asegurar que su fluctuación se mantendría dentro de una banda del +/- 2,25 por ciento respecto de los tipos de cambio centrales (establecidos por el MTC). Por último, el SME creaba un mecanismo de crédito en la forma de un fondo conjunto, al que cada Estado miembro del SME transferiría el 20 por ciento de sus reservas de oro y divisas extranjeras. Además de estabilizar las monedas de los países europeos, el SME también serviría para limitar los movimientos especulativos de los mercados internacionales, permitiendo de este modo la flexibilización de los controles estatales de capital<sup>51</sup>.

El Acta Única Europea de 1986 ofrecería un nuevo estímulo para avanzar en la construcción de la UM. En particular, el Acta establecía las próximas etapas para la consolidación del mercado único, confirmando la necesidad de crear una unión económica y monetaria. La positivización definitiva de la UEM como objetivo de la Comunidad Europea se produciría en 1993, a través de la entrada en vigor del Tratado de la Unión Europea de Maastricht. La UM integraba las recomendaciones del Comité de expertos liderado por el entonces presidente de la Comisión Europea,

---

[https://www.consilium.europa.eu/media/20756/paris\\_march\\_1979\\_eng.pdf](https://www.consilium.europa.eu/media/20756/paris_march_1979_eng.pdf) (esp. p. 8; últ. consulta: 1.9.2023).

<sup>50</sup> T. JUDT, *Posguerra. Una historia de Europa desde 1945*, cit., p. 668.

<sup>51</sup> BANCO DE ESPAÑA, «El camino hacia la UEM», cit.

Jaques Delors<sup>52</sup>, que proponían un diseño dividido en tres fases (1 de julio de 1990-1993; 1 de enero de 1994-1998; 1 de enero de 1999)<sup>53</sup>.

El Informe «fundacional» de 1989 establecía una unión económica y monetaria que culminaría en su última etapa con la cesión de las competencias en el ámbito monetario (no así de la política económica) por los Estados miembros. El enfoque «innovador y único»<sup>54</sup> de la UM debía ir acompañado de una adecuada regulación de los déficits presupuestarios nacionales y de la coordinación de las políticas económicas estatales. Aunque el proceso de sustitución técnica de las divisas nacionales por una común resultó «sorprendentemente apacible e indoloro»<sup>55</sup>, los requisitos supranacionales aplicables a las políticas económicas conllevarían altos costes políticos para los Estados miembros del euro. En este sentido, la situación económica y política de una Alemania reunificada —cuya divisa estaba ejerciendo en la práctica de ancla cambiario en Europa— le había situado en una posición privilegiada en las negociaciones acerca del diseño de UEM.

En este contexto se explican las dos condiciones requeridas por Alemania al resto de países participantes en el euro. La primera se refería al cumplimiento, antes de la adopción del euro, de los criterios de convergencia de Maastricht, consolidando al «Pacto de Estabilidad y Crecimiento» (PEC) —y su ontología basada en la disciplina fiscal— como centro de gravedad de las políticas económicas nacionales<sup>56</sup>.

---

<sup>52</sup> J. DELORS, «Report on economic and monetary union in the European Community», *cit.*, 1989. El informe se realizó de acuerdo con las Conclusiones del Consejo Europeo de Hannover de 27 y 28 de junio de 1988. Disponible en línea: [https://www.consilium.europa.eu/media/20602/1988\\_junio\\_hannover\\_es.pdf](https://www.consilium.europa.eu/media/20602/1988_junio_hannover_es.pdf) (p. 7; últ. consulta: 1.9.2023).

<sup>53</sup> Por ejemplo, en la segunda fase se establecería el Instituto Monetario Europeo, sucesor del Comité de Gobernadores de los bancos centrales de los Estados miembros y antecesor del BCE.

<sup>54</sup> J. DELORS, Report on economic and monetary union in the European Community», *cit.*, p. 13.

<sup>55</sup> T. JUDT, *Postguerra. Una historia de Europa desde 1945*, *cit.*, p. 1038.

<sup>56</sup> El Pacto se compone de una Resolución del Consejo de 17 de junio de 1997 (Resolución del Consejo sobre el pacto de estabilidad y crecimiento, Ámsterdam, 17 de junio de 1997, DO C 236 de 2.8.1997, p. 1-2) y dos Reglamentos del Consejo, de 7 de julio de 1997, que establecen disposiciones técnicas detalladas para el cumplimiento de la «inequívoca obligación de evitar déficits públicos» de los Estados miembros. Reglamento (CE) núm. 1466/97 del Consejo, de 7 de julio de 1997, relativo al reforzamiento de la supervisión de las situaciones presupuestarias y a la supervisión y coordinación de las políticas económicas, DO L 209 de 2.8.1997, p. 1-5 (Considerando 3). Reglamento (CE) núm. 1467/97 del Consejo, de 7 de julio de 1997, relativo a la aceleración y clarificación del procedimiento de déficit excesivo, DO L 209 de 2.8.1997, p. 6-11

La segunda se vinculaba a las características precisas del BCE. En este sentido, y como consecuencia del compromiso de Alemania de renunciar al fuerte marco alemán en aras de la moneda común, el garante institucional del euro reproduciría en sus elementos centrales el modelo del *Bundesbank* y fijaría su sede en Fráncfort del Meno<sup>57</sup>. Con todo, no es menos cierto que el éxito del *Bundesbank* en estabilizar su divisa a lo largo de las dos crisis del petróleo, así como durante el proceso de reunificación alemana, había consolidado la convicción —basada en razones pragmáticas— de los Estados miembros participantes en la UEM acerca de la conveniencia de diseñar institucionalmente al BCE como un (superficial) espejo supranacional del banco central alemán<sup>58</sup>.

De esta manera, el Tratado de Maastricht estableció que el objetivo primordial del SEBC y del BCE sería la garantía de la estabilidad de los precios. Sin perjuicio de su objetivo primario, el SEBC apoyaría las políticas económicas generales en la Comunidad, con el fin de contribuir a la consecución de los objetivos de la propia Comunidad<sup>59</sup>. En otras palabras, el Tratado de Maastricht reconoció «una esfera particular de la estructura»<sup>60</sup> de la Comunidad Europea, la política monetaria, que tendría como actor supranacional exclusivo al BCE. La plena institucionalización jurídica del BCE se produjo mediante el Tratado de Lisboa, cuyo artículo 13 lo ancló finalmente en la estructura de poderes de la Unión, reconociéndole un espacio de actuación propio, sometido a las normas y los principios del Derecho de la Unión, así como al control judicial exclusivo del Tribunal de Justicia de la Unión Europea<sup>61</sup>.

Con todo, a pesar de que la creación jurídica del BCE se llevó a cabo en el Tratado de Maastricht, en un primer momento este había quedado simplemente

---

<sup>57</sup> Véase al respecto el «Headquarters Agreement between the Government of the Federal Republic of Germany and the ECB concerning the seat of the ECB», AGR/1998/09181 (trad. disponible solo en inglés).

<sup>58</sup> F.W. SCHARPF, «The costs of non-disintegration: the case of the European Monetary Union», *cit.*, p. 31.

<sup>59</sup> TUE Maastricht, Artículo 105.1; Protocolo sobre los ESEBC, art. 2.

<sup>60</sup> S. ROMANO, *Fragments de un diccionario jurídico*, trad. S. Sentís Melendo y M. Ayerra Redín, Ediciones jurídicas Europa-América, Buenos Aires, 1964, p. 283.

<sup>61</sup> Protocolo sobre los ESEBC, Artículo 35.

instituido como un ente de la Comunidad con personalidad jurídica propia, que debía actuar «dentro de los límites de las atribuciones que les confieren el Tratado y los Estatutos del SEBC y del BCE anejos»<sup>62</sup>. Además, el BCE no figuraba en la lista de las instituciones comunitarias del artículo 7 del Tratado de Maastricht, que solo hacía mención expresa al Parlamento Europeo, al Consejo, la Comisión, el Tribunal de Justicia y el Tribunal de Cuentas.

Desde esta perspectiva, cabría argumentar que la reforma de Lisboa le reconoció al BCE un «rostro»<sup>63</sup> jurídico, que se distingue tanto de aquel de los actores nacionales como del resto de las instituciones de la Unión. Al mismo tiempo, tal rostro autónomo le sitúa en una relación de equivalencia de rango respecto de las otras instituciones supranacionales<sup>64</sup>. Dicha relación se confirma, entre otros aspectos, si se recuerda que no solo el poder legislativo, sino incluso el poder de reforma en la Unión Europea, se ejercen lícitamente solo cuando los órganos competentes hubieran consultado previamente al BCE en los casos en que las competencias de aquél pudieran verse afectadas<sup>65</sup>. Merece la pena reflexionar a continuación sobre el estatus jurídico-constitucional del BCE —y, como paso previo, sobre la organización institucional del SEBC— desde la perspectiva del Derecho positivo, dando cuenta de los debates constitutivos más relevantes al respecto<sup>66</sup>.

### **III. La manifestación del principio de independencia técnica en la organización del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del BCE**

---

<sup>62</sup> «[S]e crea un Banco Central Europeo...». Tratado de Maastricht, Artículo 4.B).

<sup>63</sup> S. ROMANO, *Fragments de un diccionario jurídico*, cit., p. 283.

<sup>64</sup> Esta conclusión se fundamenta en la interpretación acerca de la posición del Banco de España, propuesta por L. A. POMED SÁNCHEZ, *Régimen jurídico del Banco de España*, Tecnos, Madrid, 1996, p. 162.

<sup>65</sup> TUE, Artículo 48.6. TFUE, Artículo 127.6.

<sup>66</sup> Para un análisis exhaustivo del BCE (y del SEBC) a la luz del Derecho positivo, cfr., por todos, J. GARCÍA ALCORTA, *El Banco Central Europeo*, Aranzadi, Pamplona, 1ª ed., 2011. Sobre la génesis del Protocolo sobre los Estatutos del SEBC y del BCE, véase C.C.A. VAN DEN BERG, *The making of the Statute of the European System of Central Banks... cit.*

## 1. *El SEBC: una «construcción jurídica original»*

En palabras del TJ,

«el SEBC constituye en el Derecho de la Unión una construcción jurídica original en la que participan y cooperan estrechamente las instituciones nacionales, esto es, los bancos centrales nacionales, y una institución de la Unión, a saber, el BCE, y en el que prima una articulación diferente y una distinción menos pronunciada entre el ordenamiento jurídico de la Unión y los ordenamientos jurídicos internos»<sup>67</sup>.

Las páginas que siguen atenderán a las razones fundamentales que explican la originalidad del SEBC, siendo precisamente la existencia del BCE —en cuanto que institución integrante del mismo— una peculiaridad vital del sistema. A fin de comprender los debates desarrollados en el momento de génesis jurídica del SEBC y del BCE, conviene tomar como punto de partida los preceptos finalmente positivizados en el Derecho originario de la Unión, a través de la reforma introducida por el Tratado de Maastricht. El actual artículo 282.1 del TFUE establece que «el BCE y los bancos centrales nacionales (BBCCNN) constituirán el SEBC. El BCE y los BBCCNN de los Estados miembros cuya moneda es el euro, que constituyen el Eurosistema, dirigirán la política monetaria de la Unión». Además, el artículo 129.2 del TFUE hace referencia a los Estatutos del SEBC y del BCE, incorporados al Derecho supranacional mediante un Protocolo anejo los Tratados (Protocolo sobre los Estatutos SEBC y BCE, en adelante)<sup>68</sup>. El Protocolo se abre con un Capítulo I que se compone de un solo precepto, denominado «[l]a constitución del SEBC», que reproduce íntegramente el artículo 282.1 del TFUE<sup>69</sup>.

---

<sup>67</sup> Sentencia *Rimševičs*, *cit.*, párr. 69.

<sup>68</sup> Protocolo anexo al Tratado constitutivo de la Comunidad Europea, DO C 191 de 29.7.1992, p. 68. Versión consolidada del TUE, Protocolo núm. 4, *DOUE C 202*, 7.6.2016, p. 230–250.

<sup>69</sup> La formulación inicial del artículo 1 del Protocolo sobre los Estatutos SEBC y BCE —esto es, previamente a la reforma de Lisboa— resulta incluso más ilustrativa para los efectos de esta tesis, en cuanto que establecía textualmente que «[e]l SEBC y el BCE se crearán de conformidad con [...] el Tratado [de Maastricht]. [...] El SEBC estará compuesto por el BCE y los BBCCNN. El Institut Monétaire Luxembourgeois será el banco central nacional de Luxemburgo». En su versión consolidada, el Protocolo ha eliminado el último inciso referente al *Institut Monétaire Luxembourgeois*. Su mención inicial se explica por el hecho de que los firmantes del Tratado de Maastricht (y de su Protocolo núm. 4, anexo al Tratado) buscaron eliminar cualquier duda sobre la participación de Luxemburgo en la Unión Monetaria europea, reconociéndole formalmente al *Institut Monétaire Luxembourgeois* el carácter de banco central nacional. Al respecto, conviene recordar que, al inicio de la tercera fase de la UEM (1 de enero de 1999), el banco central de Luxemburgo carecía de una denominación expresa como tal, participando desde el inicio del siglo XX en la Unión Económica

Según el Derecho originario de la Unión, el BCE tendrá personalidad jurídica propia y será independiente en el ejercicio de sus competencias y en la gestión de sus finanzas<sup>70</sup>. El Protocolo sobre los Estatutos del SEBC y del BCE aclara que este último dispondrá en cada uno de los Estados miembros de la capacidad jurídica más amplia concedida a las personas jurídicas con arreglo al respectivo Derecho nacional. En particular, el BCE podrá adquirir o vender propiedad mobiliaria e inmobiliaria y ser parte en actuaciones judiciales<sup>71</sup>. Las páginas que siguen se centrarán en tres elementos controvertidos observados en el inicio de la tercera fase de la UEM. A saber, ¿cuál debía ser la base jurídica del SEBC?; ¿tendría este sistema personalidad jurídica propia o, más bien, habría que crear un nuevo órgano monetario? Y, en este último caso, ¿se le debía reconocer al BCE el estatus de institución comunitaria o bastaría, para los objetivos encomendados, la «mera» personalidad jurídica?

Conviene aclarar que el borrador del Protocolo sobre los Estatutos del SEBC y del BCE fue redactado íntegramente por el Comité de Gobernadores de los bancos centrales de los Estados miembros de la Comunidad Europea (CoG, antes mencionado), presidido por el entonces presidente del *Bundesbank*, Karl Otto Pöhl, a lo largo del año 1990<sup>72</sup>. El borrador tomó como punto de partida las recomendaciones del Informe Delors (1989), en el cual los gobernadores de los bancos centrales nacionales habían sido protagonistas. La atribución de tal protagonismo a los gobernadores de los bancos centrales nacionales y, dentro de este grupo, a Karl Otto Pöhl, había sido un éxito político de Helmut Kohl, cuya prioridad nacional era establecer una unión monetaria que le asegurase el apoyo de sus socios europeos en la inminente reunificación alemana—acontecimiento que

---

Belgo-luxemburguesa. El Tratado por el cual se establecía la Unión Económica Belgo-luxemburguesa (1921, prorrogado en 1982 y en 1992) establecía la igual paridad del franco belga y el franco luxemburgués, siendo cada una de las dos divisas reconocidas como «dinero de curso legal» en el territorio de los dos Estados miembros participantes. El banco central nacional de Bélgica ejercía como autoridad monetaria respecto de las dos divisas. C.C.A. VAN DEN BERG, *The making of the Statute of the European System of Central Banks... cit.*, p. 50 (n. 63).

<sup>70</sup> TFUE, Art. 282.3.

<sup>71</sup> Protocolo sobre el SEBC y BCE, Art. 9.1. Véase al respecto J. GARCÍA ALCORTA, *El Banco Central Europeo*, *cit.*, pp. 30-31.

<sup>72</sup> C.C.A. VAN DEN BERG, *The making of the Statute of the European System of Central Banks... cit.*, p. 3.

consolidaría la posición geopolítica y económica de Alemania en el ámbito europeo y global. Por lo tanto, teniendo en cuenta el escepticismo inicial del *Bundesbank* acerca del proyecto europeo de integración monetaria y la notoriedad de este banco central en la opinión pública alemana, la intervención de Karl Otto Pöhl en los debates legislativos de la UEM sería un éxito de Kohl, en tanto en cuanto conseguiría garantizar, de un lado, la participación del *Bundesbank* en la UM europea y, de otro lado, el apoyo del resto de los Estados miembros respecto de la reunificación alemana<sup>73</sup>. La Conferencia Intergubernamental (CIG) sobre la UEM inició en diciembre de 1990, llevándose a cabo las negociaciones en su marco sobre la base del texto final del Protocolo sobre los Estatutos del SEBC y el BCE que había redactado el CoG. El Protocolo fue aprobado por los representantes de los Gobiernos de los Estados miembros en diciembre de 1991 y firmado oficialmente el 7 de febrero de 1992<sup>74</sup>.

En esencia, la primera pregunta constitucional en la génesis jurídica de la UM se vinculó precisamente a su base jurídica, en concreto, ¿bastaría la utilización del Derecho derivado a estos efectos?<sup>75</sup> Puesto que las Comunidades europeas carecían de una atribución de competencias en la materia de política monetaria, el Informe Delors había previsto el establecimiento de la UM en el Derecho originario. En otras palabras, el nacimiento de la UM quedaba sometido a un complejo procedimiento político de reforma de los Tratados fundacionales, condicionado a la ratificación de cada uno de los Estados miembros de acuerdo con sus normas constitucionales internas<sup>76</sup>.

Más este interrogante constitutivo no supuso una novedad para los protagonistas del momento. Al contrario, la recomendación del Informe Delors se configuraba como la única alternativa viable dentro de las circunstancias jurídicas de

---

<sup>73</sup> En este sentido, Karl Otto Pöhl había declarado que su contribución (inicialmente involuntaria) en los debates sobre el SEBC había sido «el peor episodio de su carrera profesional». C.C.A. VAN DEN BERG, *The making of the Statute of the European System of Central Banks... cit.*, pp. 5-6.

<sup>74</sup> C.C.A. VAN DEN BERG, *The making of the Statute of the European System of Central Banks... cit.*, p. 8.

<sup>75</sup> *Ibid.*, p. 41.

<sup>76</sup> J. DELORS, «Report on economic and monetary union in the European Community», *cit.*, párr. 18, 54.

1989. El origen del debate se debe buscar, en cambio, en las negociaciones sobre la reforma al Tratado de Roma introducida por el Acta Única Europea (en vigor desde 1986). Recordemos, en este sentido, que Jacques Delors había sido nombrado presidente de la Comisión Europea en 1985. Su primera labor política (apoyada por Mitterand) fue el intento de utilizar el Acta Única con el fin de introducir en los Tratados fundacionales una competencia monetaria supranacional latente; esta habría representado, a su vez, el primer paso hacia una potencial UM europea. A pesar de coincidir con la visión de Delors, Kohl buscó un compromiso para aliviar la resistencia manifestada por Karl Otto Pöhl y por Margaret Thatcher al respecto<sup>77</sup>. El resultado de este compromiso quedó reflejado en el artículo 102 A del Tratado de Roma (en su versión modificada por el Acta Única), que positivizaba la imposibilidad de codificar una UM europea mediante actos de Derecho derivado:

«[1.] A fin de garantizar la convergencia de las políticas económicas y monetarias necesaria para el ulterior desarrollo de la Comunidad, los Estados miembros [...] respetarán las competencias existentes en este ámbito.

[...] En la medida en que la evolución en el ámbito de la política económica y monetaria requiera cambios institucionales, serán de aplicación las disposiciones del artículo 236. También se consultará al Comité Monetario y al Comité de Gobernadores de los Bancos Centrales acerca de los cambios institucionales en el ámbito monetario».

Por su parte, el artículo 236 del TCEE establecía los requisitos del poder de reforma de los Tratados fundacionales, en particular, la obligatoria iniciación de una CIG y la ratificación del texto acordado en la Conferencia por cada uno de los Estados miembros, de acuerdo con sus normas constitucionales internas. Por lo tanto, el blindaje supranacional de la soberanía monetaria estatal en el artículo 102 A del TCEE supuso el rechazo del Derecho derivado como vía constitucionalmente lícita para construir una UM europea. Además, la positivización de este blindaje en el Derecho originario descartaba de entrada la alternativa ofrecida por Delors, que veía en la utilización del artículo 235 del TCEE una vía jurídica suficiente para activar

---

<sup>77</sup> De un lado, el *Bundesbank* temía una posible pérdida de su independencia orgánica y del control sobre el fuerte marco alemán. De otro lado, la oposición de Gran Bretaña a la creación de una UEM es bien conocida, quedando confirmada su exención de la UEM (*opt-out*) mediante un acto de Derecho originario. En particular, el Protocolo núm. 25 sobre determinadas disposiciones relativas al Reino Unido de Gran Bretaña e Irlanda del Norte anejo al Tratado constitutivo de la Comunidad Europea (1992). El *opt-out* fue la condición del Reino Unido para no bloquear la entrada en vigor del Tratado de Maastricht.



aquella potencial competencia monetaria latente de la CEE. Este último precepto permitía la adopción de normas de armonización del mercado interior por el Consejo de Ministros (por unanimidad), sin la necesidad de iniciar un costoso procedimiento político de reforma de los Tratados constitutivos<sup>78</sup>.

Lo cierto es que existía otra diferencia sustancial entre el alcance de la competencia monetaria supranacional ideada por Delors (y Mitterrand), y aquella que finalmente se le atribuiría al BCE en Maastricht; precisamente esta diferencia motivaba la presunta suficiencia del Derecho derivado según la propuesta de Delors en 1985. Recordemos que, para Francia, la integración monetaria se habría materializado con mayor éxito si hubiera carecido de un (nuevo) actor monetario supranacional. De ahí que el Derecho derivado fuera suficiente tanto para el reconocimiento como para la posterior activación de la competencia monetaria dentro de la Comunidad. Desde este entendimiento se observará con mayor claridad la posición del *Banque de France* respecto al contenido que debía integrar, años más tarde, el borrador del Protocolo sobre los Estatutos del SEBC y del BCE.

Sobre este substrato político-constitucional cabe concluir que, en 1990, la única forma legítima para dar comienzo a la tercera fase de la UM europea consistía en la reforma de los Tratados fundacionales, requiriéndose, sobre todo, la ratificación de cada uno de los Estados miembros de la Comunidad. Las consecuencias sobre las modalidades de modificación del Protocolo sobre los Estatutos del SEBC y del BCE son evidentes, debiéndose activar, a estos efectos, el mismo poder de reforma cualificado<sup>79</sup>. El artículo 129.2 del TFUE supone una excepción a esta regla general, en cuanto que habilita la introducción de modificaciones tasadas al Protocolo mediante un procedimiento legislativo ordinario, dentro del cual el Parlamento Europeo y el Consejo se pronunciarán bien sobre la base de una recomendación del BCE y previa consulta a la Comisión, bien a propuesta de la Comisión y previa consulta al BCE<sup>80</sup>.

---

<sup>78</sup> C.C.A. VAN DEN BERG, *The making of the Statute of the European System of Central Banks... cit.*, p. 41.

<sup>79</sup> Previsto en el artículo 48 del TUE.

<sup>80</sup> Es evidente que la excepción se aplica a elementos que, en cualquier caso, no tienen la capacidad de desvirtuar el diseño básico del SEBC y del BCE. Por ejemplo, se podrán modificar mediante este

El segundo aspecto controvertido en la regulación originaria del pilar monetario de la UEM se refirió a su concreta organización institucional y, en especial, a la identificación del titular que ejercería la nueva competencia que los Estados participantes en la UM habían acordado transferir. En este sentido, el Informe Delors proponía la creación jurídica de un «sistema federal de bancos centrales»<sup>81</sup>, oponiéndose por lo tanto a la posibilidad de establecer un banco central supranacional capaz de absorber al resto de los bancos centrales nacionales existentes en el territorio de los Estados miembros<sup>82</sup>. La necesidad de reconocerle —cuanto menos— personalidad jurídica al (todavía incierto) ente que ejercería la competencia monetaria supranacional fue una premisa incontestada tanto entre los intervinientes en el CoG como entre los actores políticos de la CIG.

Dicha necesidad se explica por dos razones básicas. En primer lugar, la personalidad jurídica (léase capacidad de obrar) es una condición indispensable para operar en el mercado financiero mediante la compra y la venta de títulos de deuda (en otras palabras, para ejercer las operaciones de mercado abierto, un instrumento típico de la política monetaria contemporánea). En segundo lugar, también es la personalidad jurídica un requisito práctico —más allá de la personalidad jurídica de los BBCCNN, reconocida por sus propios ordenamientos jurídicos nacionales— para mantener un capital mínimo exigido para operar como autoridad monetaria central<sup>83</sup>.

---

procedimiento los siguientes artículos del Protocolo: art. 17 (cuentas en el BCE y los BBCCNN); art. 18 (operaciones de mercado abierto); art. 19 (reservas mínimas de las entidades de crédito) o el art. 32 (párr. 3,4,5), relativo a determinadas reglas de reparto de los ingresos monetarios.

<sup>81</sup> J. DELORS, «Report on economic and monetary union in the European Community», *cit.*, párr. 32.

<sup>82</sup> C.C.A. VAN DEN BERG, *The making of the Statute of the European System of Central Banks... cit.*, p. 35.

<sup>83</sup> *Ibid.*, pp. 38, 44. Otra razón se refiere a la capacidad efectiva del SEBC de actuar en garantía de la política cambiaria del euro —establecida en principio por el Consejo de la Unión— en relación con las divisas extranjeras (artículo 219 del TFUE). Además, también se requería una capacidad supranacional (distinta de las instituciones ya existentes en la Comunidad) para actuar en el plano internacional. Véase solo el artículo 23 del Protocolo sobre los Estatutos del SEBC y del BCE, que, entre otras, le reconoce al BCE la facultad de establecer relaciones con los bancos centrales y con las instituciones financieras de otros países y, cuando proceda, con organizaciones internacionales. Sobre la política monetaria exterior en la Unión Europea, cfr., por todos, J. GARCÍA ALCORTA, *El Banco Central Europeo, cit.*, pp. 210 y ss.

Por consiguiente, el debate versó principalmente sobre el sujeto concreto al que se le atribuiría (por ahora) la personalidad jurídica mediante el Derecho originario de la Unión. Las primeras versiones del borrador del Protocolo sobre los Estatutos del SEBC y del BCE identificaban al propio SEBC como titular de tal personalidad jurídica<sup>84</sup>. Esta opción fue rechazada a lo largo de los debates posteriores desarrollados en el marco del CoG, de acuerdo con el siguiente razonamiento. Por un lado, si la nueva personalidad jurídica le hubiera correspondido directamente al SEBC, la existencia jurídica autónoma de los propios BBCCNN habría quedado anulada en la práctica, puesto que difícilmente se habrían distinguido las partes integrantes de un sistema que —en sí mismo— tendría expresamente reconocida la capacidad de obrar. Además, es evidente que la desaparición de los BBCCNN hubiera sido una consecuencia inaceptable para el *Bundesbank*, desde el origen escéptico hacia la idea de una UM europea<sup>85</sup>. En otras palabras, se estaba generando paulatinamente dentro del CoG la idea de un tercer ente «neutro» que reconciliara la autonomía jurídica de los BBCCNN —en cuanto que partes integrantes de un sistema europeo de bancos centrales— y la necesidad práctica de ejercer a nivel supranacional la capacidad de obrar en garantía de la unicidad de la política monetaria. De ahí que el (actual) artículo 128 del TFUE hubiera establecido finalmente el principio general según el cual el SEBC carece de personalidad jurídica y está dirigido por los órganos rectores del BCE, concretamente, el Consejo de Gobierno y el Comité Ejecutivo<sup>86</sup>.

A partir de ese momento, el reto esencial del CoG consistió en concretar cuál sería aquel ente integrante del SEBC cuya personalidad jurídica derivaría del Derecho supranacional; o, lo que es lo mismo, ¿quién ejercería de tercero «neutro» dentro del SEBC, a fin de armonizar la existencia del propio sistema con la de los BBCCNN? Inicialmente, los gobernadores de los BBCCNN tomaron en consideración la posibilidad de atribuir personalidad jurídica al mismo Consejo de Gobierno del

---

<sup>84</sup> C.C.A. VAN DEN BERG, *The making of the Statute of the European System of Central Banks... cit.*, p. 38.

<sup>85</sup> *Ibid.*, p. 44.

<sup>86</sup> Así como el artículo 8 del Protocolo sobre los Estatutos del SEBC y del BCE.

SEBC y a su Comité Ejecutivo<sup>87</sup>. Sin embargo, esta opción podría haber dado lugar a la percepción externa del SEBC como un ente que ejerce funciones monetarias en beneficio de la propia Comunidad Europea—idea incompatible con el alto nivel de independencia que la legislación nacional había reconocido al *Bundesbank*, así como a la mayoría de los BBCCNN participantes en la UM. Por consiguiente, todo indicaba que el éxito del SEBC dependería, en última instancia, de la creación de una autoridad monetaria «central» a través de los propios Tratados fundacionales. Su denominación sería, a partir de la reforma de Maastricht, el «Banco Central Europeo»<sup>88</sup>.

Pero ¿debía este órgano recibir el estatus de institución comunitaria o sería suficiente el reconocimiento de una personalidad jurídica supranacional, distinta de las personalidades jurídicas de los BBCCNN? En las páginas anteriores se ha visto que la inserción oficial del BCE como institución de la Unión se produjo solo a través de la reforma de Lisboa, en el artículo 13 del TUE. ¿Cuáles fueron las razones que motivaron a los gobernadores de los BBCCNN y a los representantes políticos de la CIG atribuir al BCE —inicialmente— solo la personalidad jurídica? Las alternativas de partida para definir el encaje jurídico-constitucional del BCE fueron dos.

---

<sup>87</sup> C.C.A. VAN DEN BERG, *The making of the Statute of the European System of Central Banks... cit.*, p. 38 (n. 7).

<sup>88</sup> Conviene aclarar también que la propia denominación del BCE fue sometida a importantes negociaciones en el marco del CoG. Además, el mismo término de una «autoridad monetaria central» fue contestado por algunos de los gobernadores de los BBCCNN (especialmente el gobernador francés), por sugerir presuntamente la existencia de un nuevo centro de toma de decisiones en el sistema. En su lugar, se proponían otras denominaciones como «Autoridad (monetaria)», «Consejo», «Agencia», o incluso «Junta». Merece la pena reproducir textualmente el estado del borrador del Protocolo sobre los Estatutos del SEBC y del BCE, el 22 junio de 1990:

«Article 1 – The [ESCB][ECBS]

A [European System of Central Banks] [European Central Bank System], consisting of a central monetary institution [European Central Bank] and the national central banks [whose currencies participate in the monetary union], is hereby established.

The ESCB shall be governed by the provisions of the Economic and Monetary Union Treaty and by these Statutes».

Las explicaciones anteriores se extraen de C.C.A. VAN DEN BERG, *The making of the Statute of the European System of Central Banks... cit.*, p. 43.

La primera consistía en su reconocimiento como nueva institución comunitaria, entre las enumeradas en el artículo 4 A del TCEE. La segunda era atribuir al BCE un régimen jurídico similar al que definía al Banco Europeo de Inversiones (BEI) y al Tribunal de Cuentas<sup>89</sup>; es decir, como un órgano independiente dentro de la Comunidad, diferenciado funcionalmente de aquélla, pero sometido a las normas y los objetivos generales reconocidos en los Tratados fundacionales<sup>90</sup>. La decisión final en el CoG —y posteriormente en la CIG— representó, en realidad, una vía intermedia que surgiría como simple consecuencia de haber rechazado —por constitucionalmente insatisfactorias— las dos alternativas mencionadas.

La premisa del CoG era que, a diferencia de las instituciones comunitarias, el BCE no podía considerarse un «órgano constitucional» de la Comunidad (en el sentido del término alemán *Verfassungsorgane*, i.e., instituciones que, por las propias funciones atribuidas en la Constitución, reflejan la identidad constitucional del Estado). Al contrario, igual que el BEI, el BCE debía ser un órgano funcionalmente limitado, en razón al objetivo principal de asegurar la estabilidad de los precios dentro de la UM<sup>91</sup>. Por otro lado, el reconocimiento del BCE como institución comunitaria complicaría —más que aclarar— su régimen jurídico, puesto que le resultarían aplicables las normas de alcance general de la Comunidad (p.ej. en materia de régimen lingüístico, régimen financiero, función pública). Por último, la carencia de estatus institucional dentro de la Comunidad no debía llevar necesariamente a una desvinculación absoluta del BCE de la órbita jurídica supranacional (piénsese solo en el control jurisdiccional de los actos jurídicos del BCE por el TJUE)<sup>92</sup>.

Por contraposición, los argumentos principales que ilustran la inadecuada definición del BCE en el sentido de un órgano similar al BEI quedan bien reflejados

---

<sup>89</sup> C.C.A. VAN DEN BERG, *The making of the Statute of the European System of Central Banks... cit.*, p. 44.

<sup>90</sup> Vale la pena recordar que tampoco el estatus jurídico de estas dos instituciones está exento de controversias. Véase solo N. ROBINSON, «The European Investment Bank: the EU's neglected institution», *Journal of Common Market Studies* vol. 47, núm. 3, 2009, pp. 651-673.

<sup>91</sup> C.C.A. VAN DEN BERG, *The making of the Statute of the European System of Central Banks... cit.*, p. 44.

<sup>92</sup> Artículo 35 del Protocolo sobre los Estatutos del SEBC y del BCE. *Ibid.*

en las Conclusiones del Abogado General Gulmann al asunto C-370/89, *SGEEM y Roland Etroy c. BEI*, presentadas el 2 de junio de 1992 (esto es, antes de la entrada en vigor del Tratado de Maastricht):

«El nuevo Tratado confía al Banco Central Europeo tareas y atribuciones que, a causa de su carácter de organismo de Derecho público, hicieron necesaria su inclusión en las normas del Tratado sobre la competencia del Tribunal de Justicia [...] y, por tanto, es natural que se asimile el Banco Central a las Instituciones de la Comunidad [en materia de responsabilidad extracontractual]. El nuevo Tratado no modifica las tareas del Banco Europeo de Inversiones, que no implican, o sólo en pequeña medida, el ejercicio de atribuciones de Derecho público en sentido estricto»<sup>93</sup>.

En resumidas cuentas, el BCE nace con una incierta posición jurídico-constitucional, en cuanto que órgano titular de una competencia monetaria exclusiva, regulado, sin embargo, por un Derecho público (supranacional) *sui generis*. Por último, los debates desarrollados en el marco del CoG atendieron también al concreto encaje de los órganos de gobierno del SEBC. En particular, ¿debían estos situarse dentro del BCE (y por extensión, del SEBC), o externamente al BCE? La decisión final fue insertar orgánicamente al Consejo de Gobierno y al Comité Ejecutivo dentro de la estructura interna de poderes del BCE, al haberse considerado que una opción distinta convertiría la existencia de estos dos órganos rectores en una paradoja jurídica (por «gobernar» un Sistema que carece de personalidad jurídica)<sup>94</sup>.

Este acuerdo marcó el inicio de otro debate existencial dentro del SEBC: ¿hasta dónde llegaría el poder del BCE dentro del SEBC, teniendo en cuenta la existencia jurídica autónoma de los bancos centrales nacionales? En otras palabras, a partir de ese momento el conflicto giraría en torno a las dos modalidades potenciales de organización y funcionamiento del SEBC, esto es, bien de acuerdo

---

<sup>93</sup> EU:C:1992:234. Para una reflexión más extensa acerca de las diferencias entre el *status* del BEI y del BCE, cfr. C. ZILIOLI, M. SELMAYR, *The Law of the European Central Bank*, Hart Publishing [2001], Oxford - Portland Oregon, 2004, esp. pp. 25-28 («Why an analogy between ECB and EIB is not appropriate»). Los autores destacan, entre otros aspectos, la *lex specialis* que regula el objetivo del BCE (al ser el propio Derecho originario el que le encomienda la garantía de la estabilidad de los precios, y solo de manera secundaria el apoyo a las economías generales de la Unión); el hecho de que el BCE no puede utilizarse siquiera excepcionalmente como «un brazo financiero» de la Comunidad (dado su alto nivel de independencia) y el ejercicio de una potestad normativa propia (a diferencia del BEI, que ejerce sus tareas sobre la base de contratos propios de la órbita del Derecho mercantil).

<sup>94</sup> C.C.A. VAN DEN BERG, *The making of the Statute of the European System of Central Banks... cit.*, p. 45.

con el principio de descentralización bien con el de subsidiariedad. Es evidente que la respuesta a dicha pregunta constitutiva condicionaría vitalmente el propio diseño de la política monetaria supranacional y, por extensión, el poder atribuido al BCE para ejercerla. Antes de analizar este último punto controvertido relativo a la creación del SEBC y del BCE, conviene recapitular la estructura orgánica de ambos, introduciendo asimismo algunos aspectos relacionados con el lugar de los BBCCNN (y de sus gobernadores) dentro del SEBC.

## ***2. La composición y los órganos de gobierno del SEBC***

Hasta aquí se ha visto que, sin perjuicio de que los Estados miembros hubieran acordado transferir el ejercicio de la función monetaria estatal a un titular perteneciente a la órbita del Derecho supranacional (el BCE), los gobernadores de los BBCCNN promovieron un diseño institucional original del pilar monetario de la UEM. En efecto, a pesar de establecer finalmente un nuevo órgano monetario central que culminaría el sistema europeo de bancos centrales nacionales, los BBCCNN intentaron hacer uso de la autonomía jurídica que les había sido previamente reconocida en sus normas de Derecho nacional<sup>95</sup>. De ahí que el SEBC sea una estructura institucional sin personalidad jurídica propia, compuesta de veintiocho autoridades monetarias ordenadas en dos niveles jerárquicos<sup>96</sup>.

El primer nivel le corresponde al (recién creado) BCE; el segundo nivel comprende al resto de veintisiete bancos centrales nacionales, que ejecutarán las instrucciones del BCE en el ámbito de la política monetaria, siempre que los respectivos BBCCNN participen en la moneda única<sup>97</sup>. Ciertamente, hasta que todos

---

<sup>95</sup> *Ibid.*

<sup>96</sup> R. SMITS, «The European Central Bank: Institutional Aspects», *International and Comparative Law Quarterly*, vol. 45, núm. 2 (abril), 1996, pp. 319-342, p. 326. En igual sentido, más recientemente, J. LANGNER, «ESCB/Eurosystem/National Central Banks», en F. AMTENBRINK, C. HERRMANN (eds.), *The EU Law of Economic and Monetary Union*, *cit.*, pp. 390-427, p. 390.

<sup>97</sup> Se preveía que todos los Estados miembros de la Unión hubieran dado finalmente comienzo a la tercera etapa de la UEM. Es más, la adhesión a la UEM es una obligación contraída por los Estados miembros de la UEM en el artículo 3 del TUE. De ahí que las disposiciones del Protocolo sobre los Estatutos del SEBC y del BCE dedicadas a organizar las relaciones entre el BCE y los BBCCNN de los Estados miembros cuya moneda no sea el euro tengan carácter transitorio (véase el Capítulo IX de dicho Protocolo, denominado «[d]isposiciones transitorias y otras disposiciones para el SEBC»). Se exceptúa con carácter permanente la adhesión a la (tercera fase de la) UEM de

los Estados miembros de la Unión den comienzo a la tercera fase de la UEM — introduciendo en sus territorios nacionales el euro como único dinero de curso legal bajo la custodia del BCE—, convendrá separar conceptualmente entre la existencia del SEBC en sí mismo considerado y el «Eurosistema». Mientras que el primero integra a todos los BBCCNN de los Estados miembros de la Unión y al BCE, el «Eurosistema» —término positivizado en el propio Derecho fundacional de la Unión desde la reforma de Lisboa— se constituye solo por «los bancos centrales nacionales de los Estados miembros cuya moneda es el euro»<sup>98</sup>. Tal diferenciación conceptual refleja la esencia del proceso de integración europea en sentido amplio, que, como tal, permite avanzar (en este caso) en la integración monetaria a distintas velocidades. La existencia de dos grupos dentro de la UM (los «ins» y los «outs»)<sup>99</sup> exigió la configuración transitoria de un tercer órgano rector del SEBC, el Consejo General<sup>100</sup>.

Por lo demás, la referencia a un «sistema europeo de bancos centrales» se traduce jurídicamente en el hecho de que todos los entes jurídicos que lo integran deberán someterse a las mismas normas de Derecho público. En este sentido, el Derecho originario de la Unión establece los componentes básicos del SEBC. La adopción de normas de Derecho derivado dentro del SEBC corresponderá a los órganos de gobierno del BCE (el Consejo de Gobierno y el Comité Ejecutivo), salvo las circunstancias tasadas previstas en el Protocolo sobre los Estatutos del SEBC y

---

Dinamarca (*opt-out clause*). Véase el Protocolo núm. 14 sobre determinadas disposiciones relativas a Dinamarca respecto de la Unión Económica y Monetaria (1992).

<sup>98</sup> Artículo 282.1 del TFUE y artículo 1.1 del Protocolo sobre los Estatutos del SEBC y del BCE (versión consolidada). Al contrario, el término «eurozona» carece de significado jurídico-constitucional, siendo simplemente una denominación surgida en la práctica política para identificar a la UM y a los Estados miembros del euro. C. ZILIOI y M. SELMAYR, *The Law of the European Central Bank*, *cit.*, pp. 154-155.

<sup>99</sup> C. ZILIOI y M. SELMAYR, *The Law of the European Central Bank*, *cit.*, p. 155.

<sup>100</sup> Protocolo sobre los Estatutos del SEBC y del BCE, Artículos 45-47. El Consejo General del BCE está compuesto por el presidente y el vicepresidente del BCE y por los gobernadores de todos los BBCCNN del SEBC. Los demás miembros del Comité Ejecutivo podrán participar en las reuniones del Consejo General, aunque sin derecho a voto. Entre otras funciones, el Consejo General deberá contribuir a los preparativos necesarios para la transición a la tercera fase de la UM de los Estados miembros que no sean parte del euro (Protocolo sobre los Estatutos del SEBC y del BCE, Artículo 47.3). Por su parte, el presidente del BCE tiene un simple deber de «informar» al Consejo General del BCE sobre las decisiones del Consejo de Gobierno.



del BCE, que habilitan al Consejo adoptar legislación complementaria del Protocolo según un procedimiento específico<sup>101</sup>.

El Consejo de Gobierno es el órgano decisorio del BCE y se ocupa de la formulación de la política monetaria de la Unión (léase del Eurosistema), incluidas, en su caso, «las decisiones relativas a los objetivos monetarios intermedios, los tipos de interés básicos y el suministro de reservas en el SEBC»<sup>102</sup>. Al estar compuesto por los miembros del Comité Ejecutivo del BCE y por los gobernadores de los BBCCNN cuya moneda sea el euro<sup>103</sup>, el Consejo de Gobierno supone una manifestación orgánica del carácter unitario del SEBC y de la política monetaria de la UM. Cabe subrayar, en este sentido, que los gobernadores de los BBCCNN cuya moneda sea el euro participan activamente en la adopción de las orientaciones y decisiones necesarias para garantizar el cumplimiento de las funciones asignadas al SEBC por los Tratados fundacionales. De ahí que, en las reuniones del Consejo de Gobierno, los gobernadores de los BBCCNN cuya moneda sea el euro participen a título personal, en cuanto que integrantes del órgano de dirección del SEBC (por contraposición a una participación potencial como representantes exclusivos de sus BBCCNN)<sup>104</sup>.

Por su parte, el Comité Ejecutivo se compone del presidente del BCE, el vicepresidente y otros cuatro miembros independientes, debiendo éstos ejercer sus funciones con dedicación exclusiva. Los miembros del Comité Ejecutivo (incluidos el presidente y el vicepresidente) serán nombrados de común acuerdo por el Consejo Europeo (por mayoría cualificada), sobre la base de una recomendación del Consejo y previa consulta al Parlamento Europeo y al Consejo de Gobierno, de entre

---

<sup>101</sup> En concreto, según el artículo 129.4 del TFUE (y 42 del Protocolo SEBC), el Consejo adoptará las disposiciones contempladas en los artículos 4 [funciones consultivas del BCE], 5.4 [recopilación de información estadística], 19.2 [cálculo y sanciones relacionadas con las reservas mínimas], 20 [instrumentos de control monetario que impongan obligaciones a terceros], 28.1 [condiciones del aumento del capital del BCE], 30.4 [límites al requerimiento de más activos exteriores de reserva por el BCE] y 34.4 [límites y condiciones de la potestad sancionadora del BCE] del Protocolo, bien a propuesta de la Comisión y previa consulta al Parlamento Europeo y al BCE, bien sobre la base de una recomendación del BCE y previa consulta al Parlamento Europeo y a la Comisión.

<sup>102</sup> Protocolo sobre los ESEBC, Artículo 12.1.

<sup>103</sup> TFUE, artículo. 283.1; Protocolo sobre los Estatutos del SEBC y del BCE, Artículo. 10.1.

<sup>104</sup> J. LANGNER, «ESCB/Eurosystem/National Central Banks», *cit.*, p. 396.

personalidades de reconocido prestigio y experiencia profesional en asuntos monetarios o bancarios. Además, éstos deberán ser nacionales de los Estados miembros de la Unión<sup>105</sup>.

Tres características adicionales describen el régimen jurídico de los miembros del Comité Ejecutivo. En primer lugar, su mandato tendrá una duración de ocho años, no renovable. En segundo lugar, sus condiciones de empleo serán fijadas por el Consejo de Gobierno, a propuesta de un comité compuesto por tres miembros designados por el Consejo de Gobierno y otros tres miembros designados por el Consejo de Ministros. Por último, la separación del cargo se llevará a cabo únicamente por el Tribunal de Justicia, a petición del Consejo de Gobierno o del propio Comité Ejecutivo, siempre que su presupuesto habilitante quede probado (i.e., el incumplimiento sobrevenido de los requisitos para ser nombrado miembro del Comité o la falta grave)<sup>106</sup>. El Comité Ejecutivo se encarga principalmente de la gestión ordinaria del BCE<sup>107</sup>.

Merece la pena observar con mayor detenimiento la distribución interna de funciones entre el Consejo de Gobierno y el Comité Ejecutivo, en cuanto que órganos rectores del BCE y del SEBC. Ciertamente, una lectura superficial del Derecho originario indicaría la participación exclusiva del Consejo de Gobierno del BCE en la toma de decisiones. Sin embargo, las normas de Derecho derivado del SEBC y la práctica institucionalizada muestran cómo el Comité Ejecutivo mantiene un destacado poder informal para influir en la toma de decisiones del SEBC<sup>108</sup>. Al respecto, conviene aclarar cómo se dividen las responsabilidades entre los dos órganos rectores del BCE<sup>109</sup>.

El Protocolo sobre los Estatutos del SEBC y del BCE encomienda al Consejo de Gobierno tres funciones básicas: (i) la adopción de las orientaciones generales

---

<sup>105</sup> TFUE, artículo 283; Protocolo sobre los Estatutos del SEBC y del BCE, Artículos 11 y 13.

<sup>106</sup> Protocolo sobre los Estatutos del SEBC y del BCE, Artículo 11.

<sup>107</sup> *Ibid.* (apartado 6).

<sup>108</sup> Esta es la hipótesis que se formula en C.C.A. VAN DEN BERG, *The making of the Statute of the European System of Central Banks... cit.*, esp. pp. 389-451.

<sup>109</sup> Un esquema visual sobre la división de responsabilidades dentro del BCE se puede encontrar en R. SMITS, «The European Central Bank: Institutional Aspects», *cit.*, p. 328.

necesarias para garantizar el cumplimiento de las funciones y objetivos del SEBC y del BCE; (ii) la toma de decisiones en materia de política monetaria y (iii) la adopción de las decisiones sobre los asuntos financieros del SEBC (p.ej. ampliación del capital del BCE)<sup>110</sup>. También ejercerá el Consejo de Gobierno el poder decisorio en las materias de organización interna del BCE y de sus órganos rectores<sup>111</sup>, de función consultiva y de cooperación internacional del BCE. Desde la entrada en vigor del MUS, el Consejo de Gobierno es asimismo el órgano decisorio en las materias de supervisión prudencial, tanto en lo que respecta al establecimiento del marco de cooperación en el MUS como en lo que atiende al ejercicio concreto de tareas de supervisión prudencial del BCE<sup>112</sup>.

En principio, las decisiones del Consejo de Gobierno del BCE se toman por la mayoría simple de los miembros con derecho de voto. Se prevé el voto decisivo del presidente del BCE en el caso de empate en la votación<sup>113</sup>. Sin embargo, en la práctica, la regla de toma de decisiones es el consenso<sup>114</sup>. De ahí el carácter confidencial de las reuniones del Consejo de Gobierno, al estar este órgano habilitado para hacer públicos solo los resultados de las deliberaciones<sup>115</sup>. Desde esta

---

<sup>110</sup> Protocolo sobre los Estatutos del SEBC y del BCE, Artículos 12(1, 3, 4, 5) y 28.

<sup>111</sup> Véase, al respecto, la Decisión del Consejo de Gobierno del BCE, de 15 de diciembre de 1998, por la que se establece el Reglamento interno del BCE («DOCE» núm. 338, p. 28-33, DOUE-L-1998-82221). La Decisión toma como base jurídica el artículo 12.3 del Protocolo sobre los Estatutos del SEBC y del BCE.

<sup>112</sup> Por ejemplo, «[e]l BCE, en consulta con las autoridades nacionales competentes, y sobre la base de una propuesta del Consejo de Supervisión, adoptará y hará públicas unas disposiciones marco para organizar las modalidades prácticas de aplicación del presente artículo» (Reglamento del MUS, Artículo 6.7); «[e]l Consejo de Gobierno adoptará normas internas en las que se precisen de forma pormenorizada las relaciones de este con el Consejo de Supervisión. El Consejo de Supervisión también adoptará su reglamento interno, votando con arreglo a la norma establecida en el apartado 6. Ambos conjuntos de normas se harán públicos...» (Reglamento del MUS, Artículo 26.12). Una explicación más detallada sobre las responsabilidades del Consejo de Gobierno del BCE se puede encontrar en M. IOANNIDIS, «The European Central Bank», en F. AMTENBRINK, C. HERRMANN, R. REPASI (dir.), *The EU law of Economic and Monetary Union*, Oxford University Press, Oxford, 2020, pp. 354-388, esp. pp. 361-363; J. GARCÍA ALCORTA, *El Banco Central Europeo*, *cit.*, pp. 53-63.

<sup>113</sup> Protocolo sobre los Estatutos del SEBC y del BCE, Artículo 10.2(2º inciso).

<sup>114</sup> M. IOANNIDIS, «The European Central Bank», *cit.*, p. 362, remitiendo al discurso de M. DRAGHI, «Accounts and accountability», *Speech by Mario Draghi, President of the ECB, at the Euro50 Group Roundtable on "Monetary Policy in Times of Turbulence"*, Frankfurt am Main, 31 de marzo de 2015.

<sup>115</sup> Protocolo sobre los Estatutos del SEBC y del BCE, Artículo 10.4.

perspectiva, la confidencialidad de las discusiones en el Consejo de Gobierno promueve la toma colegial de decisiones y consigue evitar la aplicación del sistema de rotaciones previsto en el Derecho originario<sup>116</sup>.

El sistema de rotaciones se introdujo en 2003 mediante una reforma del Protocolo sobre los Estatutos del SEBC y del BCE, y supuso una alteración sustancial del principio de un voto por miembro que había guiado originariamente la toma de decisiones en el Consejo de Gobierno del BCE<sup>117</sup>. Como consecuencia de las múltiples ampliaciones de la zona del euro —y el consiguiente incremento del número de gobernadores de BBCCNN en el Consejo de Gobierno del BCE—, la reforma de 2003 buscaba asegurar la capacidad de este órgano rector para adoptar las decisiones de manera rápida y eficaz. De este modo, independientemente de la composición efectiva del Consejo de Gobierno, la reforma estableció un número máximo de quince gobernadores con derecho de voto. Dicho límite pretende garantizar «de un lado, la continuidad del sistema [inicial], que compren[día] la asignación equilibrada del derecho de voto entre los seis miembros del Comité Ejecutivo y los demás miembros del Consejo de Gobierno, y, del otro, la necesidad de velar por la agilidad de la adopción de decisiones en un Consejo de Gobierno mucho mayor»<sup>118</sup>. En el 2008, el Consejo de Gobierno del BCE adoptó una Decisión por la cual se aplazaba la introducción del sistema de rotaciones hasta que la composición del órgano alcanzaría un número de dieciocho miembros<sup>119</sup>.

---

<sup>116</sup> «[I]n line with our collegial approach, the Governing Council has an established tradition of taking monetary policy decisions by consensus, without recourse to formal voting and without qualifying the decisions in any particular way. There are of course occasions when forging a consensus is not possible, and then the Council can take decisions by majority, be it small or large [...] Nevertheless, not publishing a voting record allows members to support the decision of the committee, even if they may have personally preferred a different course of action». M. DRAGHI, «Accounts and accountability», *cit.*

<sup>117</sup> Dicho principio originario está positivizado en el Artículo 10.2 del Protocolo sobre los Estatutos del SEBC y del BCE. Su modificación se llevó a cabo mediante la Decisión 2003/223/CE del Consejo, reunido en su formación de Jefes de Estado o de Gobierno, de 21 de marzo de 2003, sobre la modificación del apartado 2 del artículo 10 de los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del Banco Central Europeo (DO L 83 de 1.4.2003). La Decisión ha sido ratificada por cada uno de los Estados miembros del SEBC de acuerdo con sus normas constitucionales internas.

<sup>118</sup> Decisión 2003/223/CE del Consejo, Considerando 1.

<sup>119</sup> Decisión del BCE, de 18 de diciembre de 2008, por la que se aplaza la introducción del sistema de rotación en el Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo (BCE/2008/29), *OJ L 3*, 7.1.2009, p. 4–5.

Desde la adhesión de Lituania al Eurosistema (el 1 de enero de 2015), la votación en el Consejo de Gobierno del BCE se lleva a cabo de acuerdo con un sistema de distribución de los gobernadores de los BBCCNN en dos grupos, asignándose a cada grupo un número específico de derechos de voto. El primer grupo está formado por cinco gobernadores —en particular los gobernadores de los BBCCNN de los Estados miembros con las mayores economías y sectores financieros de la Eurozona— y le corresponderán cuatro votos del total de quince. El segundo grupo se compondrá de los demás gobernadores y emitirá once votos<sup>120</sup>. Según la composición actual del Eurosistema, los cuatro votos correspondientes al primer grupo de gobernadores se ejercen por el *Deutsche Bundesbank*, *Banque de France*, *Banca d'Italia*, *Banco de España* y *De Nederlandsche Bank*<sup>121</sup>. Tras la recién adhesión de Croacia al euro (1 de enero de 2023), el segundo grupo se compone de veinte miembros<sup>122</sup>. Sin perjuicio del ejercicio efectivo del derecho de voto, todos los gobernadores de los BBCCNN podrán participar a las reuniones a título personal e independiente<sup>123</sup>.

En efecto, el reparto por grupos y la asignación de los derechos de voto se lleva a cabo según la relevancia de los Estados miembros de los respectivos BBCCNN para la economía de la zona del euro en su conjunto. A su vez, tal relevancia se establece de acuerdo con una clasificación basada en un índice con dos componentes: (i) la participación del Estado miembro en el producto interior bruto total a precio de mercado de los Estados miembros que hayan adoptado el euro, y ii) la participación del aquél en el balance agregado total de las instituciones financieras monetarias de los Estados miembros que hayan adoptado el euro<sup>124</sup>. Dichos criterios se justifican, por un lado, por el hecho de que las decisiones de

---

<sup>120</sup> Decisión BCE/2008/29, Artículo 1.

<sup>121</sup> GOVERNING COUNCIL, «Rotation of voting rights in the Governing Council». Disponible en línea: <https://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/explainers/tell-me-more/html/voting-rotation.en.html#:~:text=To%20determine%20which%20national%20central,Netherlands%20%E2%80%93%20share%20four%20voting%20rights> (últ. consulta: 1.9.2023).

<sup>122</sup> BANCO CENTRAL EUROPEO, «ECB Convergence Report», 2022. Disponible en línea: <https://www.ecb.europa.eu/pub/convergence/html/ecb.cr202206~e0fe4e1874.en.html> (últ. consulta: 1.9.2023).

<sup>123</sup> Decisión 2003/223/CE del Consejo, Considerando 4.

<sup>124</sup> Decisión BCE/2008/29, Artículo 1.

política monetaria tienen un impacto mayor en las economías de mayor tamaño, y por otro lado, por la relevancia de la dimensión del sector financiero de un Estado miembro para las decisiones monetarias<sup>125</sup>.

Por otro lado, la reforma de 2003 ha previsto la creación de un tercer grupo de gobernadores desde el momento en que el número de Estados miembros que participan en el euro llegue a veintidós, asignándose a cada grupo cuatro, ocho y tres votos respectivamente<sup>126</sup>. Sin perjuicio del sistema de rotación aquí explicado, el Protocolo sobre los Estatutos del SEBC y del BCE establece algunos casos tasados en los cuales se exigirá la mayoría cualificada según un voto ponderado en función de la clave de participación de cada BBCCNN en el capital suscrito del BCE, i.e., siempre que los votos favorables representen al menos dos tercios del capital del BCE y al menos a la mitad de los accionistas<sup>127</sup>. Por fin, los miembros del Comité Ejecutivo tendrán cada uno un derecho de voto permanente dentro en el Consejo de Gobierno del BCE.

En cuanto a las responsabilidades y las reglas de toma de decisiones del Comité Ejecutivo, cabe mencionar que este segundo órgano rector del BCE se encargará sobre todo de (i) la toma de decisiones operativas de política monetaria, de acuerdo con las orientaciones acordadas por el Consejo de Gobierno; (ii) la adopción de las instrucciones de política monetaria, dirigidas a los BBCCNN y (iii) la gestión ordinaria del BCE<sup>128</sup>. El principio de un voto por miembro se mantiene en el Comité Ejecutivo, siempre y cuando los miembros estén presentes en las respectivas sesiones. La regla de toma de decisiones es la mayoría simple, salvo

---

<sup>125</sup> Decisión 2003/223/CE del Consejo, Considerando 1.

<sup>126</sup> El primer grupo mantendrá su composición de cinco gobernadores. El segundo grupo comprenderá la mitad del número total de gobernadores, redondeándose las fracciones al número entero siguiente. El tercer grupo estará formado por los gobernadores restantes. Decisión 2003/223/CE del Consejo, Artículo 1.

<sup>127</sup> Protocolo sobre los Estatutos del SEBC y del BCE, Artículo 10.3. Por ejemplo, las decisiones sobre la ampliación del capital del BCE (Artículo 28), la modificación de la clave de participación (Artículo 29) o la asignación de beneficios y pérdidas netas del BCE (Artículo 33).

<sup>128</sup> R. SMITS, «The European Central Bank: Institutional Aspects», *cit.*, p. 382.

disposición contraria en el Derecho originario. Por último, los empates en el Comité Ejecutivo serán dirimidos según el voto del presidente del BCE<sup>129</sup>.

Con todo, la descripción clásica de las responsabilidades del Comité Ejecutivo pierde de vista la relevancia de otras tareas reconocidas en el Derecho originario, esto es, la preparación del orden del día de cada reunión del Consejo de Gobierno del BCE y el ejercicio de las funciones delegadas por este último<sup>130</sup>. En particular, el orden del día provisional deberá remitirse al Consejo de Gobierno con al menos ocho días de antelación, salvo en casos de urgencia, cuando el Comité Ejecutivo «tomará las decisiones oportunas según las circunstancias»<sup>131</sup>. Asimismo, el Comité Ejecutivo podrá recibir la delegación de determinados poderes desde el Consejo de Gobierno, incluida la adopción de decisiones con potenciales consecuencias jurídicas para terceros<sup>132</sup>. Las decisiones adoptadas por la delegación del Consejo de Gobierno se deberán notificar a los interesados si sus efectos fueran individualizados, o se publicarán en el Diario oficial en todos los idiomas oficiales de la Unión cuando sus efectos jurídicos tengan alcance general<sup>133</sup>. En este sentido, el Reglamento interno del BCE persigue compensar el amplio alcance del poder normativo del Comité Ejecutivo —en cuanto que alcanza incluso la adopción de actos jurídicos con efectos generales— a través del establecimiento de un deber de informar «sin demora» al Consejo de Gobierno de los actos adoptados por

---

<sup>129</sup> Protocolo sobre los Estatutos del SEBC y del BCE, Artículo 11.5.

<sup>130</sup> Protocolo sobre los Estatutos del SEBC y del BCE, Artículo 12.2. Avisando sobre la «influencia que puede ejercer el Comité Ejecutivo sobre el Consejo de Gobierno, derivada de la responsabilidad [...] de preparar el orden del día de las reuniones del segundo», J. GARCÍA ALCORTA, *El Banco Central Europeo*, p. 77, basándose a su vez en el estudio de R. MARTÍNEZ DALMAU, *La independencia del Banco Central Europeo*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2005, pp. 70-71. Véase, en igual sentido, C.C.A. VAN DEN BERG, *The making of the Statute of the European System of Central Banks*, *cit.*, pp. 458, 483.

<sup>131</sup> Protocolo sobre los Estatutos del SEBC y del BCE, Artículo 12.1. Reglamento interno del BCE, Artículo 5.1.

<sup>132</sup> Protocolo sobre los Estatutos del SEBC y del BCE, Artículo 12.1. Reglamento interno del BCE, Artículo 14.

<sup>133</sup> Reglamento interno del BCE, Artículo 14. Véase al respecto el Reglamento núm. 1/1958, del Consejo, por el que se fija el régimen lingüístico de la Comunidad Económica Europea, DO núm. 017 de 06.10.1958, p. 0385-0386 (en su versión consolidada). Según su artículo 4, «[l]os reglamentos y demás textos de alcance general se redactarán en las lenguas oficiales [de la Unión]. El Diario Oficial de la Unión Europea se publicará en las lenguas oficiales».

delegación<sup>134</sup>. Finalmente, también ejercerá el Comité Ejecutivo la potestad sancionadora del BCE sobre las empresas que incumplan las obligaciones derivadas de los reglamentos y las decisiones del BCE<sup>135</sup>.

Las facultades enumeradas hasta aquí ponen de manifiesto el relevante lugar del Comité Ejecutivo en la vida interna del SEBC y, sobre todo, en la toma de decisiones atribuida formalmente al Consejo de Gobierno. Dando un paso más, la específica división de poderes entre el Consejo de Gobierno y el Comité de Ejecutivo del BCE no se reduce a una mera identificación de responsabilidades (i.e. sobre qué materias deciden cada uno de ellos). Al contrario, la cuestión de fondo se vincula con el equilibrio de poderes entre el propio Comité Ejecutivo y los gobernadores de los BBCCNN (a su vez integrantes del Consejo de Gobierno).

Desde esta perspectiva, el poder que el Comité Ejecutivo ejerce en la gobernanza del SEBC y del BCE es considerablemente más extenso de lo que sugerirían sus funciones básicas y el número de votos que aquél está habilitado para emitir en las sesiones del Consejo de Gobierno<sup>136</sup>. Recordemos que, en la composición del Consejo de Gobierno del BCE, la prevalencia de los (quince) votos de los gobernadores de los BBCCNN sobre los (seis) votos de los miembros del Comité Ejecutivo (seis) se encuentra numéricamente asegurada. Los argumentos que justifican el protagonismo del Comité Ejecutivo se retrotraen nuevamente a la génesis del SEBC. Baste señalar, al respecto, que a lo largo de los debates constitutivos del SEBC se promovió la construcción de un órgano genuinamente supranacional en la gobernanza interna del BCE —el Comité Ejecutivo—, capaz de contrarrestar el poder de decisión de los gobernadores de los BBCCNN reunidos en

---

<sup>134</sup> Reglamento interno del BCE, Artículo 14.1.

<sup>135</sup> Sobre la base del TFUE, Artículo 132.3 (y del Protocolo sobre los Estatutos del SEBC y del BCE, Artículo 34.3). La potestad sancionadora del BCE —en particular, la potestad de imponer multas y pagos periódicos de penalización a las empresas en cuestión— se deberá ejercer dentro de los límites y las condiciones establecidas por el Consejo en el Reglamento (CE) núm. 2532/98, de 23 de noviembre de 1998, sobre las competencias del Banco Central Europeo para imponer sanciones, *DO L* 318, de 27.11.1998, p. 4-7.

<sup>136</sup> C.C.A. VAN DEN BERG, *The making of the Statute of the European System of Central Banks*, *cit.*, 483. El término de «gobernanza» del SEBC se emplea por J. LANGNER, «ESCB/Eurosystem/National Central Banks», *cit.*



el Consejo de Gobierno. Se perseguía, con ello, garantizar el carácter único e independiente de la política monetaria supranacional<sup>137</sup>.

### ***3. Los principios de organización y funcionamiento del SEBC***

Hasta aquí se han identificado los órganos integrantes de un «sistema europeo de bancos centrales» que carece de personalidad jurídica propia, i.e., los veintisiete BBCCNN y el BCE. Se ha delimitado con precisión el ámbito de irradiación jurídica del llamado «Eurosistema», en el cual se insertan el BCE y los veinte BBCCNN de los Estados miembros de la Unión cuya moneda es el euro. Se han descrito la composición, las reglas de toma de decisiones y el equilibrio interno de poderes en la gobernanza SEBC, aclarando que los dos órganos rectores del BCE lo son también del SEBC. Puesto que el Derecho originario parte de la autonomía jurídica de los BBCCNN —en cuanto que su personalidad jurídica deriva de las normas internas de los Estados miembros de la UE—, el BCE adoptará las normas vinculantes en las materias de su competencia a través de su Consejo de Gobierno<sup>138</sup>. En este sentido, se ha visto cómo, dentro del órgano decisorio del BCE y del SEBC, los gobernadores de los BBCCNN ejercen un voto cualificado numéricamente, en comparación con los seis votos correspondientes a los miembros del Comité Ejecutivo.

En efecto, los Tratados fundacionales de la Unión le reconocen al BCE la potestad normativa, con el fin de «ejercer las funciones encomendadas al SEBC»<sup>139</sup>. La tipología de los actos jurídicos que el BCE tiene a disposición para el ejercicio de las funciones del SEBC se configura en el Derecho de la Unión como *numerus clausus*. En particular, el BCE podrá elaborar y adoptar reglamentos, decisiones, recomendaciones y dictámenes. Los reglamentos tendrán efectos jurídicos generales y aplicación directa en todos los Estados miembros del Eurosistema. Las decisiones

---

<sup>137</sup> C.C.A. VAN DEN BERG, *The making of the Statute of the European System of Central Banks*, cit., 459. Señala el autor, entre las razones que motivaron un «strong center» (el Comité Ejecutivo del BCE) con responsabilidades que superen el ámbito estricto de la ejecución de la política monetaria, la posibilidad de que un ejercicio de meras tareas ejecutivas desincentivaría la participación en el Comité Ejecutivo de personalidades altamente cualificadas en asuntos de banca central.

<sup>138</sup> D. SARMIENTO, *El Derecho de la Unión Europea*, 4ª ed., Marcial Pons, Madrid, 2022, p. 759.

<sup>139</sup> TFUE, Artículo. 132.1. Protocolo sobre los Estatutos del SEBC y del BCE, Artículo 34 (1,2).

serán obligatorias en todos sus elementos para todos sus destinatarios. En general, los destinatarios de las decisiones del BCE serán los BBCCNN que participan en el Eurosistema, sin perjuicio de las decisiones con potenciales efectos jurídicos hacia terceros. Las recomendaciones y los dictámenes no serán vinculantes, y se adoptan generalmente en el marco de las iniciativas legislativas en la Unión<sup>140</sup>. Por fin, el BCE podrá adoptar «orientaciones e instrucciones» dirigidos a los BBCCNN<sup>141</sup>. Mientras que las orientaciones del BCE se adoptan por el Consejo de Gobierno, serán directamente vinculantes para todos los BBCCNN del Eurosistema y requerirán, para su implementación, ciertas medidas de «transposición» adoptadas por los propios BBCCNN, las instrucciones se adoptarán por el Comité Ejecutivo y serán vinculantes solo para los BBCCNN a los que se dirigen<sup>142</sup>.

Por lo demás, la ejecución de la política monetaria se llevará a cabo por los propios BBCCNN, de acuerdo con las instrucciones acordadas por el Comité Ejecutivo, a su vez basadas en las orientaciones generales del Consejo de Gobierno<sup>143</sup>. A pesar de la descentralización operativa de la política monetaria, la competencia exclusiva sobre dicha materia se mantiene por el titular supranacional, el BCE. De ahí que el principio de la descentralización operativa del SEBC (léase la participación de los BBCCNN en la ejecución de la política monetaria) no sea un «inalienable right [of the NCBs], but [it is] based on the application (and interpretation) of decentralization principle and therefore in the end not guaranteed»<sup>144</sup>.

---

<sup>140</sup> Otro ejemplo es el artículo 27.1 del Protocolo sobre los Estatutos del SEBC y del BCE, relativo al nombramiento de los auditores externos independientes que controlan las cuentas del BCE y de los BBCCNN. Éstos serán nombrados por el Consejo de la Unión, a *recomendación* del Consejo de Gobierno del BCE.

<sup>141</sup> Artículo 14.3.

<sup>142</sup> Para un análisis exhaustivo de los actos e instrumentos jurídicos del BCE, véase J. GARCÍA ALCORTA, *El Banco Central Europeo*, *cit.*, pp. 144-156. Finalmente, el Comité Ejecutivo del BCE podrá adoptar asimismo circulares administrativas (vinculantes exclusivamente para el personal del BCE) o el Código de conducta, que tiene igual ámbito subjetivo de aplicación que las circulares administrativas. Véase el Reglamento interno del BCE, Artículo 11 (2,3).

<sup>143</sup> Protocolo sobre los Estatutos del SEBC y del BCE, Artículo 14.3.

<sup>144</sup> C.C.A. VAN DEN BERG, *The making of the Statute of the European System of Central Banks*, *cit.*, p. 481.

A continuación se expondrán los dos principios rectores del SEBC —la toma de decisiones centralizada y la ejecución descentralizada— y se ilustrarán sus manifestaciones más destacadas. Se atenderá brevemente a los debates producidos en el CoG acerca del cómo en el ejercicio de la política monetaria dentro del SEBC, i.e. ¿subsidiariedad o descentralización? La pregunta es constitucionalmente relevante en tanto en cuanto la posición privilegiada de partida de los BBCCNN —por ser los accionistas exclusivos del BCE— admitiría una mayor relevancia de los mismos en el diseño y la ejecución de la política monetaria del SEBC. De ahí que el debate originario hubiera versado sobre el siguiente interrogante: ¿cómo asegurar la unidad de la política monetaria del SEBC, promoviendo a la vez la autonomía de los BBCCNN?

### **3.1. El protagonismo de partida de los bancos centrales nacionales. Las disposiciones sobre el capital suscrito del BCE**

De acuerdo con el Protocolo fundacional del SEBC, los BBCCNN serán los únicos suscriptores y accionistas del capital del BCE<sup>145</sup>. A fin de asegurar la independencia del SEBC y del BCE, en particular frente a la potencial influencia de los actores privados y políticos en el ámbito de autonomía operativa del BCE, el artículo 28.4 del mismo Protocolo prohíbe la transferencia, el pignoraticio o el embargo de las acciones de los BBCCNN en el capital suscrito del BCE<sup>146</sup>. La suscripción del capital se efectúa de acuerdo con una clave de participación establecida en el propio Protocolo del SEBC<sup>147</sup>.

En este sentido, su artículo 29 establece dos criterios que sirven para ponderar la clave de participación de cada BCN en el capital del BCE: (i) 50 por ciento de la participación de su Estado miembro respectivo en la población de la

---

<sup>145</sup> Artículo 28.2.

<sup>146</sup> J. LANGNER, «ESCB/Eurosystem/National Central Banks», *cit.*, p. 404.

<sup>147</sup> Artículo 28.2. Con todo, algunos de los BBCCNN se conforman en sus ordenamientos nacionales como entidades sujetas a las normas de Derecho privado, en tanto en cuanto sus accionistas son inversores privados. Dando un paso más, desde la creación del MUS, la situación se complica aún más cuando se observa que los accionistas de los BBCCNN son entidades de crédito. Este es el caso de la *Banca d'Italia*, al restringir el Derecho nacional su grupo de accionistas precisamente a «entidades de crédito». J. LANGNER, «ESCB/Eurosystem/National Central Banks», *cit.*, pp. 403-404.

Unión el penúltimo año anterior a la constitución [o a la última operación de ajuste de la clave de participación] del SEBC y (ii) 50 por ciento de la participación de su Estado miembro respectivo en el PIB de la Unión, a precio de mercado, según se registre en los cinco años que preceden al penúltimo año anterior a la constitución del SEBC [a la última operación de ajuste de la clave de participación]. Las ponderaciones asignadas a los BBCCNN se deberán ajustar cada cinco años después de la constitución del SEBC. Por último, los datos estadísticos exigidos para la aplicación de los dos criterios mencionados serán suministrados por la Comisión Europea<sup>148</sup>.

El capital del BCE será de 5.000 millos de euros, aunque podrá aumentarse por una decisión del Consejo de Gobierno del BCE, dentro de las condiciones y límites establecidos por el Consejo de la Unión mediante un procedimiento legislativo con reglas específicas<sup>149</sup>. Las decisiones del Consejo de Gobierno sobre los asuntos relativos al capital del BCE se adoptan a través del voto ponderado en función de la clave de participación de cada BCN, calculándose los votos de los miembros del Comité Ejecutivo a cero<sup>150</sup>. Sobre la base de las previsiones normativas explicadas, el Reglamento (CE) núm. 1009/2000 del Consejo de la Unión, de 8 de mayo de 2000, relativo a ampliaciones de capital del Banco Central Europeo<sup>151</sup>, estableció un límite máximo de ampliación del capital suscrito del BCE por 5.000 millones de euros adicionales.

El Consejo de Gobierno del BCE acordó incorporar tal suma adicional al capital del BCE mediante la Decisión 2011/20/EU del BCE, de 13 de diciembre de 2010, sobre la ampliación del capital del Banco Central Europeo<sup>152</sup>. A partir del 29 de diciembre de 2010, el capital suscrito del BCE pasó a un total de 10 760 652

---

<sup>148</sup> Protocolo sobre los Estatutos del SEBC y del BCE, Artículo 29.

<sup>149</sup> Esto es, de acuerdo con el procedimiento especial del artículo 129.4 del TFUE, que habilita al Consejo de la Unión legislar en la materia bien a propuesta de la Comisión y previa consulta al Parlamento Europeo y al BCE, bien sobre la base de una recomendación del BCE y previa consulta al Parlamento Europeo y la Comisión. Protocolo sobre los Estatuto del SEBC y del BCE, Artículo 28.1.

<sup>150</sup> J. LANGNER, «ESCB/Eurosystem/National Central Banks», *cit.*, p. 405.

<sup>151</sup> DO núm. 115, 16.5.2000, p. 1.

<sup>152</sup> BCE/2010/26, DO L 11, 15.1.2011, p. 53.

402,58 EUR<sup>153</sup>. El 1 de enero de 2023, el capital del BCE ascendía a 10.825.007.069,61 EUR, en el cual destacan las siguientes claves de participación: el 21,4394 por ciento corresponde al *Deutsche Bundesbank*; el 16,6108 por ciento se atribuye al *Banque de France*; el 13,8165 por ciento a la *Banca d'Italia* y, en cuarto lugar, el 9,6981 por ciento corresponde al Banco de España<sup>154</sup>.

Similares normas orientan la aportación de los activos exteriores de reserva al BCE por los BBCCNN (i.e., oro o efectivo), de acuerdo con el artículo 30 del Protocolo sobre los Estatutos del BCE<sup>155</sup>. Respecto a estos últimos, el BCE ejercerá pleno derecho de posesión y gestión de las reservas exteriores que le sean transferidas, así como el derecho de utilización de las reservas para los fines establecidos en el Derecho originario. Además, el BCE podrá solicitar más activos exteriores de reserva a los BBCCNN, siempre dentro de los límites y condiciones establecidos por el Consejo de la Unión. Los activos exteriores de reserva inicialmente transferidos al BCE alcanzaban un total de 50,000 millones EUR, permitiéndole al órgano monetario supranacional garantizar una política cambiaria estable. Tras la ampliación del límite de los activos de reserva acordada por el Consejo de la Unión por un valor adicional de 50,000 millones EUR<sup>156</sup>, el BCE está habilitado para requerir más reservas exteriores de activos a los BBCCNN. Sin

---

<sup>153</sup> Decisión 2011/22/UE del BCE, de 13 de diciembre de 2010, sobre el desembolso del capital del Banco Central Europeo por los bancos centrales nacionales no pertenecientes a la zona del euro (BCE/2010/28), DO L 11 de 15.1.2011, p. 56-57.

<sup>154</sup> BANCO CENTRAL EUROPEO, «Suscripción de capital» (última vez actualizado el 1 de enero de 2023). Disponible en línea: <https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/capital/html/index.es.html> (últ. consulta: 1.9.2023).

<sup>155</sup> Se entiende por «activos exteriores de reserva»: «todos los activos exteriores de reserva oficiales de un Estado miembro participante [en el euro] que posean los BBCCNN denominados en, o que incluyan, monedas, unidades de cuenta u oro distintos de las monedas de los Estados miembros, del euro, de las posiciones de reserva y de los derechos especiales de giro del FMI» (Reglamento (CE) 1010/2000, del Consejo, de 8 de mayo de 2010, relativo a las solicitudes efectuadas por el Banco Central Europeo de más activos exteriores de reserva, DO L 115, de 16.5.2000, p. 2-3, Artículo 1).

<sup>156</sup> Reglamento (CE) 1010/2000, del Consejo, de 8 de mayo de 2010, relativo a las solicitudes efectuadas por el Banco Central Europeo de más activos exteriores de reserva, (DO L 115, de 16.5.2000, p. 2-3).

embargo, esta competencia nunca se ha activado por el Consejo de Gobierno del BCE hasta el momento<sup>157</sup>.

Por otro lado, conviene tener presente el hecho de que el capital —y los activos exteriores de reserva del BCE— resultarán automáticamente ampliados cada vez que un nuevo Estado miembro se adhiera al Eurosistema<sup>158</sup>. El incremento automático de capital responde a la necesidad de evitar una situación en la que el BCE tuviera que devolver cantidades ya desembolsadas por el grupo de accionistas en su composición previa a la adhesión del nuevo BCN al Eurosistema<sup>159</sup>. Por otro lado, los sujetos que contraen la obligación de desembolsar el capital según la clave asignada a cada BBCCNN serán los propios BBCCNN, no los Estados miembros<sup>160</sup>.

En cuanto a los BBCCNN de los Estados miembros de la Unión sometidos a una excepción, el Consejo General del BCE estableció la obligación de aportar al capital del BCE un porcentaje mínimo de 3,75 por ciento de su participación del capital suscrito del BCE, con efectos a partir del 1 de enero de 2019, en concepto de costes operativos del BCE<sup>161</sup>. Más allá de estas vías de ampliación del capital, el BCE solo podrá aumentar las obligaciones de suscripción financiera de sus accionistas tras una nueva habilitación del Consejo de la Unión, seguida por el acuerdo de la mayoría

---

<sup>157</sup> J. LANGNER, «ESCB/Eurosystem/National Central Banks», *cit.*, p. 408.

<sup>158</sup> Según el artículo 48.1, «el banco central de un Estado miembro cuya excepción haya sido suprimida desembolsará su parte suscrita de capital del BCE en la misma medida que los demás bancos centrales de los estados miembros no acogidos a una excepción [...]. El párrafo 3 del mismo artículo hace referencia expresa a la ampliación automática del capital del BCE «cuando uno o más países se conviertan en Estados miembros y sus respectivos bancos centrales nacionales pasen a formar parte del SEBC».

<sup>159</sup> J. LANGNER, «ESCB/Eurosystem/National Central Banks», *cit.*, p. 405.

<sup>160</sup> *Ibid.*, p. 406.

<sup>161</sup> Sobre la base del artículo 47 del Protocolo sobre los Estatutos del SEBC y del BCE, que dispone que «dos bancos centrales de los Estados miembros acogidos a una excepción no desembolsarán el capital suscrito a no ser que el Consejo General, por mayoría cualificada que represente como mínimo dos tercios del capital suscrito del BCE y al menos a la mitad de los accionistas, decida que debe pagarse un porcentaje mínimo como contribución a los costes operativos del BCE». Véanse, en este sentido, las Decisiones del Banco Central Europeo sobre el desembolso del capital del Banco Central Europeo por los bancos centrales nacionales no pertenecientes a la zona del euro núm. 2011/22/UE, de 13 de diciembre de 2010 (BCE/2010/28, DO L 11, de 15.1.2011, p. 56-57, antes referida); núm. 2013/362/UE, de 21 de junio de 2013, (BCE/2013/20, DO L 187 de 6.7.2013, p. 25-26); núm. 2019/48, de 30 de noviembre de 2018, (BCE/2018/32, DO L 9 de 11.1.2019, p. 196-197. Todas ellas derogadas por la Decisión núm. 2020/136 del Banco Central Europeo, de 22 de enero de 2020 (BCE/2020/2, DO L 271 de 1.2.2020, p. 1-3).

cualificada en el Consejo de Gobierno del BCE (esto es, por el voto ponderado en función de la clave de participación de los BBCCNN en el capital del BCE).

### **3.2. El principio de toma de decisiones centralizada**

La toma de decisiones centralizada es el primer principio rector a la luz del cual procede explicar el diseño interno del SEBC<sup>162</sup>. Volviendo a los debates originarios del euro, cabe señalar que, una vez acordada la creación del BCE, la toma de decisiones integrada en la materia de política monetaria se configuró como premisa comúnmente aceptada entre los gobernadores de los BBCCNN. Independientemente de que esta propuesta hubiera sido formulada inicialmente por el *Bundesbank*, los representantes de los BBCCNN y de los gobiernos de los Estados miembros consensuaron que el éxito del euro dependería de la propia capacidad del SEBC de asegurar el carácter único de la política monetaria dentro de la UM europea<sup>163</sup>.

La toma de decisiones centralizada le sitúa al BCE en una posición de «supremacía» respecto de los BBCCNN participantes en el SEBC<sup>164</sup>, en cuanto que su órgano rector lo es también del Eurosistema. Con todo, cabe recordar que el poder decisorio se ejerce en el SEBC por un órgano que, por su propia configuración institucional, asegura la voz mayoritaria de los gobernadores de los BBCCNN (frente al Comité Ejecutivo). Además, el BCE no podrá simplemente ordenar a los BBCCNN la ejecución de determinadas funciones asignadas al SEBC<sup>165</sup>. Al contrario, a fin de «activar» su posición de supremacía dentro del SEBC, el BCE deberá adoptar —mediante sus órganos rectores— los actos jurídicos correspondientes, dentro de los límites establecidos en el Derecho originario. Desde esta perspectiva, el poder del BCE está plenamente «constitucionalizado» en el contexto del SEBC.

---

<sup>162</sup> Entre otros preceptos, este principio se deriva del artículo 129.1 del TFUE (y el artículo 8 del Protocolo del SEBC): «[e]l SEBC será dirigido por los órganos rectores del BCE».

<sup>163</sup> C.C.A. VAN DEN BERG, *The making of the Statute of the European System of Central Banks*, cit., p. 484.

<sup>164</sup> J. GARCÍA ALCORTA, *El Banco Central Europeo*, cit., p. 34.

<sup>165</sup> J. LANGNER, «ESCB/Eurosystem/National Central Banks», cit., p. 391.

El Derecho constitutivo del SEBC y del BCE contiene múltiples manifestaciones del principio de toma de decisiones centralizada. Aquellas sirven, a la vez, para ilustrar el lugar jerárquicamente superior del BCE frente al poder de decisión los BBCCNN. En este sentido, J. García Alcorta identifica en su obra cuatro aspectos relevantes<sup>166</sup>. El primero se refiere a la antes mencionada identidad entre los órganos rectores del BCE y los del SEBC. El segundo se sostiene sobre el artículo 9 del Protocolo sobre los Estatutos del SEBC y del BCE, que atribuye al BCE la «función de garantizar que se cumplan las funciones encomendadas al SEBC [...] ya sea por medio de sus propias actividades de conformidad con el presente Estatuto, ya sea por medio de los bancos centrales nacionales». El tercero se fundamenta en el poder discrecional del BCE para «recurrir a los BBCCNN para ejecutar las operaciones que corresponden a las funciones del SEBC, [...] en la medida en que [lo] estime posible y adecuado»<sup>167</sup>.

El Derecho originario le reconoce al BCE el poder de supervisar el cumplimiento de las obligaciones correspondientes a los BBCCNN, asignándole a estos efectos dos instrumentos esenciales. El primero se encuentra en el artículo 14.3 del Protocolo constitutivo del SEBC, que encomienda al Consejo de Gobierno del BCE las potestades de adoptar «las medidas necesarias para garantizar el cumplimiento de las orientaciones e instrucciones del BCE» y de «exigir que se le remita toda la información pertinente» al respecto. La segunda herramienta es la legitimación activa exclusiva del BCE para iniciar ante el TJUE procedimientos por incumplimiento de las obligaciones derivadas de los Tratados y de los Estatutos por parte de los BBCCNN. Según el artículo 35.6 del Protocolo sobre los Estatutos del SEBC y del BCE, este último deberá recurrir al TJUE tras emitir un dictamen motivado al respecto y después de haber dado al BCN en cuestión la posibilidad de presentar sus alegaciones. Por consiguiente, en lo que a la política monetaria se refiere —y a diferencia del resto de las materias atribuidas a la Unión por los Estados

---

<sup>166</sup> J. GARCÍA ALCORTA, *El Banco Central Europeo*, cit., p. 34.

<sup>167</sup> Protocolo sobre los Estatutos del SEBC y del BCE, Artículo 12.1 (tercer inciso).



miembros—, la Comisión no podrá intervenir para asegurar el cumplimiento de las obligaciones derivadas del Derecho de la Unión<sup>168</sup>.

Merece la pena observar tres concreciones adicionales del principio de la toma de decisiones centralizada. La primera de ellas está recogida en el artículo 128.1 del TFUE y consiste en el derecho exclusivo del BCE de autorizar la emisión de billetes de banco en euros en la Unión. Una vez acordado el volumen de los billetes de «curso legal» en el Eurosistema por el Consejo de Gobierno del BCE, también los BBCCNN podrán emitir los billetes dentro de las condiciones y límites preestablecidos por dicho órgano rector<sup>169</sup>. Por otro lado, cabe recordar, según señala D. Sarmiento, que el Derecho originario impone a los BBCCNN «estándares de conducta específicos»<sup>170</sup>. En este sentido, mediante los informes de convergencia emitidos sobre la base del artículo 140 del TFUE, el BCE ejerce un poder de definición de los estándares específicos de independencia de los BBCCNN cuya moneda no sea el euro, así como un poder de decisión sobre el diseño de sus

---

<sup>168</sup> La legitimación activa de la Comisión para las materias distintas de la política monetaria y la supervisión prudencial está reconocida en el artículo 258 del TFUE.

<sup>169</sup> Según el Tribunal de Justicia, el concepto de «curso legal» es «un concepto de Derecho de la Unión que debe ser objeto de una interpretación autónoma y uniforme en toda la Unión, que ha de buscarse teniendo en cuenta no solo el tenor de las disposiciones en las que figura, sino también el contexto de dichas disposiciones y el objetivo que pretenden alcanzar». En este sentido, «el concepto de “curso legal” de un medio de pago denominado en una unidad monetaria significa, en su sentido ordinario, que en general dicho medio de pago no puede rechazarse a la hora del pago de una deuda denominada en la misma unidad monetaria, por su valor nominal y con efecto liberatorio». STJ de 26 de enero de 2021, asuntos acumulados C-422/19 y C-423/19, *Hessischer Rundfunk*, EU:C:2021:63, párr. 45-46.

Por otro lado, conviene señalar que la decisión del Consejo de Gobierno del BCE sobre el volumen de billetes emitidos en la eurozona se rige por la demanda. Véase la Decisión 2011/67/UE del Banco Central Europeo, de 13 de diciembre de 2010, sobre la emisión de billetes de banco denominados en euros (versión refundida) (BCE/2010/29), *OJ L* 35, 9.2.2011, p. 26–30.

Por último, y sin perjuicio de las atribuciones del BCE, el artículo 133 del TFUE atribuye al Parlamento Europeo y al Consejo (previa consulta al BCE) la potestad de establecer las medidas necesarias para la utilización del euro como moneda única, de acuerdo con un procedimiento legislativo ordinario. Esta ha sido la base jurídica del Reglamento (CE) núm. 974/98 del Consejo, de 3 de mayo de 1998, sobre la introducción del euro (*OJ L* 139, 11.5.1998, p. 1–5) y de la reciente Propuesta de la Comisión Europea para adoptar el Reglamento sobre el Euro Digital (28.6.2023). Véase al respecto: CONSEJO EUROPEO, «Hacia un euro digital». Disponible en línea: <https://www.consilium.europa.eu/es/policies/digital-euro/#commission> (últ. consulta: 1.9.2023).

<sup>170</sup> D. SARMIENTO, *El Derecho de la Unión Europea*, cit., pp. 760-761. De acuerdo con el artículo 131.1 del TFUE (y el artículo 14.1 del Protocolo sobre los Estatutos del SEBC y del BCE), [c]ada uno de los Estados miembros velará por que su legislación nacional, incluidos los Estatutos de su banco central nacional, sea compatible con los Tratados y con los Estatutos del SEBC y del BCE».

estatutos, a los efectos de su compatibilidad con los Tratados fundacionales<sup>171</sup>. Además, el BCE consolida dichos estándares de conducta a través de su potestad de consulta obligatoria en relación con «cualquier proyecto de disposición legal» nacional<sup>172</sup>.

Sobre la base del estudio desarrollado por J. GARCÍA ALCORTA, procede indicar finalmente los dos supuestos en los que la supremacía jerárquica del BCE sobre los BBCCNN se diluye<sup>173</sup>. De un lado, los BBCCNN de los Estados miembros que no sean parte del euro «conservarán sus competencias en el ámbito de la política monetaria con arreglo a la legislación nacional»<sup>174</sup>. Aun así, es preciso recordar que el esqueleto normativo básico del SEBC está recogido en los propios Tratados fundacionales (p.ej. la independencia del banco central del artículo 130 del TFUE o la prohibición de financiación monetaria del artículo 123 del TFUE). La aplicación directa del Derecho originario en los ordenamientos jurídicos nacionales explica por qué, en esencia, la fuerza de irradiación de las normas reguladoras del SEBC es ciertamente más blanda respecto de los Estados miembros cuya moneda no sea el euro (p.ej. las disposiciones sobre el capital del SEBC), pero en ningún caso exceptúa tajantemente a los BBCCNN que no sean parte del euro. Además, las obligaciones de consulta al BCE en relación con las reformas de Derecho nacional que afecten

---

<sup>171</sup> Véase, sobre todo, el informe de convergencia de 2014, donde los estándares para la integración jurídica de los BBCCNN en el Eurosistema se definen con claridad. El BCE avisa, en este sentido, que el término «compatibilidad» no implica la «armonización» de los estatutos de los BBCCNN. Al contrario, se requeriría «un suficiente grado de integración de los BBCCNN en el Eurosistema» para dar cumplimiento a la obligación establecida en el artículo 131 del TFUE. BANCO CENTRAL EUROPEO, «Convergence Report. June 2014», Frankfurt am Main (esp. pp. 20, 33). Disponible en línea: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/conrep/cr201406en.pdf> (últ. consulta: 1.9.2023).

<sup>172</sup> Artículo 127.4 del TFUE. D. SARMIENTO, *El Derecho de la Unión Europea*, cit., pp. 760-761.

<sup>173</sup> El término «diluir» es preferible al verbo inicial «quebrar», propuesto por el autor J. GARCÍA ALCORTA (en *El Banco Central Europeo*, cit., pp. 34-35), en tanto en cuanto el Derecho originario prevé relevantes instrumentos de control del BCE sobre los BBCCNN incluso en los supuestos de máxima autonomía operacional de estos. El caso de los BBCCNN cuya moneda no sea el euro no resulta suficientemente ilustrativo para ser interpretado como una «quebra de la relación de supremacía del BCE», puesto que esta situación (no pertenencia al Eurosistema) debe ser excepcional y temporal según el Derecho originario. Recordemos que el artículo 3 del TUE impone la obligación de crear una UEM, es decir, los Estados miembros se han comprometido a tomar las medidas necesarias a los efectos de su adhesión final a la moneda única.

<sup>174</sup> Protocolo sobre los Estatutos del SEBC y del BCE, Artículo 43.2.

potencialmente la materia de la política monetaria vinculan también a los Estados miembros cuya moneda no sea el euro<sup>175</sup>.

De otro lado, el artículo 14.4 del Protocolo constitutivo del SEBC dispone que «los bancos centrales nacionales podrán ejercer funciones distintas de las especificadas en el presente Estatuto [...] bajo [su propia responsabilidad] y no se considerarán parte de las funciones del SEBC». Sin embargo, inmediatamente después, el mismo precepto avisa que tales funciones podrán ejercerse por los BBCCNN «a menos que el Consejo de Gobierno decida, por mayoría de dos tercios de los votos emitidos, que [aquellas] interfieren en los objetivos y tareas del SEBC». El ejemplo por excelencia de lo anterior es la llamada *Emergency Liquidity Assistance* (ELA). Las ELAs son operaciones excepcionales de asistencia de liquidez a las entidades de crédito por los propios BBCCNN. Una razón básica que explica la excepcionalidad de las ELAs reside en el hecho de que éstas se distinguen de las provisiones ordinarias de fondos a la banca privada, realizadas mediante las operaciones de la política monetaria.

Por primera vez en 2017 (y después en el 2020)<sup>176</sup>, el BCE adoptó un acuerdo sobre las ELAs en el cual se define el alcance excepcional de las operaciones, se describen los principios de asignación de responsabilidades, costes y riesgos y se establece un marco para la provisión e intercambio de información y el control de los efectos de liquidez «para evitar que cualquier provisión de ELA interfiera en los objetivos y tareas del SEBC». Por fin, el acuerdo reconoce el sometimiento de las ELAs a la prohibición de financiación monetaria del artículo 123 del TFUE. Desde el 1999, el Consejo de Gobierno del BCE ha ido adoptado los procedimientos de comunicación de la información por parte de los BBCCNN sobre las ELAs que decidan poner en marcha<sup>177</sup>.

---

<sup>175</sup> Artículo 127.4 del TFUE.

<sup>176</sup> BANCO CENTRAL EUROPEO, «Acuerdo sobre las asistencias de liquidez de emergencia», 9.11.2020. Disponible en línea: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb.agreementemergencyliquidityassistance202012~ba7c45c170.en.pdf?dca797da3212289956ac24df607eb168> (últ. consulta: 1.9.2023).

<sup>177</sup> Véase el Punto 8 del Acuerdo sobre ELAs de 2020 («Communication on ELA»).

### 3.3. El principio de descentralización operacional

El principio de descentralización operacional se encontró en el núcleo del debate en la génesis del SEBC, en particular porque plantea una pregunta fundacional acerca de la división interna de poderes entre los BBCCNN y el BCE. La positivización de este principio se llevó a cabo a través de los artículos 9.2 y 12.1 del Protocolo sobre los Estatutos del BCE, cuyo texto atribuye al BCE el ejercicio de las funciones encomendadas al SEBC, debiendo aquél recurrir —en la medida en la que lo estimara «posible y adecuado»— a los BBCCNN. En este sentido, le corresponderá al Consejo de Gobierno del BCE —como órgano rector del BCE y del SEBC— asignar bien a los BBCCNN bien al BCE las tareas de ejecución en las materias que sean competencia del SEBC, en los casos en los que el actor no se especifique expresamente en el Derecho originario. Para este fin, la premisa conceptual deberá ser precisamente el principio de ejecución descentralizada de las funciones del SEBC<sup>178</sup>.

La pregunta constitucional que subyace al texto del Derecho de la Unión se formula en los siguientes términos: dada la existencia de un consenso en el CoG y en la CIG acerca del carácter único de la política monetaria (o al menos acerca de la toma de decisiones centralizada<sup>179</sup>), ¿por qué la descentralización operacional dentro del SEBC se convirtió en un asunto controvertido? Dicho de otro modo, teniendo en cuenta que las consecuencias prácticas son idénticas cuando los BBCCNN ejercen sus funciones ligadas al SEBC sobre la base del principio de descentralización o sobre la base del principio de subsidiariedad, ¿dónde se sitúa el punto de desencuentro entre las dos visiones teóricas?

---

<sup>178</sup> J. LANGNER, «ESCB/Eurosystem/National Central Banks», *cit.*, p. 397. Otra manifestación de este principio ha sido recientemente reconocida por el TJ, al declarar que el concepto de «archivos del BCE» —en cuanto que concepto autónomo del Derecho de la Unión y perteneciente al ámbito material del Eurosistema— comprende no solo los documentos en posesión del BCE sino también aquellos documentos relacionados con el desempeño de las funciones del SEBC que estén en posesión de los BBCCNN. De lo anterior se deriva que aquellos documentos son inviolables, de acuerdo con el artículo 2 del Protocolo núm. 7, sobre los privilegios y las inmunidades de la Unión Europea (DO C 310, p. 261-266, de 16.12.2004). Véase la STJ de 17 de diciembre de 2020, asunto C-316/19, *Comisión/Eslonia (Archivos del BCE)*, EU:C:2020:1030 (esp. párr. 84, 85).

<sup>179</sup> C.C.A. VAN DEN BERG, *The making of the Statute of the European System of Central Banks... cit.*, p. 484.

Recordemos que, en el momento constitutivo del SEBC, los gobernadores de los BBCCNN reunidos en el CoG acordaron la creación de un nuevo órgano monetario que se insertaría —de manera todavía incierta— en el ordenamiento jurídico supranacional. Por otro lado, también la necesidad de una toma de decisiones eficiente y centralizada dentro del SEBC se configuró como un aspecto comúnmente aceptado. Con todo, en las páginas anteriores se ha puesto de manifiesto la sólida resistencia de los BBCCNN hacia la integración monetaria europea, a la luz de su empeño por mantener un rostro jurídico mínimamente diferenciado en el SEBC. Ciertamente, los BBCCNN pretendieron evitar el riesgo de una potencial absorción de las «partes» por el «todo»<sup>180</sup>. Precisamente aquella había sido la motivación principal en la operación jurídica de creación del BCE. A partir de ese momento, las negociaciones adquirirían un nuevo objetivo: conseguir el mayor nivel de autonomía posible para los BBCCNN, frente al BCE.

Desde esta óptica es fácilmente comprensible que una parte relevante de los BBCCNN hubiera reivindicado el principio de subsidiariedad como modo de ejercer las funciones encomendadas por los Estados miembros al SEBC. Dentro de este grupo destacaban el *Banque de France* y España, oponiéndose, en particular, a las propuestas descentralizadoras del *Bundesbank*, que, por su parte, temía una potencial contaminación política del SEBC<sup>181</sup> a través de sus «puertas» institucionales halladas en los territorios de los Estados miembros (es decir, los BBCCNN). El *Banque de France* alegaba, entre otros aspectos, que una centralización completa del ejercicio de las operaciones del SEBC en la figura orgánica del BCE sería ineficiente en cuanto que se desaprovecharía una infraestructura institucional ya existente en el momento de creación de la autoridad monetaria supranacional<sup>182</sup>.

Recordaba el *Banque de France*, al respecto, que los BBCCNN habían disfrutado en sus ordenamientos jurídicos nacionales de una amplia autonomía

---

<sup>180</sup> C.C.A. VAN DEN BERG, *The making of the Statute of the European System of Central Banks... cit.*, p. 35.

<sup>181</sup> C.C.A. VAN DEN BERG, *The making of the Statute of the European System of Central Banks... cit.*, pp. 3, p. 479.

<sup>182</sup> C.C.A. VAN DEN BERG, *The making of the Statute of the European System of Central Banks... cit.*, p. 486.

operacional, señalando asimismo la notable experiencia que aquellos habían obtenido en el ejercicio de la función bancaria central en las últimas décadas del siglo XX. En igual sentido, una interacción exclusiva del BCE con los actores financieros nacionales —por cuanto entidades de contrapartida de la política monetaria— disminuiría la eficiencia de la función monetaria y promovería la huida de la banca privada desde las jurisdicciones nacionales hacia la sede operacional del SEBC (Fráncfort del Meno, Alemania)<sup>183</sup>.

La diferencia entre el principio de subsidiariedad y el principio de descentralización dentro del SEBC se encuentra en un terreno conceptual. Mientras que el primero es un principio que, en el contexto jurídico supranacional, se aplica a las competencias de esencia compartida entre los Estados miembros y la Unión, correspondiéndoles a estos el ejercicio de las funciones que no se hubieran atribuido exclusivamente a la Unión, el principio de descentralización operacional invierte la premisa<sup>184</sup>. En consecuencia, el ejercicio de las tareas no atribuidas al BCE de manera expresa en el Derecho originario le corresponderán predominantemente al propio BCE, a menos que el Consejo de Gobierno del BCE considerara «posible y adecuado» encomendárselas a los BBCCNN. La justificación de esta diferencia dentro de la UM reside en el hecho de que la competencia monetaria tiene carácter exclusivo y, como tal, ha sido transferida en su totalidad (potestad decisoria y de ejecución) a una institución monetaria supranacional: el BCE. De manera que, aunque el Consejo de Gobierno decidiera encomendar a los BBCCNN el ejercicio de determinadas tareas del SEBC, dicha operación siempre iniciaría conceptualmente desde el BCE, en cuanto que titular de una competencia exclusiva. Dicho más claramente, las consecuencias prácticas de una ejecución de las tareas por los BBCCNN no alteran la titularidad (supranacional) de la competencia en la materia de la política monetaria (el BCE)<sup>185</sup>.

---

<sup>183</sup> C.C.A. VAN DEN BERG, *The making of the Statute of the European System of Central Banks... cit.*, p. 301.

<sup>184</sup> J. LANGNER, «ESCB/Eurosystem/National Central Banks», *cit.*, p. 397.

<sup>185</sup> J. LANGNER, «ESCB/Eurosystem/National Central Banks», *cit.*, p. 397. Las tareas que ilustran la ejecución descentralizada de las funciones del SEBC se encuentran recogidas en los artículos 16 a 24 del Protocolo sobre los Estatutos del SEBC y del BCE (C.C.A. VAN DEN BERG, *The making*

### 3.4. La organización del sistema de pagos dentro del SEBC

En las páginas anteriores se han expuesto las normas que regulan el capital del BCE. Con todo, y sin perjuicio de la clave de participación asignada a cada BBCCNN, la regla general es que el desembolso propiamente dicho de los fondos por parte de los BBCCNN al capital suscrito del BCE no se realiza siempre íntegramente<sup>186</sup>. Al contrario, el Protocolo sobre los Estatutos del SEBC y del BCE le atribuye al Consejo de Gobierno el poder de decidir (por mayoría cualificada) «hasta qué punto y en qué forma será desembolsado el capital»<sup>187</sup>. Los BBCCNN abonarán su participación en el capital del BCE a través de la plataforma «T2» (derivada de «TARGET», *Trans-European Automated Real-time Gross Settlement Express Transfer System*), definida por el propio BCE como «un sistema de pago propiedad del Eurosistema [esto es, del Consejo de Gobierno del BCE], que también se ocupa de su gestión»<sup>188</sup>.

En cuanto a su base jurídica, el sistema T2 se fundamenta en el artículo 127.2 del TFUE [la promoción de un buen funcionamiento de los sistemas de pago como

---

*of the Statute of the European System of Central Banks... cit.*, p. 301). Por ejemplo, la emisión de billetes de banco, la ejecución de las operaciones de mercado abierto y de crédito, el sistema de compensación y de pago (T2) u otras operaciones administrativas y de gestión del SEBC.

<sup>186</sup> J. LANGNER, «ESCB/Eurosystem/National Central Banks», *cit.*, p. 405.

<sup>187</sup> Artículo 28.3. Véase, nuevamente, la Decisión 2011/21/EU del Banco Central Europeo, de 13 de diciembre de 2010, relativa al desembolso de la ampliación de capital del Banco Central Europeo por los bancos centrales nacionales de los Estados miembros cuya moneda es el euro (esp. Artículo 4).

<sup>188</sup> BANCO CENTRAL EUROPEO, «¿Qué es TARGET2?». Disponible en línea: <https://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/explainers/tell-me/html/target2.es.html> (últ. consulta: 1.9.2023). El «T2» reemplazó en 2022 el sistema de pagos transnacionales TARGET2, que a su vez había sustituido en 2007 la plataforma TARGET, en vigor desde 1999, con una función similar. Hoy, el «T2» (dedicado a la compensación de los pagos) se inscribe en el catálogo de servicios «TARGET-ECB», compuesto además por el «T2S (para la compensación de los activos financieros), el TIPS (un servicio para pagos instantáneos) y un futuro «ECMS» (una plataforma de gestión activos aportados por las entidades de contrapartida como colateral). El «TARGET-ECB» se gestiona por la *Market Infrastructure Board* (MIB). Sobre la composición de la Junta, véase BANCO CENTRAL EUROPEO, «TARGET Services». Disponible en línea: <https://www.ecb.europa.eu/paym/target/html/index.en.html> (últ. consulta: 1.9.2023).

función del SEBC<sup>189</sup>, la Decisión BCE/2022/22<sup>190</sup>, la Orientación BCE/2012/27<sup>191</sup>, así como en las normas nacionales que organizan los respectivos sistemas de liquidación bruta de pagos en tiempo real (SLBTR)<sup>192</sup>. El T2 habilita y garantiza la seguridad de los grandes pagos transnacionales en la zona del euro, siendo utilizado tanto por los propios BBCCNN como por los bancos comerciales establecidos en la eurozona. En particular, la plataforma T2 asegura la liquidación bruta de los pagos en tiempo real; es decir, las transacciones se liquidan de inmediato, puesto que no se establecen períodos de espera o condiciones adicionales<sup>193</sup>. Además, en cuanto que sistema SLBTR, las operaciones realizadas en el marco del T2 se liquidan en cuanto se procesan («en tiempo real»), esto es, sin aplicar otro tipo de procedimiento de compensación para las órdenes de transferencia<sup>194</sup>.

---

<sup>189</sup> Así como el Protocolo sobre los Estatutos del SEBC y del BCE, Artículos 3.1 [funciones del SEBC], 17 [cuentas en el BCE y en los BBCCNN], 22 [sistemas de compensación y de pago eficientes] y 23 [operaciones exteriores del BCE y de los BBCCNN].

<sup>190</sup> Decisión (UE) 2022/911 del Banco Central Europeo, de 19 de abril de 2022 relativa a las condiciones de TARGET-ECB y por la que se deroga la Decisión 2007/601/CE (BCE/2007/7) (DO L 163, p. 1-83).

<sup>191</sup> Orientación 2013/47/UE del Banco Central Europeo, de 5 de diciembre de 2012, sobre el sistema automatizado transeuropeo de transferencia urgente para la liquidación bruta en tiempo real (TARGET2) (refundida) (DO L 30 de 30.1.2013, p. 1-93).

<sup>192</sup> J. GARCÍA ALCORTA, *El Banco Central Europeo*, cit., p. 244.

<sup>193</sup> *Ibid.* J. LANGNER, «ESCB/Eurosystem/National Central Banks», cit., p. 406.

<sup>194</sup> Es decir, sin acudir al llamado «netting». Este se define en el contexto de los sistemas de compensación o liquidación como «la compensación acordada de las obligaciones mutuas de los participantes en un sistema. Este proceso implica el cálculo de las posiciones netas de liquidación y su reducción legal a un importe neto (bilateral o multilateral)». BANCO CENTRAL EUROPEO, «Netting», *Glossary of Terms Related to Payment, Clearing and Settlement Systems*, diciembre de 2009, p. 5. Disponible en línea: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/glossaryrelatedtopaymentclearingandsettlementsystemsen.pdf> (últ. consulta: 1.9.2023)

Un ejemplo de lo anterior sería la compensación por novación: si las partes realizan una transacción que da lugar a una obligación con igual fecha de vencimiento, y en la misma moneda que una obligación previamente existente, entonces las dos obligaciones se cancelan y se sustituyen simultáneamente por una nueva obligación por el importe neto. Recuperado de <https://www.newyorkfed.org/medialibrary/microsites/fmlg/files/Millerspresentationonnetting.pdf> (últ. consulta: 1.9.2023). Trad. propia. Sobre los seis principios básicos de los sistemas de pago sistémicamente importantes, cfr. BANCO DE PAGOS INTERNACIONALES, «Report of the Committee on Interbank Netting Schemes of the central banks of the Group of Ten countries (Lamfalussy Report)», *CPMI Papers*, 18 noviembre de 1990. Disponible en línea: <https://www.bis.org/cpmi/publ/d04.pdf> (últ. consulta: 1.9.2023).



Merece la pena detenernos brevemente sobre el funcionamiento del T2 y sobre la razón por la cual este sistema de pagos del Eurosistema es «una piedra angular de la integración financiera de la UE que permite el libre flujo del dinero a través de las fronteras y respalda la aplicación de la política monetaria única del BCE»<sup>195</sup>. En resumidas cuentas, el funcionamiento del T2 se desarrolla conforme a los siguientes pasos:

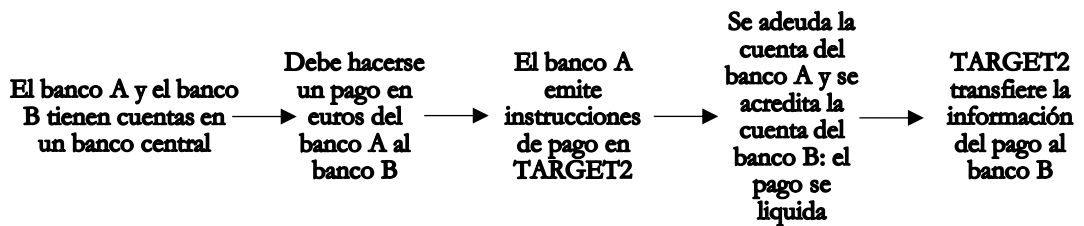


Figura 1. El funcionamiento del T2<sup>196</sup>

La particularidad esencial del T2 reside en la intervención predominante de los bancos centrales nacionales en la liquidación de los órdenes de pago entre los distintos agentes económicos que cumplen con los requisitos establecidos para participar en el sistema<sup>197</sup>. Más aun, en tiempos de crisis, las transacciones realizadas a través del T2 se liquidan, en última instancia, entre los propios BBCCNN, lo que en la práctica se traduce potencialmente en una realización de transferencias transnacionales de fondos, de esencia incondicional, entre los BBCCNN del Eurosistema<sup>198</sup>. Precisamente este ha sido el aviso del entonces presidente del *Bundesbank*, Helmut Schlesinger, que señalaba en 2012 una posición de «vulnerabilidad» de Alemania, supuestamente derivada de los desequilibrios del sistema paneuropeo de liquidación de pagos<sup>199</sup>. La premisa técnica de tal aviso

<sup>195</sup> BANCO CENTRAL EUROPEO, «¿Qué es TARGET2?», *cit.*

<sup>196</sup> El gráfico ha sido realizado por la autora de esta tesis doctoral sobre la base de la información oficial del BANCO CENTRAL EUROPEO, «¿Qué es TARGET2?», *cit.*

<sup>197</sup> Los criterios de elegibilidad y el procedimiento de acceso de los participantes (sobre todo, entidades de crédito) al T2 están recogidos en la Decisión BCE/2022/22 (antes mencionada), Artículos 4 y 5.

<sup>198</sup> M.K. BRUNNERMEIER, H. JAMES, J.-P. LANDAU, *The Euro and the Battle of Ideas*, *cit.*, pp. 325-327.

<sup>199</sup> *Ibid.*, p. 327.

consistió en el descubrimiento empírico de una «coincidencia entre el aumento de los activos TARGET alemanes y el aumento de los pasivos TARGET» de los llamados «PIGS» (Portugal, Irlanda, Grecia, España)<sup>200</sup>. ¿Cómo se explica la incrementada responsabilidad —y la presunta vulnerabilidad— del *Bundesbank* a lo largo de la crisis financiera global?<sup>201</sup>

Las obligaciones de pago dentro del sistema T2 (antes denominado «TARGET2») se registran como activos o pasivos T2. Debido a que el Eurosistema es un área monetaria única, las obligaciones de pago que las entidades de crédito contraigan frente o hacia cualquier BCN participante en el euro se anotan como activos (o pasivos, respectivamente) T2, y serán exigibles al propio Eurosistema. Sin embargo, se ha visto que el Eurosistema se constituye no solo por el BCE, sino también por los veinte BBCCNN que mantienen cuentas financieras propias. Por otro lado, las cuentas de los BBCCEE están integradas en el SEBC hasta la cifra indicada por la clave de participación de cada BCN en el capital suscrito del BCE. A fin de comprender la potencial corresponsabilidad del Eurosistema a través de sus BBCCNN por las deudas contraídas mediante el T2 en el territorio los Estados miembros del euro, conviene acudir a continuación a las explicaciones desarrolladas por Brunnermeier *et al.* al respecto<sup>202</sup>.

Antes del estallido de la crisis financiera global, los movimientos transnacionales de liquidez se canalizaban a través del llamado mercado interbancario, i.e. «un mercado informal en el que los bancos se prestan y piden prestado unos a otros con límites internos establecidos en función de la predisposición al riesgo de cada entidad de crédito»<sup>203</sup>. Siguiendo el ejemplo de

---

<sup>200</sup> H.W. SINN, T. WOLLMERSHÄUSER, «Target loans, current account balances and capital flows: the ECB's rescue facility» *International Tax Public Finance*, vol. 19, pp. 468–508, 2012. Trad. propia.

<sup>201</sup> Conviene tener en cuenta que el *Bundesbank* se inserta territorialmente en el único Estado miembro de la UM que había mantenido la ficción de su deuda soberana como «safe asset», a pesar —o quizás precisamente debido al hecho— de compartir su divisa con los «PIGS» (debido al fenómeno económico «flight-to-safety»). Véase *infra* (punto V.2.2 del presente capítulo).

<sup>202</sup> M.K. BRUNNERMEIER, H. JAMES, J.-P. LANDAU, *The Euro and the Battle of Ideas*, *cit.*, pp. 326.

<sup>203</sup> F. ALLEN, G. COVI, X. GU, O. KOWALEWSKI, M. MONTAGNA, «The interbank market puzzle», *ECB Working Paper Series*, núm. 2374, febrero de 2020, p. 7. Trad. propia.

Brunnermeier *et al.*, las entidades de crédito establecidas en las jurisdicciones estatales periféricas de la UM (piénsese en España) aseguraban su liquidez —o, lo que es lo mismo, su capacidad probada por las hojas de balance de refinanciar los préstamos concedidos a corto plazo— precisamente mediante el uso del mercado interbancario, tomando prestado a corto plazo de otro banco comercial (piénsese en una entidad de crédito alemana como acreedora)<sup>204</sup>. Ciertamente, el mercado interbancario conforma la vía ordinaria de provisión de liquidez para las entidades de crédito.

Sin embargo, en el momento en el que esta vía ordinaria de provisión de fondos se paraliza —por el miedo generalizado de los bancos privados respecto de la solvencia efectiva de sus entidades de contrapartida—, las entidades de crédito exigen créditos adicionales directamente a sus bancos centrales nacionales. En otras palabras, y siguiendo con el ejemplo anterior, la entidad de crédito establecida en el territorio español tomaría prestado del Banco de España, mientras que, al otro lado de la transacción, el banco alemán depositaría sus activos (esto es, el exceso de fondos) en la hoja de balance del *Bundesbank*. Con el fin de equilibrar el sistema de pagos de la UM europea, el Banco de España anotaría un pasivo en el sistema de liquidación T2 frente al *Bundesbank*<sup>205</sup>. En pocas palabras, en lugar de ejercer las transferencias de fondos directamente entre las entidades de crédito a través del mercado interbancario, en tiempo de crisis se produce un aumento de los activos y los pasivos T2. Por otro lado,

«los activos TARGET2 también aumentan cuando, por ejemplo, un depositante griego cierra su cuenta en un banco griego y transfiere la suma a un banco alemán. El banco griego tiene que pedir prestado al BCN de Grecia para sustituir los depósitos a la vista que faltan, y el Banco de Grecia asume un débito en el sistema de compensación; el banco alemán deposita el nuevo dinero en el *Bundesbank*, que tiene un activo de compensación»<sup>206</sup>.

Dicho de otro modo, en tiempos de crisis financiera, los desequilibrios entre los activos y los pasivos T2 se conforman como un instrumento capaz de reflejar,

---

<sup>204</sup> M.K. BRUNNERMEIER, H. JAMES, J.-P. LANDAU, *The Euro and the Battle of Ideas*, *cit.*, pp. 326.

<sup>205</sup> *Ibid.*, pp. 326.

<sup>206</sup> *Ibid.*, pp. 326.

en última instancia, la propia intervención del Eurosistema en el sentido de un intermediario —a través de los BBCCNN que lo componen— para las entidades de crédito ilíquidas. Partiendo de la imposibilidad de cubrir las obligaciones de pago de los bancos privados mediante el mercado interbancario, la relación crediticia se traslada hacia la hoja de balance de los propios BBCCNN. Teniendo en cuenta que las hojas de balance de los BBCCNN que componen el Eurosistema se encuentran integradas por su propia adhesión a la UM, el sistema de pagos T2 ejerce potencialmente como herramienta de «chantaje» o condicionamiento del comportamiento futuro de los BBCCNN; en nuestro ejemplo, del *Bundesbank*. Indudablemente, si el sistema T2 hubiera llegado a probar mínimamente su insostenibilidad —por ejemplo, en el caso de que el *Bundesbank* hubiera rechazado asumir los pasivos T2 del Banco de España en las hojas de balance en sentido amplio del Eurosistema—, todo el sistema financiero se habría caído y con ello, el propio Eurosistema y sus BBCCNN<sup>207</sup>.

En resumidas cuentas, ciertos desequilibrios producidos dentro del T2 tienen la capacidad de reflejar la existencia de obligaciones de pago exigibles (pasivos T2) que no siempre se corresponden con una suficiente provisión de fondos para liquidarlas (activos T2). Además, cuando dicha carencia no se soluciona a través de las vías ordinarias de provisión de liquidez (el mercado interbancario), en última instancia, los BBCCNN de las entidades de crédito con exceso de liquidez establecidas en su territorio (p.ej. *Bundesbank*) ejercen indirectamente como actores responsables para garantizar la credibilidad del T2 y, por extensión, del sistema bancario. Dicho de otro modo, los BBCCNN avalan, en cierta manera, el hecho de que las cantidades adeudadas por las entidades de crédito deudoras (p.ej., con sucursales abiertas en el territorio estatal de los «PIGS») serán efectivamente liquidadas en el contexto del T2. Por último, cabría alegar que la capacidad ilimitada del SEBC de anotar activos y pasivos seguros dentro del T2 —al estar este en su propiedad y gestión— le convirtió durante la crisis financiera de 2008 en un

---

<sup>207</sup> *Ibid.*, pp. 327.

prestamista de última instancia para las entidades de crédito ilíquidas (o potencialmente insolventes) establecidas en la eurozona<sup>208</sup>.

En consecuencias, y a pesar de que el texto del Derecho originario daría lugar a una interpretación superficial según la cual los BBCCNN ejercen como protagonistas activos del Eurosistema —en cuanto que accionistas exclusivos del BCE—, el funcionamiento efectivo del SEBC —en este caso del T2— demuestra la capacidad de un sistema europeo de bancos centrales de garantizar la solidez de la moneda única (y del mercado financiero que la rodea) incluso frente a la voluntad financiera individual de un BCN participante en el euro (p.ej. el *Bundesbank*).

#### **IV. La manifestación del principio de independencia técnica en los objetivos fundacionales del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del BCE**

En las páginas anteriores se han esbozado las manifestaciones del principio de independencia técnica en la organización institucional del pilar monetario de la UEM, evidenciando el protagonismo del BCE dentro de una estructura institucional original (el SEBC). Por otro lado, se han ilustrado los debates más relevantes en la génesis del euro, incidiendo sobre su naturaleza contingente y, por extensión, del BCE. Dando un paso más, el órgano monetario supranacional constituido en Maastricht internaliza y, a la vez, institucionaliza los consensos económicos y políticos del contexto histórico en el que tomó vida jurídica (i.e. la juridificación generalizada del principio de independencia técnica de la banca central). A lo largo de las recientes crisis europeas, las medidas del BCE pondrían de manifiesto un desprendimiento parcial de sus postulados intelectuales originarios.

Conviene tomar en consideración el hecho de que la intervención monetaria del BCE a lo largo de las «crisis existenciales» de la Unión<sup>209</sup> se ha llevado a cabo sin una previa reforma de los Tratados que diera cabida jurídica a sus actos<sup>210</sup>. De

---

<sup>208</sup> Sobre el sistema de pagos como centro de gravedad en la evolución de la banca central, cfr. M. AGLIETTA, «Orden monetario y bancos centrales», *cit.*, pp. 55-87.

<sup>209</sup> A. MENÉNDEZ, «The Existential Crisis of the European Union», *German Law Journal*, vol. 14, núm. 5, 2013, pp. 453-526.

<sup>210</sup> Véase, por todos, J. GARCÍA-ANDRADE GÓMEZ, «Capítulo IV: El sistema monetario en una Unión Europea de Derecho», en M.<sup>a</sup> A. SALVADOR ARMENDÁRIZ (dir.), *Regulación bancaria: transformaciones y Estado de Derecho*, ICS-Aranzadi, Navarra, 2014, pp. 251-320.

manera que tanto «los pilares» jurídico-constitucionales<sup>211</sup> del BCE como la específica base jurídica sobre la cual se llevaron a cabo (esto es, el artículo 18.1 del Protocolo sobre los Estatutos del SEBC y del BCE, que regula los instrumentos de la política monetaria) dan lugar a una considerable apertura interpretativa. Dicha apertura se explica por la naturaleza predominantemente económica de la actuación del BCE, al ser el mercado su espacio natural de actuación. En otras palabras, la Constitución monetaria de la Unión se define precisamente por la deferencia constitucionalizada de lo «jurídico» hacia lo «económico»: le corresponderá al propio BCE concretar la definición de su objetivo principal (la estabilidad de los precios), de acuerdo con las condiciones económicas en un momento dado. Para ello, se le atribuirá el máximo nivel de autonomía posible: la independencia técnica (léase el distanciamiento de la política nacional y supranacional por razones de un mayor conocimiento especializado en la materia monetaria). Por fin, el elemento clave para medir la licitud de las actuaciones del BCE será la prohibición del artículo 123 del TFUE (la regla de no financiación monetaria), a su vez justificada mediante la ontología definitoria de la UEM en sentido amplio (i.e., la disciplina fiscal).

### ***1. Los objetivos originarios y los instrumentos del BCE***

El artículo 3.1 (c) del TFUE reconoce el carácter exclusivo de la competencia en materia de política monetaria. De acuerdo con la interpretación establecida por el Tribunal de Justicia, el término de «política monetaria» se define en un sentido amplio y comprende tres elementos: «una moneda única (el euro), la definición y la aplicación de una política monetaria única y la definición y la aplicación de una política de tipos de cambio única»<sup>212</sup>.

---

<sup>211</sup> M. IOANNIDIS, «The European Central Bank», *cit.*, esp. pp. 369 y ss.

<sup>212</sup> STJ de 26 de enero de 2021, asuntos acumulados C-422/19 y C-423/19, *Hessischer Rundfunk*, EU:C:2021:63, párr. 67. Como señala también D. SARMIENTO (en *El Derecho de la Unión Europea*, *cit.*, p. 747), esta interpretación se asienta sobre las Conclusiones del Abogado General Pitruzzella, presentadas el 29 de septiembre de 2020 (EU:C:2020:756), en la que se expresaba lo siguiente: «[c]onsidero que de un análisis textual, sistemático y teleológico de las disposiciones pertinentes de los Tratados se desprende que el concepto de política monetaria (en alemán, *Währungspolitik*), que, con arreglo al artículo 3 TFUE, apartado 1, letra c), es competencia exclusiva de la Unión para los Estados miembros cuya moneda es el euro, debe entenderse en el sentido de que no se limita a la definición y a la aplicación de una política monetaria en términos operativos (política monetaria «en sentido estricto», en alemán *Geldpolitik*), con arreglo al artículo 127 TFUE, apartado 2, primer guion.

El objetivo de la política monetaria será el de «mantener la estabilidad de precios»<sup>213</sup>. Por otro lado, la propia existencia institucional del SEBC se explica en razón a los objetivos y las funciones encomendadas: «el objetivo principal del [SEBC] será mantener la estabilidad de precios. Sin perjuicio de este objetivo, el SEBC apoyará las políticas económicas generales de la Unión con el fin de contribuir a la realización de los objetivos de la Unión establecidos en el artículo 3 del TUE»<sup>214</sup>. En el ejercicio de sus competencias, el BCE respetará los principios fundacionales de la Constitución económica supranacional, i.e., el principio de una economía de mercado abierta y de libre competencia, fomentando una eficiente asignación de los recursos<sup>215</sup>.

Se observa que el BCE se adhiere a un modelo reglado de banca central — muy similar al *Bundesbank* en su configuración previa a la adhesión a la UM<sup>216</sup>— según el cual la autoridad monetaria garantiza un objetivo jerárquicamente superior a todos los demás que se le encomiendan: la estabilidad de los precios<sup>217</sup>. Esta conclusión se desprende de una interpretación textual y sistemática de los Tratados, que, por un lado, declaran la estabilidad de los precios como objetivo «principal» del SEBC y, por otro lado, le habilitan a este actuar en garantía de su objetivo secundario

---

Este concepto debe entenderse, en cambio, en sentido amplio, de modo que también comprenda una dimensión normativa relativa a la moneda única en la que se incluyan disposiciones de Derecho monetario» (párr. 57).

<sup>213</sup> TFUE, Artículo 119.2.

<sup>214</sup> TFUE, Artículo 127.1. Protocolo sobre los Estatutos del SEBC y del BCE, Artículo 2.3.

<sup>215</sup> *Ibid.* La pregunta constitucional que subyace a los límites del BCE derivados de su conexión inherente con el mercado consiste en lo siguiente: ¿hasta qué punto está legitimado el BCE para intervenir en el mercado, sin desvirtuar sus dinámicas básicas? Y, cuando el mercado refleja un funcionamiento dañino, p.ej., desde la perspectiva del cambio climático, ¿qué responsabilidad tiene el BCE —si es que tiene alguna— para reorientarlo hacia una senda sostenible? Cfr., acerca de este debate, J. SOLANA, «The power of the Eurosystem to promote environmental protection», *European Business Law Review*, vol. 30, núm. 4, 2019, pp. 547-575.

Sobre el alcance de los principios de la Constitución económica de la Unión en relación con la actuación del SEBC, véase C. ZILIOLI, M. IOANNIDIS, «Climate change and the mandate of the ECB: Potential and limits of monetary contribution to European green policies», *Common Market Law Review*, vol. 59, núm. 2, 2022, pp. 363-394.

<sup>216</sup> J. GARCÍA-ANDRADE GÓMEZ, «Capítulo IV: El sistema monetario en una Unión Europea de Derecho», *cit.*, p.

<sup>217</sup> Según C. ZILIOLI, M. SELMAYR, *The Law of the European Central Bank*, *cit.*, se trataría de la «Grundnorm» del SEBC (p. 36).

(el apoyo a las economías generales en la Unión) «sin perjuicio» de la estabilidad de los precios. Desde esta perspectiva, el BCE difiere sustancialmente de la Reserva Federal de los Estados Unidos, a la que se le atribuyeron por la vía legislativa dos objetivos hallados en igual posición jurídica (contribuir, por un lado, al crecimiento económico y a un nivel alto de empleo; por otro lado, a la estabilidad de precios y a la moderación de los tipos de interés a largo plazo)<sup>218</sup>.

Lo cierto es que la atribución al BCE de la estabilidad de los precios como objetivo primordial, junto con un alto nivel de independencia técnica para garantizarlo, han sido las dos condiciones inexcusables exigidas por los dirigentes alemanes y el *Bundesbank* para comenzar la tercera fase de la UEM<sup>219</sup>. A su vez, y desde una perspectiva más amplia, vale la pena recordar que la estabilidad de los precios —como objetivo primordial de la banca central independiente— se estaba insertado en los ordenamientos jurídicos nacionales de manera simultánea a la construcción de la UM europea. De modo que, en su origen, el BCE es la ilustración por excelencia de las transformaciones de la banca central y del Estado constitucional contemporáneo, en cuanto que reproduce —o incluso consolida— la ortodoxia internacional de la década de los ochenta en la materia de economía política.

En las siguientes páginas se observará el ambiente económico y político en el que se estaba insertando el BCE en el momento de su nacimiento institucional, centrandó el punto de mira en los dos componentes *sine qua non* del órgano (la estabilidad de los precios como objetivo primario y la consiguiente independencia técnica). Después, se ofrecerá una descripción dogmática de los objetivos del BCE (junto con los instrumentos para garantizarlos), así como de las distintas facetas del principio de independencia técnica estipuladas en el propio Derecho originario de la Unión. Finalmente, el *status quo* originario del BCE requiere atender a los límites

---

<sup>218</sup> *Federal Reserve Reform Act* de 1977, Artículo 2 A. Sobre la evolución de la Reserva Federal de los Estados Unidos desde una perspectiva de teoría constitucional, véase *infra* (capítulo cuarto de esta tesis doctoral).

<sup>219</sup> Por todos, cfr. C.C.A. VAN DEN BERG, *The making of the Statute of the European System of Central Banks...*, *cit.*, esp. pp. 51-57, 88-103; K. DYSON, K. FEATHERSTONE, *The Road to Maastricht: Negotiating Economic and Monetary Union*, *cit.*, esp. pp. 345 ss., 151-156.



sustantivos de la independencia técnica del BCE (la prohibición de financiación monetaria del artículo 123 del TFUE).

### 1.1. El objetivo primario: la estabilidad de los precios

La garantía de la estabilidad de los precios y la independencia del BCE se configuraron como una precondition de la participación alemana en la UM. Se trataba de «una» precondition debido a que los dos componentes estaban intrínsecamente vinculados, tanto desde la perspectiva de los dirigentes alemanes como desde la perspectiva del *Bundesbank* (aunque las razones de cada uno hubieran diferido en sustancia). En cualquier caso, lo que es evidente es que la renuncia del Estado alemán occidental a lo que entonces estaba probando ser la más sólida divisa europea condicionaría sobremanera el diseño de la moneda común y de su garante institucional. Recordemos que, en la época de posguerra (y, en especial, en el período de estanflación<sup>220</sup>), el *deutsche Mark* había obtenido la confianza recurrente de sus ciudadanos y de los mercados financieros, en parte debido al éxito del *Bundesbank* (apoyado por la intervención fiscal del gobierno) de garantizar un nivel sostenido de baja inflación<sup>221</sup>.

En efecto, tras la caída del sistema monetario de Bretton Woods, solo algunos Estados europeos habían conseguido mantener la paridad de sus divisas con la moneda alemana. Por otro lado, las devaluaciones habían dejado de conformar un instrumento políticamente óptimo para hacer frente a la situación de volatilidad extrema de las monedas europeas. Desde la consolidación internacional del sistema de mercado capitalista, el propio uso de la devaluación monetaria —en cuanto que herramienta de la política económica nacional— había sido comúnmente definido entre los actores económicos (estatales y privados) como una indebida ventaja

---

<sup>220</sup> La estanflación se define como la situación en la que unos altos niveles de desempleo y de inflación se unen a un crecimiento económico reducido.

<sup>221</sup> La otra parte de la historia podría complementarse, primero, por las características estructurales de la economía alemana, basada en los exportes (lo que le habría permitido a Alemania «reciclar» el superávit); segundo, por la propia operación de reconstrucción de la economía alemana de posguerra mediante los fondos del *Marshall Plan*, que le habrían devuelto una posición competitiva en el comercio internacional. Véase, en este sentido, M.J. ARJONA SÁNCHEZ, *El euro, entre la nostalgia postmoderna al oro y un supra-federalismo europeo. cit., passim.*

competitiva (porque la devaluación reduce los precios de los exportes e incrementa los costes de los importes) y, por extensión, como un fracaso del gobierno o del banco central devaluador<sup>222</sup>.

Conceptualmente, la defensa alemana de aquella precondition de adhesión a la UM se sostenía en las bases prescriptivas de un concepto ordoliberal de la Constitución económica<sup>223</sup>. Al respecto, merece la pena recordar cómo Ludwig Erhard —líder intelectual de lo que hoy se conoce como la segunda generación de ordoliberales— había protagonizado el episodio del «milagro alemán» de posguerra; acontecimiento que le había permitido probar, en la práctica, la idoneidad de la economía social de mercado («*Soziale Marktwirtschaft*») en el sentido de una pieza indispensable de la teoría constitucional del Estado alemán. Según este entendimiento de la Constitución económica, la política de estabilidad del Estado (incluida la política monetaria) sería el centro inexcusable de gravedad de la economía nacional y, en última instancia, de la propia Ley Fundamental. En particular, la estabilidad de la moneda configuraría el punto de partida para cualquier economía de mercado abierto que pretendiera funcionar eficientemente (esto es, una economía nacional en la cual la dinámica de la libre competencia se desarrolla de manera óptima, redistribuyendo los beneficios hacia el participante diligente). Se explica entonces que la Ley reguladora del *Bundesbank* le hubiera encomendado a este el objetivo principal de «mantener la estabilidad del valor del dinero» (nótese la ausencia de una referencia explícita a un bajo nivel de inflación)<sup>224</sup>.

Para el BCE, lo dicho se traduce la presunción constitucional de que la atribución en el propio Derecho originario de la estabilidad de los precios incrementa la eficiencia de la política monetaria supranacional y garantiza, a la vez, la legitimidad del órgano. Al estar vinculado a un solo objetivo principal (a diferencia, por ejemplo, de la Reserva Federal de los Estados Unidos, a la que se le encomiendan dos

---

<sup>222</sup> C.C.A. VAN DEN BERG, *The making of the Statute of the European System of Central Banks...*, cit., p. 52. Véase asimismo M.J. ARJONA SÁNCHEZ, *El euro, entre la nostalgia postmoderna al oro y un supra-federalismo europeo*, cit., pp. 29-30.

<sup>223</sup> C.C.A. VAN DEN BERG, *The making of the Statute of the European System of Central Banks...*, cit., p. 53.

<sup>224</sup> Gesetz über die Deutsche Bundesbank, 26.7.1957 (*Bundesgesetzbl.* I S. 745), §§ 3, 12.

objetivos que deberá garantizar de manera discrecional), el BCE nacería «encadenado» dentro de los estrictos contornos de una moneda única estable, desligada políticamente de las necesidades contingentes de crecimiento económico (p.ej., en los casos en los que la economía necesita medidas activas para estimular la demanda o reducir el desempleo). En este sentido, el BCE solo podrá «apoyar» las políticas económicas generales de la Unión a fin de que esta última sea capaz de conseguir los objetivos reconocidos en el artículo 3 del TUE (entre ellos, el crecimiento económico). Además, tal apoyo se efectuará «sin perjuicio» del objetivo principal de la estabilidad de los precios.

En otro orden de cosas, la capacidad del BCE de garantizar de manera eficiente el objetivo de la estabilidad de los precios exige como presupuesto indispensable que la política monetaria por él adoptada sea «única»<sup>225</sup>. Puesto que los Tratados de la Unión no definen ni el concepto de política monetaria ni el de la estabilidad de los precios, el Tribunal de Justicia ha señalado que, «para determinar si una medida está comprendida en el ámbito de la política monetaria, deberán tenerse en cuenta principalmente los objetivos de esa medida y la pertinencia de los medios que la medida utiliza para alcanzar esos objetivos»<sup>226</sup>.

Según el TJ, «los autores de los Tratados han optado» por una formulación «general y abstracta» del concepto de política monetaria<sup>227</sup>, abriéndose un espacio voluntariamente discrecional para que el BCE decida acerca de las concreciones del objetivo de la política monetaria (i.e., la estabilidad de los precios) en función de las necesidades económicas del momento<sup>228</sup>. En efecto, la discrecionalidad del BCE es

---

<sup>225</sup> Sentencia del Tribunal de Justicia, de 16 de junio de 2015, asunto C-62/14, *Gauweiler*, EU:C:2015:400, párr. 47-48.

<sup>226</sup> Sentencias *Pringle* (párr. 53 y 55); *Gauweiler y otros* (párr. 46); Sentencia del Tribunal de Justicia, de 11 de diciembre de 2018, asunto C-493/17, *Weiss*, EU:C:2018:1000 (párr. 53). Esta jurisprudencia se encuentra recientemente sintetizada en las Conclusiones del Abogado General Pitruzzella al asunto *Hessischer Rundfunk*, *cit.* (párr. 55).

<sup>227</sup> Sentencia *Weiss y otros*, párr. 55.

<sup>228</sup> Ciertamente, en Maastricht no se debatió una definición exacta del concepto de «estabilidad de precios». La cuestión no ha llegado siquiera a plantearse. Entre otras razones, la propia identificación del objetivo de la política monetaria con «la estabilidad de los precios» resultó, en ese contexto histórico, una concreción suficiente para limitar la actuación del BCE. Conviene tomar en consideración el hecho de que, en ese período, los objetivos del resto de los bancos centrales nacionales se definían en términos amplios (piénsese solo en la *Bundesbank*, que tenía atribuido el

una exigencia inherente para definir el alcance de la política monetaria supranacional, en cuanto que esta materia normada por el Derecho de la Unión requiere —por su propia naturaleza (esencialmente económica)— un órgano capaz de «tomar decisiones de carácter técnico y efectuar previsiones y apreciaciones complejas». En este contexto, el BCE dispone de «una amplia facultad de apreciación»<sup>229</sup>. Más recientemente, el Tribunal General ha reconocido la obligación del BCE de someterse a las normas de Derecho originario y derivado de la Unión, incluso cuando sus actuaciones se fundamenten en normas de Derecho internacional clásico: «las facultades discrecionales de las que dispone una institución no le eximen del deber de actuar de conformidad tanto con las normas jurídicas de rango superior —tales como el Tratado y los principios generales del Derecho de la Unión— como con el derecho derivado pertinente»<sup>230</sup>.

En resumidas cuentas, los Tratados han dejado la cuestión de la definición de la estabilidad de los precios en manos de los órganos de gobierno del BCE<sup>231</sup>. De manera que el objetivo primordial del BCE contiene una considerable deferencia de lo «jurídico» hacia lo «económico»: puesto que el titular de la competencia en la materia monetaria es esencialmente un actor del mercado, el alcance de su poder se limita en los Tratados fundacionales mediante la juridificación de un objetivo desde

---

objetivo de «garantizar la estabilidad del valor del dinero»). C.C.A. VAN DEN BERG, *The making of the Statute of the European System of Central Banks...*, cit., p. 53.

<sup>229</sup> Sentencia *Gauweiler y otros*, cit., párr. 68; Sentencia *Weiss y otros*, párr. 73. En reciente reiteración de su jurisprudencia, el TJ añade que «habida cuenta de que el BCE dispone de una facultad discrecional y, en consecuencia, de un amplio margen de apreciación [...] el control jurisdiccional que el juez de la Unión debe ejercer en cuanto a si están fundadas las razones de una decisión [del BCE] no debe llevarlo a sustituir la apreciación del BCE por la suya propia, sino que tiene la finalidad de comprobar que dicha [d]ecisión no está basada en hechos materialmente inexactos ni está viciada de ningún error manifiesto de apreciación o de desviación de poder (Sentencia del Tribunal de Justicia de 5 de mayo de 2023, asunto C-389/21 P, *BCE/ Crédit lyonnais*, EU:T:2021:185, párr. 98 y la jurisprudencia citada). Sin embargo, «cuando las instituciones disponen de esa facultad de apreciación, el respeto de las garantías que otorga el ordenamiento jurídico de la Unión en los procedimientos administrativos tiene una importancia aún mayor. Entre esas garantías que confiere el ordenamiento jurídico de la Unión en los procedimientos administrativos figura el principio de buena administración, que conlleva para la institución competente la obligación de examinar minuciosamente todas las circunstancias pertinentes del asunto de que se trate» (*Ibid.*, párr. 99).

<sup>230</sup> Sentencia de 23 de mayo de 2019, asunto T-107/17, *Steinhoff y otros/BCE*, EU:T:2019:353, párr. 57.

<sup>231</sup> C.C.A. VAN DEN BERG, *The making of the Statute of the European System of Central Banks...*, cit., p. 53.

orígenes abierto a las concreciones discrecionales del propio órgano. Pero ¿de qué modo? y ¿bajo qué horizonte temporal establecerán los órganos rectores del SEBC la definición de un concepto jurídico indeterminado (la estabilidad de los precios)?

Antes de esbozar las respuestas a las dos preguntas planteadas, conviene recordar que, en el momento de creación del SEBC (particularmente antes de la época de «Gran Moderación»<sup>232</sup>), la propia función bancaria central representaba una incógnita desde la perspectiva de la opinión pública. Por otro lado, a pesar de la autonomía operacional excepcional de algunos bancos centrales, en general, la política monetaria solía adaptarse a las necesidades económicas del gobierno<sup>233</sup>. De ahí que un reto esencial del BCE a lo largo de su vida institucional hubiera consistido precisamente en la configuración de un método propio para definir e implementar la política monetaria supranacional. En términos económicos, el «método» del banco central para alcanzar los objetivos encomendados se identifica por la «estrategia monetaria», i.e., «un procedimiento a más largo plazo para decidir cómo deben desplegarse los instrumentos de la política monetaria con el fin de alcanzar el objetivo»<sup>234</sup>.

Desde su nacimiento, el BCE ha revisado (a través de su Consejo de Gobierno) tres veces la estrategia monetaria, manteniendo, sin embargo, los dos pilares básicos establecidos desde 1998<sup>235</sup>. En efecto, según la última revisión de

---

<sup>232</sup> La «Gran Moderación» es un periodo que inicia desde mediados de 1980 hasta 2007 y se caracteriza por una baja volatilidad económica y una baja inflación en las economías avanzadas, en comparación con las décadas anteriores. Este período terminó con la Crisis Financiera Mundial. J. DE HAAN, C. PATTIPEILOHY, *Advanced Introduction to Central Banks and Monetary Policy*, Edward Elgar, Cheltenham / Massachussets, 2022, p. 23 (n. 18). Trad. Propia.

<sup>233</sup> En 1989, solo el *Bundesbank* tenía reconocido legislativamente un alto nivel de independencia (*Bundesbankgesetz* § 12). C.C.A. VAN DEN BERG, *The making of the Statute of the European System of Central Banks...*, *cit.*, da cuenta de la situación del resto de los bancos centrales de los Estados miembros de la UM, definida todavía por una cierta dependencia del gobierno (pp. 90-91).

<sup>234</sup> O. ISSING, *The birth of the euro*, *cit.*, p. 96.

<sup>235</sup> En 1998, el BCE definió la estabilidad de precios como un aumento interanual del índice armonizado de precios de consumo (IAPC) del área del euro «inferior al 2 %». En 2003, el Consejo de Gobierno del BCE revisó el objetivo de inflación en los siguientes términos: «una inflación inferior, aunque cercana, al 2 % a medio plazo». Véase, detalladamente al respecto, P. HERNÁNDEZ DE COS, «La nueva estrategia de política monetaria del Banco Central Europeo», IESE Business School, Barcelona, 17.9.2021. Disponible en línea: <https://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/IntervencionesPublicas/Gobernador/Arc/Fic/hdc170921.pdf> (últ. consulta: 1.9.2023). Sobre las implicaciones de la estrategia de política monetaria (en particular, el índice de medición establecido y el horizonte temporal), cfr. O.

2021, la estrategia de la política monetaria seguirá constituyéndose por un pilar monetario y financiero y otro económico<sup>236</sup>. De este modo, la estrategia del BCE hace hincapié en el papel destacado del dinero (léase la evolución de la cantidad del dinero en la economía), pero al mismo tiempo permite la integración de otras variables nominales y reales que influyen en la evolución futura de los precios<sup>237</sup>. Más en particular, la estrategia de política monetaria del BCE se basa en el anuncio público de una definición cuantitativa de la estabilidad de precios, fijando un ancla

---

ISSING, *The birth of the euro*, *cit.*, esp. pp. 100 ss. Véase asimismo, J. GARCÍA-ANDRADE GÓMEZ, «Capítulo IV: El sistema monetario en una Unión Europea de Derecho», *cit.* El autor señala, en particular, la necesidad de integrar en la estrategia monetaria otras categorías de precios (además de la evolución de los precios del consumo), por ejemplo, los precios de los activos inmuebles o los activos financieros (pp. 300-302). En la reciente revisión de su estrategia de política monetaria de 2021, el Consejo de Gobierno ha confirmado que el IAPC continúa siendo el indicador de precios adecuado para evaluar la consecución del objetivo de estabilidad de precios. Sin embargo, admite que «la inclusión en el IAPC de los costes relacionados con la vivienda en régimen de propiedad representaría mejor la tasa de inflación relevante para los hogares». Según el BCE, la plena inclusión de los precios de los activos hipotecarios en el IAPC «es un proyecto de varios años y, hasta entonces, en sus evaluaciones de la política monetaria tendrá en cuenta medidas de inflación que incorporen estimaciones iniciales [de aquellos costes] para complementar su conjunto más amplio de medidas de inflación». BANCO CENTRAL EUROPEO, «Declaración sobre la estrategia de política monetaria del BCE», acordada por el Consejo de Gobierno del 8 de julio de 2021 (punto 3). Disponible en línea: [https://www.ecb.europa.eu/home/search/review/html/ecb.strategyreview\\_monpol\\_strategy\\_statement.es.html](https://www.ecb.europa.eu/home/search/review/html/ecb.strategyreview_monpol_strategy_statement.es.html) (últ. consulta: 1.9.2023).

<sup>236</sup> Según explica el propio BCE, «el análisis económico se centra en la evolución económica real y nominal, mientras que el monetario y financiero examina los indicadores monetarios y financieros, poniendo el foco en el funcionamiento del mecanismo de transmisión de la política monetaria y en los posibles riesgos para la estabilidad de precios a medio plazo derivados de los desequilibrios financieros y de factores monetarios. La presencia generalizada de relaciones macrofinancieras en los desarrollos económicos, monetarios y financieros exige que se incorporen plenamente las interdependencias entre los dos análisis». BANCO CENTRAL EUROPEO, «Declaración sobre la estrategia de política monetaria del BCE», *cit.*, punto 9.

<sup>237</sup> La existencia de un pilar monetario en la estrategia del BCE se debe a la contribución de Milton Friedman (hoy relativamente superada aunque no del todo abandonada), resumida en las famosas palabras «la inflación es siempre y en todas partes un fenómeno monetario» (M. FRIEDMAN, *The optimum quantity of money and other essays*, Aldine, Chicago, 1969). Esta idea se refería al hecho de que «no se había observado ningún caso en el que un cambio significativo en la cantidad de dinero por unidad de producto no hubiera estado asociado a un cambio significativo en el nivel de precios en la misma dirección; a la inversa, todo cambio significativo en el nivel de precios va acompañado de un cambio en la cantidad de dinero por unidad de producto» (O. ISSING, *The birth of the euro*, *cit.*, p. 105, trad. propia). A pesar de que hoy la ciencia económica se ha alejado de los postulados monetaristas en sentido estricto (es decir, el análisis puramente cuantitativo del dinero), lo que permanece es la convicción de que el fenómeno monetario todavía es relevante para diseñar una estrategia que permita garantizar la estabilidad de los precios.

nominal para la política monetaria; o, lo que es lo mismo, un objetivo explícito para la tasa de inflación («inflation targeting»)<sup>238</sup>:

«la mejor forma de mantener la estabilidad de precios es teniendo un *objetivo de inflación del 2 % a medio plazo*. [El] compromiso [del BCE] con este objetivo es simétrico, en el sentido de que considera que las desviaciones positivas y negativas de este objetivo son igualmente indeseables. El objetivo de inflación del 2 % proporciona un ancla clara para las expectativas de inflación, que es fundamental para mantener la estabilidad de precios»<sup>239</sup>.

Asimismo, el Consejo de Gobierno del BCE ha confirmado la orientación a medio plazo de su estrategia de política monetaria. Conviene reproducir textualmente la justificación de este horizonte temporal para garantizar la estabilidad de los precios:

«De esta forma se da cabida a las inevitables desviaciones a corto plazo de la inflación con respecto a su objetivo, así como a los retrasos y a la incertidumbre en la transmisión de la política monetaria a la economía y a la inflación. La flexibilidad de la orientación a medio plazo tiene en cuenta que la respuesta de política monetaria adecuada ante una desviación de la inflación con respecto al objetivo es específica para cada contexto y depende del origen, la magnitud y la persistencia de la desviación. También permite al Consejo de

---

<sup>238</sup> Según explica el banco central más antiguo del mundo, *Sveriges Riksbank* (Suecia): «una inflación baja y estable crea buenas condiciones para un desarrollo económico favorable con un crecimiento fuerte y estable. Esto se debe a que es más fácil para los agentes económicos planificar a largo plazo cuando la inflación no varía tanto y existe una visión común de cómo evolucionarán los precios en el futuro. De este modo, el objetivo de inflación actúa como referencia para la fijación de precios y salarios en la economía - constituirá lo que suele denominarse un *ancla nominal*» (trad. propia, cursiva añadida). SVERIGES RIKSBANK, «The inflation target», disponible en línea: <https://www.riksbank.se/en-gb/monetary-policy/the-inflation-target> (últ. consulta: 1.9.2023).

El «inflation targeting» (i.e. garantizar un objetivo directo de inflación) difiere, en particular, del «monetary targeting» (i.e. garantizar el poder adquisitivo estable atendiendo exclusivamente a la cantidad de dinero existente en el mercado). Por ejemplo, en el momento de adhesión a la UM, el *Bundesbank* empleaba una estrategia formulada en términos de «monetary targeting», iniciada desde 1974 (DEUTSCHE BUNDESBANK, «The Deutsche Bundesbank. Its monetary policy instruments and functions», 3ª ed., *Deutsche Bundesbank Special Series*, núm. 7, 1989 (esp. «Controlling the money stock», pp. 81-104).

El «monetary targeting» se introdujo de manera generalizada como una estrategia monetaria de los bancos centrales a partir de los mediados de 1970 (p.ej., la Reserva Federal de los Estados Unidos en 1975; el Banco de Inglaterra informalmente en 1973, empezando a publicar los objetivos cuantitativos del dinero solo a partir de 1976; o el Banco de Canadá en 1975 (F.S. MISHKIN, *Monetary Policy Strategy*, The MIT Press, Massachusetts, 2007, p. 4).

Por otro lado, el primer banco central que experimentó con el objetivo directo de inflación («inflation targeting») fue el de Nueva Zelanda a partir de 1989, seguido por Canadá en 1991 y en 1992 por el Reino Unido (C.C.A. VAN DEN BERG, *The making of the Statute of the European System of Central Banks...*, cit., p. 53).

<sup>239</sup> BANCO CENTRAL EUROPEO, «Declaración sobre la estrategia de política monetaria del BCE», cit., punto 5 (cursiva añadida).

Gobierno, en sus decisiones de política monetaria, tener en cuenta otras consideraciones relevantes para lograr la estabilidad de precios»<sup>240</sup>.

Con el fin de implementar su estrategia monetaria, el BCE necesita apoyarse en un funcionamiento eficiente del llamado «mecanismo de transmisión de la política monetaria». Este último «consta de varios canales a través de los cuales las medidas de política monetaria (convencionales y no convencionales) afectan a la economía y a las perspectivas de inflación»<sup>241</sup>. Se trata, en particular, del canal de los tipos de interés (este es el canal principal de transmisión de la política monetaria, a través del cual se espera que una variación en los tipos de interés nominal a corto plazo por el banco central produzca una variación en los tipos de interés reales); el canal del crédito (que funciona mediante la alteración de las condiciones de préstamo de las entidades de crédito con el banco central, buscando producir una modificación al alza o a la baja de la capacidad de aquéllas de acordar préstamos a sus clientes); el canal del precio de los activos (a través del cual el banco central persigue modificar las expectativas y los rendimientos de los activos financieros) y el canal del tipo de cambio (mediante el cual se modifican indirectamente los precios de los bienes importados y exportados)<sup>242</sup>.

Según el TJ, el mecanismo de transmisión de la política monetaria constituye el centro de gravedad de la actuación del BCE en tanto en cuanto garantiza las dos condiciones *sine qua non* de su objetivo primordial (i.e., la eficiencia y la unicidad de la política monetaria) y afecta, en última instancia, a la propia razón de ser del órgano monetario (puesto que de un funcionamiento eficiente del mecanismo de

---

<sup>240</sup> *Ibid.*, punto 7.

<sup>241</sup> J. DE HAAN, C. PATTIPEILOHY, *Advanced Introduction to Central Banks and Monetary Policy*, cit., p. 50. Sobre la relevancia del mecanismo de transmisión de la política monetaria del BCE, con un enfoque sustantivo, cfr. K. TUORI, «Monetary Policy (Objective and Instruments)», en F. AMTENBRINK, C. HERRMANN, R. REPASI (eds.), *The EU law of Economic and Monetary Union*, Oxford University Press, Oxford, 2020, pp. 615-698 (esp. pp. 624-626); *Idem*, *The European Central Bank and the European Macroeconomic Constitution. From Ensuring Stability to Fighting Crises*, Cambridge University Press, Cambridge, 2022, pp. 101-103.

<sup>242</sup> J.M. LÓPEZ MORALES, «Capítulo 14: La política monetaria única», en J.M<sup>a</sup>. BENEYTO PÉREZ (dir.), *Tratado de Derecho y Políticas de la Unión Europea*, Tomo VI (*Mercado Único Europeo y Unión Económica y Monetaria*), CEU-Aranzadi, 2013, pp. 895-933, esp. pp. 898-900.



transmisión depende la propia capacidad del BCE de alcanzar el objetivo que motivó precisamente su creación jurídica):

«[E]n efecto, la capacidad del SEBC para influir en la evolución de precios mediante sus decisiones de política monetaria depende, en gran medida, de la transmisión a los diferentes sectores de la economía de los impulsos lanzados por él en el mercado monetario. Por consiguiente, un funcionamiento defectuoso del mecanismo de transmisión de la política monetaria puede hacer inoperantes las decisiones del SEBC en una parte de la zona euro y, por tanto, poner en peligro la unicidad de la política monetaria. Por otro lado, como un funcionamiento defectuoso del mecanismo de transmisión reduce la eficacia de las medidas adoptadas por el SEBC, ello afecta necesariamente a la capacidad del SEBC para garantizar la estabilidad de precios. Por lo tanto, unas medidas destinadas a salvaguardar este mecanismo de transmisión pueden considerarse ligadas al objetivo principal que se establece en el artículo 127 TFUE, apartado 1»<sup>243</sup>.

A fin de cerrar el mapa teórico que da cuenta del objetivo principal del BCE, es imprescindible identificar los medios esenciales que este tiene a su disposición para implementar la política monetaria. Al respecto, una distinción introductoria — sobradamente conocida desde el 2008— se refiere al carácter convencional o no convencional de las medidas de política monetaria. Las primeras son las actuaciones típicas que el banco central lleva a cabo para alcanzar el objetivo de inflación preestablecido. Entre los instrumentos tradicionales de política monetaria se encuentran (i) la exigencia de reservas mínimas a las entidades de crédito en las cuentas del BCE y de los BBCCNN<sup>244</sup>, (ii) las facilidades permanentes; (iii) la realización de operaciones de mercado abierto y crediticias<sup>245</sup> y (iv) la política de los activos de garantía<sup>246</sup>. Según señala Daniel Sarmiento<sup>247</sup>, cabe añadir a esta lista otros

---

<sup>243</sup> Sentencia *Gauweiler y otros*, *cit.*, párr. 50.

<sup>244</sup> Protocolo sobre los Estatutos del SEBC y del BCE, Artículo 19.

<sup>245</sup> Protocolo sobre los Estatutos del SEBC y del BCE, Artículo 18.

<sup>246</sup> Baste remitirnos a las definiciones de estos instrumentos que ofrece el propio BCE en la Orientación (UE) 2015/510 del Banco Central Europeo, de 19 de diciembre de 2014, sobre la aplicación del marco de la política monetaria del Eurosistema (versión refundida) (BCE/2014/60), OJ L 91, de 2.4.2015.

<sup>247</sup> D. SARMIENTO, *El Derecho de la Unión Europea*, *cit.*, p. 750.

dos instrumentos típicos de la política monetaria contemporánea: (v) el funcionamiento del sistema de pagos<sup>248</sup> y (vi) la política de comunicación<sup>249</sup>.

Por otra parte, la tarea de identificación de las medidas no convencionales se complica sustancialmente por el hecho de que estas no siempre se distinguen con claridad de los instrumentos de política económica. Según el BCE, los medios heterodoxos de política monetaria serían «un tipo de intervención que han utilizado la mayoría de los bancos centrales durante la crisis financiera internacional iniciada en 2008»<sup>250</sup>. De acuerdo con la definición propuesta por Jorge García Andrade, este tipo de medidas contendrían «una naturaleza innovadora respecto de las medidas que tradicionalmente aplicaron [los bancos centrales] en materia monetaria»<sup>251</sup>. Sobre todo —conviene añadir— porque estas dan lugar a una interacción directa del propio BCE con el mercado, hecho que resulta llamativo dentro de un sistema europeo de bancos centrales que, por regla general, opera de manera descentralizada a través de los BBCCNN. Se encontrarían en este grupo de medidas no convencionales: «los compromisos públicos de facilitar al sistema bancario toda la financiación que fuera precisa; [...] la adquisición directa de determinados instrumentos financieros en el mercado»; la flexibilización de la política de activos de garantía; «dos voluminosas inyecciones de financiación a las entidades de crédito

---

<sup>248</sup> TFUE, Artículo 127.2; Protocolo sobre los Estatutos del SEBC y del BCE, Artículos 3.1 [funciones del SEBC], 17 [cuentas en el BCE y en los BBCCNN], 22 [sistemas de compensación y de pago eficientes] y 23 [operaciones exteriores del BCE y de los BBCCNN].

<sup>249</sup> BANCO CENTRAL EUROPEO, «ECB's forward guidance», *ECB Monthly Bulletin*, abril 2014. Disponible en línea: [https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/art1\\_mb201404en\\_pp65-73en.pdf](https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/art1_mb201404en_pp65-73en.pdf) (últ. consulta: 1.9.2023). En palabras del Abogado General Pedro Cruz Villalón en las Conclusiones presentadas el 14 de enero de 2015 al asunto *Gauweiler y otros*, «[e]s un hecho que la política de comunicación pública de los bancos centrales se ha convertido en uno de los ejes centrales de la política monetaria contemporánea. Ante la imposibilidad de predecir comportamientos racionales en los mercados, una forma eficaz de no frustrar determinadas expectativas y, por tanto, de asegurar la eficacia de la política monetaria, consiste en aprovechar todas las potencialidades de la comunicación pública («estrategias comunicativas») de los Bancos centrales. Teniendo en cuenta el prestigio y la información de que disponen estas instituciones, pero también sus poderes a través de los instrumentos convencionales de política monetaria, los anuncios, opiniones o declaraciones de los representantes de los bancos centrales desempeñan en general un papel crucial en el desarrollo de la política monetaria contemporánea» (EU:C:2015:7, párr. 87).

<sup>250</sup> Conclusiones del Abogado General Pedro Cruz Villalón, asunto *Gauweiler y otros*, párr. 117.

<sup>251</sup> J. GARCÍA-ANDRADE GÓMEZ, «Capítulo IV: El sistema monetario en una Unión Europea de Derecho», *cit.*, p. 253.

por más de un billón de euros» o el anuncio por el BCE del programa *Outright Monetary Transactions* (OMT, por sus siglas en inglés)<sup>252</sup>.

Lo cierto es que la lista de instrumentos de política monetaria del Protocolo sobre los Estatutos del SEBC y del BCE no es exhaustiva, ya que el Consejo de Gobierno podrá acordar en cualquier momento —por mayoría de dos tercios de los votos emitidos— el uso de medios operativos de control monetario distintos de los que se establecen en el Derecho originario<sup>253</sup>. Además, la potestad del BCE de decidir sobre los medios oportunos para alcanzar el objetivo de la estabilidad de precios es parte integrante de su autonomía operacional. De ahí que la prohibición de financiación monetaria del artículo 123 del TFUE adquiera relevancia constitutiva para el BCE, al erigirse como límite sustantivo por excelencia a fin de medir la licitud de la acción monetaria supranacional.

## **1.2. El objetivo secundario: el apoyo a las políticas económicas generales en la Unión**

Los Tratados encomiendan al BCE el objetivo de «apoyar las políticas económicas en la Unión con miras a contribuir a la consecución de los objetivos» reconocidos en el artículo 3 del TUE. Se observa que, a diferencia de la garantía de la estabilidad de los precios, esta segunda finalidad del órgano monetario se inserta en un plano subsidiario de la vida institucional del SEBC. Ciertamente, por contraposición a un modelo discrecional de banca central (cuya manifestación por excelencia es la Reserva Federal de los Estados Unidos), el BCE podrá encaminar su actuación hacia un objetivo distinto del de la estabilidad de los precios solo en la medida en que dicha finalidad secundaria no perjudique las posibilidades de consecución del objetivo primario—recordemos, un objetivo que justificó la creación del órgano supranacional en primer lugar. En este sentido, considerando que «el crecimiento económico equilibrado» y «el pleno empleo» constituyen

---

<sup>252</sup> *Ibid.* Decisión del Consejo de Gobierno del BCE, de 6 de septiembre de 2012, sobre ciertas características técnicas de las operaciones monetarias de compraventa de títulos («OMT») por parte del Eurosistema en los mercados secundarios de deuda soberana. Este fue precisamente el objeto controvertido en el asunto *Gauweiler y otros*.

<sup>253</sup> Protocolo sobre los ESEBC, art. 20.

objetivos de la Unión (de acuerdo con el artículo 3 del TUE), se observa que el Derecho originario contiene una base jurídica que le permitiría al BCE participar siquiera de manera indirecta en la consecución de los fines más amplios de política económica en la Unión<sup>254</sup>.

Una interpretación literal y sistemática del artículo 127.1 del TFUE pone de manifiesto que la discrecionalidad del BCE se refiere exclusivamente a la definición de su objetivo primario (la estabilidad de los precios) y a los instrumentos de la política monetaria. Sin embargo, el BCE carece de discrecionalidad en cuanto a los objetivos (i.e., no está capacitado para priorizar entre los distintos objetivos encomendados según las necesidades económicas y monetarias coyunturales). Por otro lado, la formulación «apoyo a las políticas generales en la Unión» (y no «de» la Unión) ha sido generalmente definida en la doctrina jurídica en el sentido de una habilitación para contribuir tanto a las políticas económicas de la Unión como a aquellas de los Estados miembros, precisamente porque la política económica es una materia que todavía no se ha «supranacionalizado» y, por ende, se encuentra (al menos en la superficie) bajo la decisión soberana de los actores estatales<sup>255</sup>.

Según señala René Smits, el término de políticas económicas «generales» indicaría el hecho de que las acciones de apoyo económico del BCE no podrán vincularse a una orientación política específica de la Unión; al revés, conformaría una mera responsabilidad del órgano monetario para contribuir en la medida de lo posible a sostener las tendencias generales de política económica<sup>256</sup>. En este sentido, antes de que el activismo potencial del BCE para garantizar la transición y la resiliencia climáticas se hubiera convertido en un objeto controvertido en el debate público, el objetivo secundario del BCE había sido caracterizado en la doctrina jurídica por una difícil operatividad práctica<sup>257</sup>. Con todo, más recientemente, el

---

<sup>254</sup> C. ZILIOLI, M. SELMAYR, *The Law of the European Central Bank*, cit., p. 36.

<sup>255</sup> J. GARCÍA ALCORTA, *El Banco Central Europeo*, cit., p. 38-39; R. SMITS, *The European Central Bank. Institutional Aspects*, Kluwer Law International, La Haya / Londres / Boston, 1997, pp. 181, 187.

<sup>256</sup> R. SMITS, *The European Central Bank. Institutional Aspects*, cit., p. 188.

<sup>257</sup> Por ejemplo, C.C.A. VAN DEN BERG, *The making of the Statute of the European System of Central Banks...*, cit., señalaba que la única manera de dar efectividad a este objetivo secundario y genérico del BCE sería precisamente por medio de una vinculación hermenéutica al objetivo primario (la

objetivo del BCE de apoyar a las economías generales en la Unión ha sido utilizado por algunos autores precisamente para defender una mera responsabilidad de «apoyo» del BCE a las decisiones del legislador supranacional y de los Estados miembros frente al cambio climático; en otras palabras, rechazando el potencial activismo climático del BCE sobre la base de su objetivo primario: «what is “green” or not is a decision for political bodies under the guidance of environmental experts»<sup>258</sup>.

## ***2. La independencia técnica y la rendición de cuentas del BCE y del Eurosistema***

Los artículos 130 del TFUE y 7 del Protocolo sobre los Estatutos del SEBC y del BCE establecen el principio constitucional de independencia técnica. En pocas palabras, este se define por la prohibición del SEBC de recibir instrucciones de los actores políticos nacionales o supranacionales, incluyéndose en este ámbito subjetivo tanto al poder ejecutivo como al legislativo. Según el BCE, el concepto de independencia aplicado a la banca central incluye varias facetas que deben evaluarse por separado, a saber: independencia institucional, funcional, personal y financiera<sup>259</sup>.

La independencia institucional del SEBC se traduce en la exigencia jurídica de que este no se encuentre sujeto a instrucciones de terceros (tanto actores políticos como privados). En particular, se establece en el Derecho originario la prohibición destinada al BCE y a BBCCNN de aceptar o solicitar instrucciones de las «instituciones, órganos u organismos de la Unión», «de los Gobiernos de los Estados miembros», o de cualquier otro órgano, así como un deber correlativo aquéllos de «respetar» la independencia del BCE y «a no tratar de influir en los miembros de los

---

estabilidad de los precios). En particular, teniendo en cuenta que unos tipos de interés muy altos paralizan el crecimiento económico (o, lo que es lo mismo, los bajos tipos de interés contribuyen indirectamente al crecimiento económico), el autor sostenía que el BCE estaría obligado a no incrementar los tipos de interés más allá de lo requerido por su objetivo primario (p. 55).

<sup>258</sup> C. ZILIOLI, M. IOANNIDIS, *op. cit.*, p. 365.

<sup>259</sup> BANCO CENTRAL EUROPEO, «Convergence Report», mayo, 2018, Disponible en línea: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/conrep/ecb.cr201805.en.pdf> (últ. consulta: 1.9.2023), p. 20.

órganos rectores del BCE y de los BBCCNN en el ejercicio de sus funciones»<sup>260</sup>. Según el TJ, la finalidad esencial del artículo 130 del TFUE es «mantener al SEBC al abrigo de todas las presiones políticas, a fin de permitirle perseguir eficazmente los objetivos asignados a sus funciones, mediante el ejercicio independiente de las facultades específicas de que dispone al efecto en virtud del Derecho primario»<sup>261</sup> o, lo que es lo mismo, «permitir al BCE cumplir, libres de presiones políticas, las funciones que el Tratado FUE le atribuye»<sup>262</sup>.

Sin embargo, la independencia institucional del SEBC no equivale a un aislamiento absoluto del BCE frente al resto de instituciones europeas:

«El Tratado y los Estatutos atribuyen al BCE una amplia independencia, que es equivalente o incluso mayor que la independencia de que disfrutaban los bancos centrales nacionales con anterioridad a las reformas introducidas en el ámbito nacional a fin de cumplir los requisitos para entrar en la Unión Monetaria. Ahora bien, el principio de independencia no implica un total aislamiento frente a las instituciones y los organismos de la Comunidad, ni una falta absoluta de cooperación con ellos. El Tratado tan sólo prohíbe aquella influencia que pueda afectar a la capacidad del BCE para desempeñar eficazmente sus funciones con vistas a la estabilidad de los precios, influencia que, por consiguiente, deberá considerarse indebida»<sup>263</sup>.

Por su parte, la vertiente funcional del principio de independencia técnica se relaciona de forma directa con la capacidad del BCE de alcanzar su objetivo primordial (la estabilidad de precios), denominándose también autonomía «operativa»<sup>264</sup>. Esta busca, en particular, asegurar que los medios de los que el SEBC dispone para conseguir la estabilidad de precios son eficientes y no quedan desvirtuados. En este sentido, los canales de comunicación entre el BCE y los representantes políticos (p.ej. los ministros de finanzas reunidos en el Consejo Ecofin o en el Eurogrupo) no pueden dar lugar a una influencia encubierta de estos últimos sobre las decisiones de política monetaria del primero.

---

<sup>260</sup> TFUE, Artículo 130. Protocolo sobre los Estatutos del SEBC y del BCE, Artículo 7.

<sup>261</sup> Sentencia *Gauweiler y otros*, párr. 40.

<sup>262</sup> Sentencia *Rimševičs*, párr. 42.

<sup>263</sup> Conclusiones del Abogado General F. G. Jacobs, presentadas el 3 de octubre de 2002 al asunto C-11/00, *Comisión/BCE*, *cit.*, párr. 155.

<sup>264</sup> BANCO CENTRAL EUROPEO, *El Banco Central Europeo. Historia, misión y funciones*, Frankfurt am Main, Alemania, 2006, p. 134.

Por ejemplo, la obligación expresa impuesta a un BCN de consultar ex ante a terceros en relación con las futuras decisiones en materia de política monetaria configuraría un mecanismo formal de influencia sobre la decisión final de aquel BCN y, por lo tanto, sería incompatible con el Derecho originario de la Unión. Al contrario, y según el BCE, un diálogo informal entre los BBCCNN y terceros es compatible con el principio de independencia del SEBC siempre que (i) el intercambio informal de opiniones no suponga una injerencia en la independencia de los miembros de los órganos rectores del BCN; (ii) respete plenamente la condición especial de los gobernadores de los BBCCNN en su calidad de miembros de los órganos rectores del BCE (i.e., lo que el TJ denomina «desdoblamiento funcional»<sup>265</sup>) y (iii) se observen los requisitos de confidencialidad derivados de los Estatutos<sup>266</sup>.

La faceta personal de la independencia técnica es una concreción de la independencia institucional del SEBC en sentido amplio, en cuanto que los miembros que componen a los órganos rectores del BCE no son más que partes integrantes del órgano, individuos que quedan incorporados en el mismo, «de modo que la voluntad y la acción» de aquellos pueden «considerarse como voluntad y acción del órgano»<sup>267</sup>. Existen dos mecanismos esenciales que buscan asegurar la independencia personal del SEBC, sustrayendo a los actores principalmente tecnocráticos del peligro de las instrucciones políticas: en primer lugar, el establecimiento en el Derecho originario de causas tasadas que justifiquen el cese de los miembros del SEBC; en segundo lugar, la fijación en el Derecho positivo de la duración del mandato de aquéllos, garantizando, a la vez, la estabilidad y continuidad en la composición de los órganos rectores del BCE.

---

<sup>265</sup> Sentencia *Rimševičs*, párr. 70.

<sup>266</sup> BANCO CENTRAL EUROPEO, «Convergence Report», junio de 2020, Disponible en línea: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/conrep/ecb.cr202006~9fefc8d4c0.en.pdf> (consulta), p. 23. Las obligaciones de confidencialidad del personal del BCE y de los BBCCN en el ejercicio de las funciones de política monetaria y de supervisión prudencial están recogidas en los Artículos 37 del Protocolo sobre los Estatutos del SEBC y del BCE; 27 del Reglamento del MUS y 53 de la Directiva 2014/17/UE, sobre requisitos de capital.

<sup>267</sup> S. ROMANO, *Fragmentos de un diccionario jurídico*, cit., p. 274.

Se observa que los períodos de mandato de los miembros que integran los órganos rectores del BCE son relativamente prolongados. Por ejemplo, para los gobernadores de los BBCCNN se prevé un mandato mínimo de cinco años, con posibilidad de renovación<sup>268</sup>, mientras que la duración del cargo de los miembros del Comité Ejecutivo será de ocho años, no renovable. El hecho de que el Protocolo sobre los Estatutos del SEBC y del BCE establezca la posibilidad de renovación de los gobernadores de los BBCCNN plantea un cierto riesgo de politización de estos miembros del BCE, fundamentado en la potencial expectativa de aquellos de volver a beneficiarse de un nuevo nombramiento en el futuro. Sin embargo, se considera que el periodo de duración del cargo (igual o superior a cinco años) ofrece una garantía suficiente para evitar que los gobernadores de los BBCCNN puedan identificar con certeza a los responsables políticos encargados de realizar sus futuros nombramientos.

Por otro lado, el hecho de que los Tratados constitutivos guarden silencio respecto al método aplicable para el nombramiento de los gobernadores de los BBCCNN puede ser problemático desde la perspectiva de la independencia personal. La justificación de tal silencio reside en la deferencia de los Tratados hacia los legisladores nacionales y su considerable legitimidad democrática para decidir el método concreto de nombramiento de los gobernadores de los BBCCNN<sup>269</sup>.

En las páginas anteriores de esta tesis se ha visto que el Derecho originario establece una fórmula de elección y nombramiento de los miembros del Consejo Ejecutivo, i.e., de común acuerdo por los Gobiernos de los Estados miembros representados por sus Jefes de Estado o de Gobierno, sobre la base de una recomendación del Consejo y previa consulta al Parlamento Europeo y al Consejo de Gobierno, de entre personalidades de reconocido prestigio y experiencia profesional en asuntos monetarios o bancarios<sup>270</sup>.

---

<sup>268</sup> *Ibid*, art. 14.2.

<sup>269</sup> Reivindicando la armonización del método nacional de nombramiento de los gobernadores de los BBCCNN, dado su desdoblamiento funcional: P. ATHANASSIOU, «Reflections on the modalities for the appointment of National Central Bank Governors», *European Law Review*, núm. 1, 2014, pp. 27-46, p. 41.

<sup>270</sup> Protocolo sobre los Estatutos del SEBC y del BCE, Artículo 11.



Además de la duración del mandato de los gobernadores de los BBCCNN, el artículo 14.2 del Protocolo sobre los Estatutos del SEBC y del BCE positiviza una garantía cualificada de la independencia personal, justificada por la especial posición de aquéllos en la arquitectura orgánica del SEBC. En particular, se considera que la independencia personal de los gobernadores de los BBCCNN, a la vez integrantes del Consejo de Gobierno (el órgano decisorio del BCE) es una condición esencial para asegurar la capacidad del BCE de alcanzar su objetivo primordial<sup>271</sup>. Desde un punto de vista sustantivo, tal garantía se refiere a la imposibilidad de relevar a los gobernadores de los BBCCNN de su cargo salvo que estos hubieran dejado de cumplir los requisitos exigidos para el cumplimiento de sus funciones o que hubieran cometido una falta grave<sup>272</sup>.

Desde la perspectiva procesal, el artículo 14.2 reconoce la legitimación activa de los gobernadores potencialmente afectados y del Consejo de Gobierno del BCE para interponer un recurso ante el TJ contra la medida que hubiera vulnerado las condiciones de relevo exigidas por los Tratados constitutivos. Según señala el TJ, «[a]l confiar directamente al Tribunal de Justicia la competencia para conocer de la legalidad de la decisión de relevar de su mandato al gobernador de un banco central nacional, los Estados miembros pusieron de manifiesto la importancia que conceden a la independencia de los titulares de dichas funciones»<sup>273</sup>.

Los Tratados fundacionales no aclararon ab initio la naturaleza jurídica del recurso previsto en el artículo 14.2 del Protocolo sobre los Estatutos del SEBC y del BCE. En la sentencia de 26 de febrero de 2019 recaída en el asunto *Rimševičs*, el TJ le atribuyó una esencia análoga al recurso de anulación. Sin embargo, teniendo en cuenta su especificidad material —derivada de la política monetaria supranacional—, el TJ declaró que esta vía procedimental se diferencia del sistema general de recursos existentes en el marco de la Unión:

---

<sup>271</sup> Conclusiones de la Abogada General J. Kokott, presentadas el 19 de diciembre de 2018 al asunto C-202/18, *Rimševičs*, EU:C:2018:1030, párr. 5 y 76.

<sup>272</sup> Según el TJ, «[s]i pudiera decidirse relevar de su mandato a los gobernadores de los bancos centrales nacionales sin tener que justificarlo, su independencia se vería seriamente comprometida y, en consecuencia, la del propio Consejo de Gobierno del BCE» (Sentencia *Rimševičs*, párr. 51).

<sup>273</sup> Sentencia *Rimševičs*, párr. 49.

«[e]l artículo 14.2 [...] materializa las consecuencias de ese sistema, muy integrado, deseado por los autores de los Tratados para el SEBC y, en particular, del desdoblamiento funcional del gobernador de un banco central nacional [...] Debido a este estatuto híbrido [...] a fin de garantizar la independencia funcional de los gobernadores de los bancos centrales nacionales en el SEBC, una decisión adoptada por una autoridad nacional por la que se releva a uno de ellos de su mandato puede ser sometida al Tribunal de Justicia»<sup>274</sup>.

Por lo tanto, la consecuencia de este control jurisdiccional ex artículo 14.2 del Protocolo será nada menos que la anulación potencial de la medida nacional que lo vulnere, puesto que, según el TJ, una mera declaración de ilegalidad sin efectos de nulidad dejaría en manos de las autoridades nacionales un cierto margen de discrecionalidad para dar efectividad a la sentencia del TJ, privando al artículo 14.2 de su efecto útil. De este modo, se entiende que no solo el relevo de un gobernador sin que se cumplan las causas establecidas constituirá una medida nacional ilegal a la luz del Derecho de la Unión, sino también una medida nacional de efecto equivalente<sup>275</sup>.

La independencia financiera del SEBC busca asegurar que ni los BBCCNN ni el BCE puedan verse condicionados, en el ejercicio de sus funciones, por las partidas presupuestarias de un gobierno nacional o del presupuesto de la Unión. De ahí que, entre otros aspectos, el Derecho originario establezca un capital autónomo del BCE. La independencia financiera también impone a los BBCCNN la obligación de estar siempre suficientemente capitalizados. En particular, se debe evitar cualquier situación en la que, durante un período prolongado de tiempo, el capital neto de un BCN sea inferior al nivel de su capital estatutario o incluso negativo. El BCE entiende que cualquier situación de este tipo puede afectar negativamente la capacidad del BCN para desempeñar sus funciones relacionadas con el SEBC y las demás funciones que aquél esté ejerciendo en su calidad exclusiva de BCN<sup>276</sup>.

Por otra parte, el BCE declaró que la infracapitalización de los BBCCNN puede llegar a afectar a la propia credibilidad de la política monetaria del Eurosistema. Por lo tanto, en el caso de que el capital neto de un BCN sea inferior

---

<sup>274</sup> Sentencia *Rimševičs*, párr. 70-71.

<sup>275</sup> Sentencia *Rimševičs*, párr. 53; Conclusiones de la Abogada General J. Kokott, párr. 75 y 76.

<sup>276</sup> BANCO CENTRAL EUROPEO, «Convergence Report», mayo de 2018, p. 26.

a su capital estatutario, su Estado miembro estaría obligado a proporcionarle, en un plazo razonable, una cantidad adecuada de fondos (como mínimo, hasta el nivel del capital estatutario). A fin de cuentas, el concepto de independencia financiera deberá definirse desde la posibilidad de que un tercero se encuentre en condiciones de ejercer una influencia directa o indirecta sobre las funciones de un BCN o sobre su capacidad para cumplir con el objetivo asignado por el Derecho supranacional y nacional. Dicha capacidad se establecerá tanto desde un punto de vista operativo como de recursos humanos y financieros adecuados<sup>277</sup>.

Los Tratados establecen herramientas de rendición de cuentas políticas de esencia predominantemente procedimental. En el borrador del Protocolo sobre los Estatutos del SEBC y del BCE de 1990 se establecían expresamente los mecanismos básicos para cumplir con los requisitos democráticos del SEBC, admitiendo que «[w]hile independence is considered to be an essential prerequisite for the fulfilment of the System's objectives and tasks, it is also fully recognised in the Statute that there must be democratic legitimacy and accountability»<sup>278</sup>.

En primer lugar, conviene recordar el hecho de que el propio Protocolo del SEBC —en cuanto que Derecho originario de la Unión— exigió la aprobación por los parlamentos nacionales de los Estados miembros. En segundo lugar, el método de nombramiento de los gobernadores de los BBCCNN se decidirá por las «appropriate political authorities», esto es, los responsables políticos nacionales<sup>279</sup>. Por otro lado, y según el CoG, también se aseguraría un cierto grado de legitimidad democrática a través de la fórmula empleada para el nombramiento de los miembros del Consejo Ejecutivo del BCE (i.e., sobre la base de una recomendación del Consejo de la Unión y previa consulta al Parlamento Europeo y al Consejo de Gobierno del BCE). Dicha legitimidad democrática se transferiría asimismo al Consejo de

---

<sup>277</sup> BANCO CENTRAL EUROPEO, «Convergence Report», mayo de 2018, p. 26.

<sup>278</sup> CONSEJO DE GOBERNADORES, «Draft Statute of the European System of Central Banks and of the European Central Bank», de 8 de diciembre, 1990, p. 15. Disponible en línea: [https://www.ecb.europa.eu/ecb/access\\_to\\_documents/document/cog\\_pubaccess/shared/data/ecb.dr.parcg2007\\_0005draftstatute.en.pdf?c34e41042567a5832ffd2adb7e5baa48](https://www.ecb.europa.eu/ecb/access_to_documents/document/cog_pubaccess/shared/data/ecb.dr.parcg2007_0005draftstatute.en.pdf?c34e41042567a5832ffd2adb7e5baa48) (últ. consulta: 1.9.2023).

<sup>279</sup> *Ibid.*

Gobierno del BCE, puesto que el presidente y el vicepresidente del Consejo Ejecutivo presiden, a la vez, el órgano decisorio del BCE<sup>280</sup>.

En cuanto al control político sobre el ejercicio de las funciones atribuidas al SEBC, las exigencias de legitimidad democrática se materializarían a través de las obligaciones de transparencia<sup>281</sup> y la política de comunicación de la política monetaria del BCE. Baste señalar, en este sentido, que el régimen de acceso público a los documentos es aplicable al SEBC ex artículos 15 del TFUE y 42 de la Carta de Derechos Fundamentales de la Unión Europea<sup>282</sup>. Por su parte, el artículo 15 del Protocolo del SEBC impone al BCE obligaciones de información en materia de política monetaria, en particular: (i) la elaboración y publicación de informes sobre las actividades del SEBC, con una periodicidad al menos trimestral; ii) la publicación semanal del estado financiero consolidado del SEBC y (iii) la presentación anual, al resto de instituciones de la Unión, de informes sobre las actividades del SEBC y la política monetaria del año anterior y del año en curso<sup>283</sup>.

Conviene recordar que el artículo 284 del TFUE abre la posibilidad de que el presidente del Consejo y un miembro de la Comisión participen sin derecho de voto en las reuniones del Consejo de Gobierno del BCE; el primero de ellos podrá someter al Consejo de Gobierno del BCE una moción para la deliberación. Por su parte, el presidente del BCE podrá ser invitado a participar en las reuniones del Consejo en las que se delibere sobre cuestiones relativas a los objetivos y funciones del SEBC. Finalmente, los diálogos monetarios dan lugar a que el presidente del BCE y los miembros del Consejo Ejecutivo sean oídos por las comisiones

---

<sup>280</sup> Protocolo sobre los Estatutos del SEBC, Artículo 13. Jean-Victor Louis sitúa los instrumentos mencionados hasta aquí en una categoría autónoma definida como «ex ante accountability», diferentes de los mecanismos «ex post accountability». J.V. LOUIS, «Democracy and the European Central Bank. Some comments on independence and accountability», en F. GARZÍN CLARIANA (dir.), *Democracy in the new economic governance of the European Union*, Marcial Pons, Madrid, 2015, pp. 126-127.

<sup>281</sup> CONSEJO DE GOBERNADORES, «Draft Statute...», *cit.*, p. 15

<sup>282</sup> Véase asimismo la Decisión del Banco Central Europeo, de 4 de marzo de 2004, relativa al acceso público a los documentos del Banco Central Europeo (BCE/2004/3). DO núm. L 080, de 18.3.2004, p. 42-44.

<sup>283</sup> TFUE, Artículo 284.3.

competentes del Parlamento Europeo<sup>284</sup>. Algunos autores han identificado aquí una incipiente vía para de rendir cuentas ante el Parlamento en un sentido sustantivo<sup>285</sup>.

### **3. La prohibición de financiación monetaria del artículo 123.1 del TFUE**

La prohibición de financiación y otorgamiento de préstamos directos por el BCE a los Estados miembros o a la propia Unión (es decir, autoridades y organismos públicos de la Unión y de los Estados miembros)<sup>286</sup> es «uno de los pilares básicos del marco jurídico de la UEM»<sup>287</sup>. Según el BCE, la existencia de esta cláusula se explicaría primordialmente por razones de «integridad de la política monetaria única y de independencia del BCE y del Eurosistema»<sup>288</sup>. De acuerdo con la interpretación construida por el TJ en las sentencias *Gauweiler* y *Weiss*, la prohibición supranacional de financiación monetaria no alcanza los programas de compra de bonos soberanos en los mercados secundarios<sup>289</sup>.

De acuerdo con el Derecho positivo de la Unión y la interpretación del TJUE al respecto, existirían tres situaciones básicas en las que el BCE y los BBCCNN incumplirían la prohibición del artículo 123 del TFUE: en primer lugar, «autorizando descubiertos» para al sector público; en segundo lugar, concediendo «cualquier tipo de facilidad de crédito al sector público»<sup>290</sup>. Esta última situación se produciría cuando el BCE o los BBCCNN llegaran a acuerdos con entidades públicas — nacionales o supranacionales— que les permitirían a aquellas retirar fondos por encima del saldo debitado en sus cuentas<sup>291</sup>. El Reglamento 3603/93 del Consejo — adoptado en virtud del artículo 125.2 del TFUE, que a su vez delega en el Consejo

---

<sup>284</sup> TFUE, Artículo 283.3.

<sup>285</sup> M. DAWSON, A. BOBIĆ, A. MARICUT-AKBIK, «Reconciling independence and accountability at the European Central Bank: The false promise of proceduralism», *cit.*, p. 91.

<sup>286</sup> TFUE, Artículo 123; Protocolo sobre los Estatutos del SEBC y del BCE, Artículo 21.

<sup>287</sup> Dictamen del BCE, de 17 de marzo de 2011, CON/2011/24.

<sup>288</sup> *Ibid.*

<sup>289</sup> Sentencias *Gauweiler* y *otros*, párr. 127; *Weiss* y *otros*, párr. 104.

<sup>290</sup> TFUE, Artículo 123.

<sup>291</sup> D. ADAMSKI, «Objectives of EMU», en F. AMTENBRINK, C. HERRMANN, R. REPASI (eds.), *The EU law of economic and monetary union*, *cit.* pp. 214-258, p. 224.

la facultad de especificar las definiciones para la aplicación de la cláusula de no financiación monetaria— aclara el ámbito objetivo de aplicación del artículo 123.1 del TFUE<sup>292</sup>.

La letra a) del artículo 1.1 del Reglamento 3603/93 del Consejo define el concepto de «autorización de descubiertos para el sector público» (es decir, la primera situación prohibida de financiación monetaria) en el sentido de «todo suministro de recursos a favor del sector público que se traduzca o pueda traducirse en un saldo deudor en cuenta». En cambio, la letra b) del mismo apartado define la expresión «[concesión de] todo tipo de crédito» al sector público (es decir, la segunda situación prohibida de financiación monetaria) de la siguiente manera: (i) todo crédito contra el sector público existente al 1 de enero de 1994, excepto los créditos de vencimiento fijo adquiridos antes de la fecha mencionada; (ii) toda financiación de obligaciones del sector público con respecto a terceros y (iii) toda operación con el sector público que se traduzca o pueda traducirse en un crédito contra dicho sector.

De acuerdo con la interpretación del TJ establecida en los asuntos *Ganweiler* y *Weiss*, la tercera situación en la que se produciría una vulneración de la cláusula de no financiación monetaria consiste en la adquisición por el Eurosistema de instrumentos de deuda emitidos por los organismos de la Unión y de los Estados miembros en el mercado primario. En otras palabras, solo se permite la compra de los bonos soberanos que hubieran sido adquiridos previamente por otros actores financieros, a tipos de interés establecidos por las dinámicas de mercado<sup>293</sup>. Según el TJ, cuando el Consejo de Gobierno del BCE acuerde iniciar un programa de compra de bonos del sector público en los mercados secundarios, este deberá establecer salvaguardias suficientes para garantizar que la compra (i) no tenga un efecto

---

<sup>292</sup> Reglamento (CE) núm. 3603/93 del Consejo, de 13 de diciembre de 1993, por el que se establecen definiciones para la aplicación de las prohibiciones a que se refieren el artículo 104 y el apartado 1 del artículo 104 B del Tratado, OJ L 332, de 31.12.1993, p. 1–3.

<sup>293</sup> Al contrario, la prohibición del artículo 123 del TFUE no se aplica a la función tradicional de los BBCCNN (y del BCE) de actuar como agentes fiscales de los Estados miembros y de la Unión, es decir, gestionar en sentido operativo los tesoros y las deudas soberanas de los respectivos gobiernos. Esta última tarea está expresamente habilitada en el Protocolo sobre los Estatutos del SEBC y del BCE, Artículo 21.2.

equivalente al de una compra directa al sector público y (ii) no reduzca los incentivos de los Estados miembros para seguir una política presupuestaria saneada<sup>294</sup>.

Por consiguiente, la prohibición de financiación monetaria del artículo 123 del TFUE se configura como una garantía intrínseca del Derecho supranacional, que permite dar efectividad tanto al principio fundacional de independencia técnica del SEBC como a su objetivo primordial (la estabilidad de precios). Este hecho se explica por el riesgo de alta inflación al que conllevaría una compra directa de la deuda soberana por el SEBC, al traducirse en una financiación del presupuesto estatal que expandiría, por un lado, la capacidad de gasto del Estado y, por otro lado, la cantidad de dinero en la economía. Desde esta perspectiva, algunos autores han definido la prohibición de financiación monetaria en el sentido de una obligación negativa del BCE en el ejercicio de la función de política monetaria, referida a la abstención de monetizar deuda soberana. Tal obligación negativa complementaría la otra obligación, positiva, del BCE, de alcanzar la estabilidad de los precios (artículo 127.1 del TFUE)<sup>295</sup>.

Por otra parte, el artículo 123.1 del TFUE debe interpretarse a la luz de la obligación de los Estados miembros de mantener unas finanzas públicas saneadas, impuesta por el Derecho originario en los artículos 126 y 119.3 del TFUE. De manera que la prohibición del artículo 123 del TFUE perseguiría indirectamente a disciplinar el comportamiento fiscal de los Estados miembros de la UM: puesto que los créditos concedidos por el banco central están de entrada prohibidos, los Estados miembros solo podrán financiar su presupuesto a través de los impuestos y los mercados financieros. De ahí que el artículo 123 del TFUE se considere, sobre todo, un mecanismo que asegura en última instancia el poder disciplinario de las fuerzas del mercado respecto de las finanzas públicas (percibidas como) insostenibles. Según esta ontología, los mercados sancionarán los déficits excesivos de los Estados

---

<sup>294</sup> Sentencias *Gaumeiler y otros*, párr. 102; *Weiss y otros*, párr. 107.

<sup>295</sup> C. HERMANN, C. DORNACHER, «Chapter 10: The Monetary Policy of EMU», en *Idem*, *International and European Monetary Law*, Springer, New York, 2017, p. 97.

miembros del euro «derrochadores», mediante la imposición de tipos de interés más altos a los respectivos títulos de deuda<sup>296</sup>.

El TJ ha declarado que, incluso cuando los efectos de la política monetaria sobre la política fiscal de los Estados miembros no equivalgan a una financiación monetaria en el sentido del artículo 123.1 del TFUE, el BCE está obligado a tenerlos en cuenta al evaluar la proporcionalidad de la medida de política monetaria en relación con el objetivo de aquella medida. Según la jurisprudencia del TJ, el principio de proporcionalidad del artículo 5.4 del TUE exige —en cuanto que principio general del Derecho de la Unión— que los medios utilizados por una disposición supranacional sean aptos para alcanzar los objetivos legítimos perseguidos por la normativa de que se trate y no vayan más allá de lo que es necesario para alcanzarlos<sup>297</sup>. En el ámbito de la política monetaria, el TJ ha señalado que el BCE «ponderó los diferentes intereses en juego para evitar de modo efectivo que [...] pudieran producirse inconvenientes manifiestamente desproporcionados con respecto al objetivo que se pretendía lograr» a través de la respectiva medida de política monetaria<sup>298</sup>. De lo que se desprende que, mientras que la prohibición de financiación monetaria busca garantizar, en última instancia, el incentivo de los Estados miembros de mantener unas finanzas públicas saneadas, el principio de proporcionalidad permitiría —en función de las posibilidades jurídicas y fácticas del caso concreto— que los objetivos perseguidos por la medida de política monetaria prevalezcan sobre la exigencia jurídica de unas finanzas públicas saneadas.

Por lo demás, el BCE ha recordado que la transposición del artículo 123 del TFUE (completado por el Reglamento núm. 3603/93 del Consejo) en la legislación nacional de los BBCCNN sería superflua, puesto que las dos normas de Derecho supranacional son directamente aplicables en los ordenamientos nacionales. En el

---

<sup>296</sup> Sobre los contornos jurídicos exhaustivos de la prohibición de financiación monetaria, cfr., por todos, M. LÓPEZ ESCUDERO, «Article 123 [Prohibition of Credit Facilities]», en *Springer Commentaries on International and European Law*, Springer, Cham, 5 marzo de 2022, [https://doi.org/10.1007/16559\\_2021\\_1](https://doi.org/10.1007/16559_2021_1).

<sup>297</sup> Véase, p.ej., la Sentencia del Tribunal de Justicia (Sala Tercera) de 12 de julio de 2012, asunto C-59/11, *Association Kokopelli*, EU:C:2012:447, párr. 38.

<sup>298</sup> Sentencias *Gauweiler y otros*, párr. 91; *Weiss y otros*, párr. 93.



caso en el que las disposiciones legislativas nacionales reprodujeran las dos normas de la Unión, el BCE ha aclarado que aquéllas no podrán limitar el ámbito (objetivo y subjetivo) de aplicación de la prohibición de financiación monetaria ni ampliar las exenciones disponibles en virtud de la legislación supranacional. Por ejemplo, una disposición nacional que admitiera la financiación por el BCN de los compromisos financieros de un Estado miembro frente a instituciones financieras internacionales<sup>299</sup> o con terceros países sería incompatible con la prohibición de financiación monetaria<sup>300</sup>.

## **V. La transformación teleológica del banco central europeo. El fracaso de los Estados-nación de la eurozona de responder políticamente a los desequilibrios inherentes de la UEM**

La crisis financiera global ha llevado a la atribución de un nuevo objetivo al BCE, la estabilidad financiera de los Estados miembros y de la zona del euro en su conjunto. Tal reconocimiento se fundamenta en la competencia —latente en los Tratados fundacionales— relativa a la materia de supervisión prudencial. La activación de una competencia cuyo objetivo «se diferencia con claridad del objetivo de mantener la estabilidad de los precios»<sup>301</sup> se produjo a través de un procedimiento legislativo especial del Consejo, sobre la base del artículo 126.7 del TFUE. Lo cierto es que la vinculación del BCE al nuevo objetivo de la estabilidad financiera reconfigura y refuerza la relación del órgano monetario con su principal objeto de interacción (las entidades de crédito y, en sentido más amplio, el mercado financiero).

Sin embargo, lo que aquí interesa no es tanto examinar el alcance material de la estabilidad financiera y su impacto en la organización y los fines originarios del BCE, sino exponer el recorrido político de los Estados miembros de la UEM a partir de 2008, en busca recurrente de estabilizar económicamente la moneda única desde la ontología constitucional de la disciplina fiscal. En este sentido, se pretende señalar

---

<sup>299</sup> Distintas del FMI en las capacidades previstas en el Reglamento (CE) n° 3603/93.

<sup>300</sup> BANCO CENTRAL EUROPEO, «Convergence Report», mayo, 2018, *cit.*, p. 30.

<sup>301</sup> Sentencia *Pringle*, párr. 56.

el fracaso de los Estados-nación de responder fiscalmente a las necesidades inherentes de una zona monetaria única, lo que produciría una externalización de las responsabilidades de redistribución transnacional del crédito hacia el BCE. Es en este contexto histórico en el que se establecería en los Tratados fundacionales un *telos* «superior»<sup>302</sup> de la UM y, por extensión, del BCE (i.e., la estabilidad financiera)

### ***1. El desequilibrio originario de una unión monetaria sin unión económica***

Recordemos que la UEM es un área regulada esencialmente por normas de Derecho de la Unión Europea (UE), en el que (hoy) veinte Estados miembros de la Unión comparten un mercado único, una misma moneda y una política monetaria única<sup>303</sup>. De acuerdo con el artículo 3.4 del TUE, la UEM es un objetivo de la Unión<sup>304</sup> cuya materialización se sustenta en una división de competencias originariamente «asimétrica»<sup>305</sup>. Atendiendo a las reglas dispuestas por el TFUE, los dos componentes materiales básicos de la UEM —en el sentido de esferas de la realidad normadas por el Derecho— son la política económica y la política monetaria<sup>306</sup>. Mientras que la competencia en materia de política económica (incluida

---

<sup>302</sup> Sentencia *Pringle*, párr. 135.

<sup>303</sup> Tal definición básica se apoya en la página oficial del BANCO DE ESPAÑA, «La Unión Económica y Monetaria (UEM)», disponible en <https://www.bde.es/wbe/es/sobre-banco/actividad-europea/eurosistema-sebc/historia-eurosistema/uem/> (últ. consulta: 1.9.2023).

<sup>304</sup> «La Unión establecerá una unión económica y monetaria cuya moneda es el euro». Sin embargo, conviene recordar el hecho de que la UEM no ha sido un objetivo establecido desde el primer momento en los Tratados fundacionales de las Comunidades Europeas. Al contrario, el primer referente (jurídico) a la UEM se encuentra en el Acta Única Europea, firmada en 1986. El Acta menciona en sus Considerandos la Conferencia de París de los Jefes de Estado y de Gobierno que tuvo lugar los días 19 y 21 de octubre de 1972, en la que se acordó el objetivo de realizar la UEM de manera progresiva. Además, en su artículo 20.2, el Acta establece que en la tercera parte del Título II del Tratado CEE se introduzca un nuevo Capítulo 1, con el título «La cooperación en materia de política económica y monetaria». Cfr., para un análisis exhaustivo sobre la evolución de la UEM desde una perspectiva jurídica, económica y política, J. M<sup>a</sup>. BENEYTO PÉREZ (dir.), *Tratado de Derecho y Políticas de la Unión Europea*, Tomo VI (*Mercado Único Europeo y Unión Económica y Monetaria*), CEU-Aranzadi, 2013, esp. pp. 834 y ss.

<sup>305</sup> Conclusiones del Abogado General Giovanni Pitruzzella presentadas el 28 de mayo de 2020, asuntos acumulados C-597/18 P, C-598/18 P, C-603/18 P y C-604/18 P, *Consejo c. Dr. K. Chrysostomides & Co. LLC y otros*, EU:C:2020:390, párr. 41.

<sup>306</sup> Sobre la arquitectura institucional originaria de la UEM y sus transformaciones más importantes, véase, en general, A. OLESTI RAYO, «El proceso de integración europeo y el futuro de la Unión Económica y Monetaria», *Anuario Español de Derecho Internacional*, núm. 34, 2018, pp. 881-899; R.M.

la presupuestaria y fiscal) se mantiene en el terreno de los Estados miembros — adquiriendo la Unión un «mero» poder de coordinación y vigilancia de las políticas económicas nacionales<sup>307</sup>—, la competencia en materia de política monetaria se atribuye exclusivamente a la Unión<sup>308</sup>.

Tal división de competencias ha dado lugar a una «asimetría equivalente» en la organización institucional de la UEM, configurando un «equilibrio institucional propio»<sup>309</sup>. De esta forma, el ejercicio de la política monetaria corresponde exclusivamente al SEBC y al BCE, creados específicamente para este fin. En cambio, los actores institucionales responsables para coordinar y vigilar las políticas económicas de la Unión son de distinta naturaleza (supranacional e intergubernamental)<sup>310</sup>. Una esencia similar caracteriza también a las normas que

---

LASTRA y J.-V. LOUIS, «European Economic and Monetary union: History, Trends and Prospects», *cit.*

<sup>307</sup> De acuerdo con el artículo 2.3 TFUE, «[l]os EEMM coordinarán sus políticas económicas y de empleo según las modalidades establecidas en el presente Tratado, para cuya definición la Unión dispondrá de competencia».

El artículo 5.1 dispone que «[l]os EEMM coordinarán sus políticas económicas en el seno de la Unión. Con este fin, el Consejo adoptará medidas, en particular las orientaciones generales de dichas políticas. Se aplicarán disposiciones particulares a los Estados miembros cuya moneda es el euro».

Por su parte, el artículo 119.1 TFUE establece que [p]ara alcanzar los fines enunciados en el artículo 3 del Tratado de la Unión Europea, la acción de los Estados miembros y de la Unión incluirá, en las condiciones previstas en los Tratados, la adopción de una política económica que se basará en la estrecha coordinación de las políticas económicas de los Estados miembros, en el mercado interior y en la definición de objetivos comunes, y que se llevará a cabo de conformidad con el respeto al principio de una economía de mercado abierta y de libre competencia».

<sup>308</sup> Según el artículo 3.1.c) del TFUE, «[l]a Unión dispondrá de competencia exclusiva en [...] el ámbito de la política monetaria de los Estados miembros cuya moneda es el euro».

De acuerdo con el artículo 119.1 TFUE, «[p]aralelamente, en las condiciones y según los procedimientos previstos en los Tratados, dicha acción [de los Estados miembros y de la Unión para alcanzar los fines del artículo 3 TUE] supondrá una moneda única, el euro, la definición y la aplicación de una política monetaria y de tipos de cambio única cuyo objetivo primordial sea mantener la estabilidad de precios y, sin perjuicio de dicho objetivo, el apoyo a la política económica general de la Unión, de conformidad con los principios de una economía de mercado abierta y de libre competencia».

<sup>309</sup> Conclusiones del Abogado General Giovanni Pitruzzella, *cit.*, párr. 44.

<sup>310</sup> Téngase en cuenta la identificación de un (potencial) tercer nivel institucional de la UEM, calificado por el Abogado General Giovanni Pitruzzella de «semiintergubernamental». Se definiría este como una «cooperación de naturaleza intergubernamental, ya que tiene lugar fuera del marco jurídico e institucional de la Unión, [que, no obstante] presenta sólidos elementos de enlace e interdependencia tanto con el Derecho como con el marco institucional de la Unión». Conclusiones al asunto *Chrysostomides*, *cit.*, párr. 51. Véase, en un sentido similar y yendo más allá del ámbito

guían los modos de interacción y decisión de dichos actores, al tratarse de normas de Derecho de la Unión que coexisten con otras, propias del Derecho Internacional clásico.

A continuación se dará cuenta de la organización institucional básica de cada uno de los dos pilares, señalando asimismo los principios estructurales que regulan las materias objeto de análisis (es decir, la competencia en materia de política monetaria, la política económica, o incluso los principios fundacionales de la UEM en su conjunto). Dado que el BCE y el correlativo componente monetario de la UEM han sido objetos de investigación en las páginas anteriores, en lo que sigue se enfatizará principalmente el diseño de la competencia en materia de política económica, con el fin de aclarar sus contornos y demostrar la asimetría originaria de la UEM.

Entre otros aspectos, se observará que, entre la multitud de principios jurídicos aplicables a la UEM, algunos de ellos inciden con especial fuerza normativa sobre el Derecho derivado de la Unión y sobre los ordenamientos nacionales de los Estados miembros, incluidas sus Constituciones internas. Por esta razón, los principios estructurales de la economía general de la Unión y de sus Estados miembros se identificarán en estas páginas bajo la terminología de «principios constitucionales» de la UEM, independientemente de que estos tengan una considerable eficacia jurídica sobre el pilar monetario en sentido estricto o, al revés, sobre el componente económico<sup>311</sup>. A fin de cuentas, no se debe olvidar que la

---

material de la UEM, L. VAN MIDDELAAR, *The passage to Europe: how a continent became a union*, Yale University Press, New Haven, 2013.

<sup>311</sup> La terminología aquí propuesta se fundamenta en las obras de Ignacio de Otto y Francisco Balaguer Callejón. Según el primer autor, los principios constitucionales tienen tal consideración porque son «principios estructurales del ordenamiento», proclamados por la propia Constitución «como base del sistema de Derecho constitucional positivo». En este sentido, «[p]ara determinar el contenido de los principios que la Constitución formula es obligado partir del modo concreto en que la Constitución los acoge y configura en su articulado» (I. DE OTTO Y PARDO, *Obras completas*, Universidad de Oviedo–CEPC, Madrid, 2010, p. 935). Por otro lado, a la luz de la teoría de fuentes desarrollada por F. BALAGUER CALLEJÓN, «[l]o cierto es que el texto no siempre diferencia con precisión entre valores, principios y objetivos, lo que dificulta la asignación de un régimen jurídico específico a los distintos tipos de normas constitucionales. *No obstante, algunos principios son perfectamente identificables en cuanto que disciplinan determinados sectores de la Constitución, como por ejemplo el dedicado a la distribución de competencias entre Unión y Estados, que se rige por el principio de atribución, o al ejercicio de las competencias de la Unión, que se somete a los principios de subsidiariedad y proporcionalidad*» (cursiva añadida). En «El sistema de fuentes en la

tajante separación analítica (y jurisprudencial) entre la «E» y la «M» de la gobernanza económica europea se aleja, en la realidad, de la naturaleza íntimamente entrecruzada de las dos materias.

En cuanto al pilar monetario de la UEM, recordemos que el artículo 13 del TUE reconoce al BCE el estatus de «institución de la Unión», adscrito, como tal, al amplio marco institucional del que dicha organización dispone para garantizar «sus intereses, los de sus ciudadanos y los de los Estados miembros, así como [...] la coherencia, eficacia y continuidad de sus políticas y acciones». Por su parte, el artículo 282 del TFUE establece el SEBC, compuesto por el «BCE y los bancos centrales nacionales», indicando además que el BCE y los bancos centrales nacionales de los Estados miembros cuya moneda es el euro constituirán «el Eurosistema» y dirigirán la política monetaria de la Unión. El mismo precepto atribuye personalidad jurídica al BCE. Finalmente, el artículo 130 del TFUE ancla la política monetaria en el principio constitucional de independencia técnica.

La «asimetría» inherente de la UEM se entiende bien observando los actores y las normas que rigen su pilar económico. Lejos de reflejar una clara organización y división institucional, la política económica se ha llevado a cabo a impulso de los protagonistas de esencia intergubernamental, cuyas decisiones se han ido materializando —sobre todo a lo largo de la crisis financiera— en normas de Derecho Internacional clásico, de dudosa compatibilidad con el Derecho de la Unión y con las Constituciones nacionales de los Estados miembros<sup>312</sup>. Merece la pena, en este sentido, esbozar los componentes esenciales que rigen el funcionamiento del pilar económico de la UEM. La mirada global hacia la «E» de la «UEM» se centrará en las normas de Derecho primario, identificando a los actores institucionales y los principios jurídicos relevantes. Después, se enumerarán las normas de Derecho derivado adoptadas como respuesta a la crisis económica global de 2008, observándose una incidencia cualificada de la Unión en las políticas económicas nacionales. Finalmente, en cuanto contrabalanza política (informal) de

---

Constitución europea», *Revista de Derecho constitucional europeo*, núm. 2, julio-diciembre, 2004, pp. 61-79, p. 71.

<sup>312</sup> Véase sobre todo la sentencia *Pringle c. Irlanda y otros*, *cit.*

una moneda única, se presentará al Eurogrupo como protagonista controvertido de la gobernanza económica europea, con estatus todavía incierto a la luz del Derecho supranacional.

De manera resumida, el pilar económico de la UEM se construye en el Derecho originario de la Unión sobre dos obligaciones jurídicas complementarias para los Estados miembros: en primer lugar, la obligación de coordinar sus políticas económicas nacionales bajo las orientaciones generales y la supervisión de la Unión; en segundo lugar, la obligación de cumplir con el principio de disciplina presupuestaria. En efecto, si el principio constitucional del componente monetario de la UEM es la independencia técnica, su corolario en el pilar económico es el principio de disciplina presupuestaria, reforzado por la prohibición de corresponsabilidad financiera —sea de los Estados miembros entre sí, sea con la Unión Europea— recogida en el artículo 125 del TFUE<sup>313</sup>.

---

<sup>313</sup> Los Tratados reconocen dos excepciones al principio general de no corresponsabilidad financiera. En primer lugar, el artículo 122.2 del TFUE habilita la concesión de ayudas económicas puntuales según «un espíritu de solidaridad entre Estados miembros». En particular, «en caso de dificultades o en caso de serio riesgo de dificultades graves en un Estado miembro, ocasionadas por catástrofes naturales o acontecimientos excepcionales que dicho Estado no pudiese controlar, el Consejo, a propuesta de la Comisión, podrá acordar, en determinadas condiciones, una ayuda financiera de la Unión al Estado miembro en cuestión. El Presidente del Consejo informará al Parlamento Europeo acerca de la decisión tomada». En segundo lugar, el artículo 143.2 del TFUE admite acordar una «asistencia mutua» para los Estados miembros de la Unión cuya moneda no sea el euro, estableciendo el procedimiento, los presupuestos habilitantes y los límites aplicables para este fin.

Es indispensable señalar aquí el «Mecanismo de Recuperación y Resiliencia» (RRF, por sus siglas en inglés), en tanto en cuanto herramienta novedosa en el contexto de la gobernanza económica de la Unión, adoptada como medida de recuperación económica tras la crisis sanitaria. Sobre la base del artículo 175 del TFUE, el RRF permite que la Unión proporcione «ayudas financieras significativas y eficaces para intensificar las reformas sostenibles y las inversiones públicas conexas en los Estados miembros». El RRF es el eje del paquete *NextGenerationEU* (NGEU), habilitando a la Comisión Europea emitir bonos de la UE para financiar la recuperación de los Estados miembros. Su importe total de 723 800 millones de euros se divide en préstamos (385 800 millones de euros) y subvenciones (338 000 millones de euros). Junto a la histórica ampliación del Marco Financiero Plurianual 2021-2027, los fondos para la recuperación alcanzan un total de 1,8 billones de euros (a precios de 2018), de los cuales un 30% —el mayor porcentaje de la historia del presupuesto de la Unión— se empleará en la lucha contra el cambio climático. Cfr. COMISIÓN EUROPEA, «Plan de recuperación para Europa». Disponible en [https://ec.europa.eu/info/strategy/recovery-plan-europe\\_es#nextgenerationeu](https://ec.europa.eu/info/strategy/recovery-plan-europe_es#nextgenerationeu). Sobre el significado constitucional del NGEU, con especial enfoque en las transformaciones del principio de solidaridad, véase M. AZPITARTE SÁNCHEZ, «Crisis económicas: un problema constitucional: A propósito de la COVID», *Icade. Revista de la Facultad de Derecho*, núm. 110, 2021. Críticamente acerca de un potencial «momento hamiltoniano» de la Unión, cfr. M. ARJONA SÁNCHEZ, «Un diseño institucional de la Eurozona para un Green New Deal», *Revista Inclusiones*, vol. 8, núm. especial, 2021, pp. 59-73.

En cuanto a la obligación de coordinación y supervisión de los presupuestos nacionales, el artículo 121 del TFUE atribuye al Consejo y al Consejo Europeo la responsabilidad de acordar orientaciones de carácter general en materia de política económica. Por otro lado, sobre la base del (actual) artículo 126 del TFUE, el llamado «Pacto de Estabilidad y Crecimiento» (PEC) de 1997 estableció la disciplina presupuestaria como principio ordenador de las economías nacionales de los Estados miembros de la UEM. El «Pacto» se compone de una Resolución del Consejo de 17 de junio de 1997<sup>314</sup> y dos Reglamentos del Consejo, de 7 de julio de 1997, que establecen disposiciones técnicas detalladas para el cumplimiento de la «inequívoca obligación de evitar déficits públicos» de los Estados miembros<sup>315</sup>. El PEC fijó como objetivo a medio plazo de las economías nacionales la consecución de unas situaciones presupuestarias próximas al equilibrio o de superávit, para la cual los Estados miembros se comprometen, según el artículo 126.2 del TFUE, a respetar los valores de referencia establecidos en el «Protocolo sobre el procedimiento aplicable en caso de déficit excesivo, anejo a los Tratados»<sup>316</sup>. Dicho Protocolo establece que la obligación de los Estados miembros de evitar déficits públicos excesivos requerirá, en concreto, mantener el déficit público dentro del valor de referencia del 3 por ciento del PIB y una deuda pública no inferior al 60 por ciento del PIB<sup>317</sup>.

Un último precepto de Derecho primario que figura como componente fundamental del pilar económico de la UEM es el artículo 136 del TFUE, cuyo contenido normativo resulta aplicable exclusivamente a los Estados miembros de la eurozona. En particular, con el «fin de contribuir al correcto funcionamiento de la unión económica y monetaria», y sobre la base de los mismos procedimientos de

---

<sup>314</sup> Resolución del Consejo sobre el Pacto de estabilidad y crecimiento, Ámsterdam, 17 de junio de 1997, *DO C* 236 de 2.8.1997, p. 1-2.

<sup>315</sup> Reglamento (CE) núm. 1466/97 del Consejo, de 7 de julio de 1997, relativo al reforzamiento de la supervisión de las situaciones presupuestarias y a la supervisión y coordinación de las políticas económicas, *DO L* 209 de 2.8.1997, p. 1-5 (Considerando 3). Reglamento (CE) núm. 1467/97 del Consejo, de 7 de julio de 1997, relativo a la aceleración y clarificación del procedimiento de déficit excesivo, *DO L* 209 de 2.8.1997, p. 6-11.

<sup>316</sup> Protocolo núm. 12, *DO* núm. 115 de 9.5.2008, p. 279-280.

<sup>317</sup> Protocolo núm. 12, Artículo 1.

disciplina presupuestaria reconocidos en el artículo 126 del TFUE (con la excepción de su apartado 14), el Consejo adoptará medidas reforzadas de cooperación y vigilancia presupuestaria para aquellos Estados. De ahí que en la votación de dichas medidas participen únicamente los miembros del Consejo que representen a los Estados miembros cuya moneda es el euro<sup>318</sup>.

A pesar de los amplios «paquetes de reformas» («Six-Pack», «Two-Pack», «Fiscal Compact») introducidos en la gobernanza económica europea como respuesta a la crisis de 2008, así como de las sucesivas medidas de la Unión frente a la crisis sanitaria del Covid-19, el PEC sigue siendo un punto de referencia conceptual para el pilar económico de la UEM. En especial porque los dos Reglamentos del Consejo de 1997 distinguen y regulan, de un lado, la llamada vertiente «preventiva» del principio de disciplina presupuestaria en la Unión (es decir, la coordinación y supervisión de los presupuestos nacionales) y, de otro lado, la dimensión «correctora», referida a la potencial iniciación del procedimiento de déficit excesivo por la Comisión, con la cualificada participación del Consejo<sup>319</sup>. Entre otros elementos, estas mismas vertientes originarias han creado un espacio normativo suficientemente amplio para que las Instituciones de la Unión y los responsables políticos nacionales adoptaran las conocidas «improvisaciones jurídicas»<sup>320</sup> a lo largo de la crisis económica de 2008; reforzando, a su través, los poderes reconocidos a la Unión para «coordinar y vigilar» las políticas económicas nacionales.

Indudablemente, el PEC contiene una destacada fuerza normativa—en el sentido de ejercer como recurrente centro de gravedad en la UEM— incluso en una situación como la presente, en la que, por primera vez desde su introducción en 2011, rige la llamada «cláusula general de salvaguardia» del PEC<sup>321</sup>. Dicho de otro

---

<sup>318</sup> TFUE, artículo 136.2.

<sup>319</sup> Véase al respecto el TFUE, artículo 126, párrafos 3 y ss.

<sup>320</sup> K. TUORI, «The European Financial Crisis: Constitutional Aspects and Implications», Working Paper, EUI LAW, 2012/28, p. 12.

<sup>321</sup> Esta cláusula —activada por el Consejo en el contexto de la crisis sanitaria de 2020— habilita a los Estados miembros «desviarse temporalmente de forma coordinada y ordenada de los requisitos normales en situaciones de crisis generalizada causadas por una ralentización económica grave en la zona del euro o en el conjunto de la UE». Comunicación de la Comisión al Consejo relativa a la activación de la cláusula general de salvaguardia del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, COM(2020) 123 final, Bruselas, 20.3.2020. En particular, los artículos 5.1 y 9.1 del Reglamento (CE) 1466/97



modo, la caracterización del principio de disciplina presupuestaria como principio constitucional de la UEM se hace patente no solo debido a su perfecta reconocibilidad positiva en las normas de Derecho primario de la Unión, sino sobre todo a la intensidad y extensión de sus efectos sobre la esfera constitucional de los Estados miembros, incluso cuando el PEC se encuentre temporalmente en suspenso. En este sentido, es imprescindible recordar cómo, a lo largo de la crisis del euro, se produjeron sucesivas reformas de los ordenamientos nacionales, reconociendo algunos de ellos el principio de la «estabilidad presupuestaria» nada menos que en las normas constitucionales<sup>322</sup>.

Es bien sabido que dichas modificaciones se enmarcaron en el contexto más amplio de las innovaciones normativas para reforzar la gobernanza económica

---

(vertiente preventiva) establecen que «en períodos de crisis económica grave en la zona del euro o en el conjunto de la Unión, se podrá permitir a los Estados miembros que se aparten temporalmente de la trayectoria de ajuste hacia el objetivo presupuestario a medio plazo [...], siempre que dicha desviación no ponga en peligro la sostenibilidad presupuestaria a medio plazo». En lo que respecta a la dimensión correctora, los artículos 3.5 y 5.2 del mismo Reglamento establecen que, en caso de crisis económica grave en la zona del euro o en el conjunto de la Unión, el Consejo podrá también decidir, previa recomendación de la Comisión, la adopción de una trayectoria presupuestaria revisada

<sup>322</sup> P. ej., en España, véase la reforma del artículo 135 de la Constitución Española, de 27 de septiembre de 2011, «BOE» núm. 233, de 27 de septiembre de 2011, p. 101931-101941, BOE-A-2011-15210. En Italia, véase la Ley Constitucional 1/2012, que modificó el artículo 81 de la Constitución Italiana. En particular, introduciendo en su párrafo primero el principio conforme al cual «el Estado asegura el equilibrio entre los ingresos y los gastos de su presupuesto, teniendo en cuenta las fases desfavorables y las fases favorables del ciclo económico». Su apartado cuarto establece que «cualquier ley que conlleve nuevas o mayores cargas debe proveer los medios para hacerles frente». Trad. al español en P. MASALA, «El impacto de la crisis económica y de la reforma constitucional de 2012 en la jurisprudencia de la Corte Constitucional italiana en materia de ponderación entre los derechos sociales prestacionales y la estabilidad presupuestaria», *Anuario Iberoamericano de Justicia Constitucional*, núm. 20, 2016, pp. 223-255., p. 236. Sobre la constitucionalización del principio de estabilidad presupuestaria en España, cfr., por todos, M.J. RIDAURA MARTÍNEZ, «La reforma del artículo 135 de la Constitución Española: ¿pueden los mercados quebrar el consenso constitucional?», *Teoría y Realidad Constitucional*, núm. 29, 2012, pp. 237-260; P. GARCÍA-ESCUADERO MÁRQUEZ, «La acelerada tramitación parlamentaria de la reforma del artículo 135 de la constitución (Especial consideración de la inadmisión de enmiendas. Los límites al derecho de enmienda en la reforma constitucional)», *Teoría y realidad constitucional*, núm. 29, 2012, pp. 165-198; J.F. SÁNCHEZ BARRILAO, «La crisis de la deuda soberana y la reforma del artículo 135 de la Constitución española», *Boletín Mexicano de Derecho Comparado*, vol. 46, núm. 137, 2013, pp. 679-712; BALAGUER CALLEJÓN, M. AZPITARTE SÁNCHEZ, E. GUILLÉN LÓPEZ Y J.F. SÁNCHEZ BARRILAO (eds.), *El impacto de la crisis económica en las instituciones de la UE y los Estados miembros*, Thomson Reuters Aranzadi, Pamplona, 2015. Por último, con una perspectiva de Derecho comparado, véase A. ARROYO GIL, I.M. GIMÉNEZ SÁNCHEZ, «La incorporación constitucional de la cláusula de estabilidad presupuestaria en perspectiva comparada: Alemania, Italia y Francia», *Revista Española de Derecho Constitucional*, núm. 98, 2013, pp. 149-88.

europea. En cuanto a las reformas del Derecho derivado de la Unión, es indispensable destacar en este punto los ocho reglamentos europeos y un tratado internacional, comúnmente denominado «pacto fiscal». La primera serie de medidas legislativas europeas («Six-Pack») consolidó los límites de deuda y déficit fiscal del PEC; introdujo la cláusula de suspensión del PEC por causas de emergencia financiera y reforzó asimismo los instrumentos de prevención y de sanción por incumplimientos de las obligaciones presupuestarias de los Estados miembros<sup>323</sup>. El segundo paquete de medidas («Two-Pack») se destinó exclusivamente a reforzar la gobernanza económica de los Estados miembros del euro. Adoptados sobre la base del artículo 136 del TFUE, los dos reglamentos europeos complementaron el marco normativo establecido en el «Six-Pack» y consolidaron la vigilancia presupuestaria en la eurozona<sup>324</sup>. Los dos paquetes de medidas legislativas son hoy partes integrantes

---

<sup>323</sup> Reglamento 1173/2011, del Parlamento Europeo y del Consejo de 16 de noviembre de 2011, sobre la implementación efectiva de la supervisión presupuestaria en la zona del euro, *DO L 306* de 23.11.2011, p. 1-7; Reglamento 1175/2011 del Parlamento Europeo y del Consejo de 16 de noviembre de 2011 que modifica el Reglamento 1466/97 del Consejo sobre el fortalecimiento de la vigilancia de las posiciones presupuestarias, así como la vigilancia y coordinación de las políticas económicas, *DO L 306* de 23.11.2011, p. 12-24; Reglamento del Consejo 1177/2011 de 8 de noviembre de 2011 que modifica el Reglamento 1467/97 con el objetivo de acelerar y aclarar la implementación del procedimiento de déficit excesivo, *DO L 306* de 23.11.2011, p. 33-40; Reglamento 1174/2011 del Parlamento Europeo y del Consejo del 16 de noviembre de 2011, por el que se establecen medidas de ejecución para remediar los desequilibrios macroeconómicos excesivos en la zona del euro, *DO L 306* de 23.11.2011, p. 8-11; Reglamento 1176/2011 del Parlamento Europeo y del Consejo de 16 de noviembre de 2011 sobre la prevención y corrección de desequilibrios macroeconómicos, *DO L 306* de 23.11.2011, p. 25-32; finalmente, la Directiva 2011/85/UE del Consejo, de 8 de noviembre de 2011, sobre los requisitos aplicables a los marcos presupuestarios de los Estados miembros, *DO L 306* de 23.11.2011, p. 41-47.

<sup>324</sup> Reglamento (UE) núm. 472/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de mayo de 2013, sobre el reforzamiento de la supervisión económica y presupuestaria de los Estados miembros de la zona del euro cuya estabilidad financiera experimenta o corre el riesgo de experimentar graves dificultades, *DO L 140*, 27.5.2013, p. 1–10; Reglamento (UE) núm. 473/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de mayo de 2013, sobre disposiciones comunes para el seguimiento y la evaluación de los proyectos de planes presupuestarios y para la corrección del déficit excesivo de los Estados miembros de la zona del euro, *DO L 140*, 27.5.2013, p. 11–23.

El *Two-Pack* introduce un calendario presupuestario y normas comunes para los Estados miembros de la zona del euro, con la participación destacada de la Comisión. En particular, esta examinará y emitirá un dictamen sobre cada proyecto de presupuesto a más tardar el 30 de noviembre. Si la Comisión detecta un incumplimiento grave de las obligaciones derivadas del PEC, pedirá al Estado miembro en cuestión que presente un plan revisado. Para el conjunto de la zona euro, la Comisión publicará una evaluación global de las perspectivas presupuestarias para el año siguiente. Los dictámenes de la Comisión sobre los presupuestos nacionales y sobre la zona del euro facilitarán los debates en el Eurogrupo. Véase una explicación exhaustiva del funcionamiento de la vigilancia y coordinación presupuestaria en la eurozona en COMISIÓN EUROPEA, «Memo: 'Two-Pack' enters into force, completing budgetary surveillance cycle and further improving economic governance for the euro area», Bruselas, 27 de mayo de 2013. Disponible en línea:

del «Semestre Europeo» que, a su vez, conforma el mecanismo de coordinación de la política económica de la Unión según un calendario preciso<sup>325</sup>.

Por último, el llamado «pacto presupuestario» europeo de 2012 cierra la serie básica de reformas del pilar económico de la UEM a raíz de la crisis del euro<sup>326</sup>. El Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza —perteneciente al ordenamiento jurídico internacional a pesar de que sus consecuencias normativas se plasmen exclusivamente sobre la esfera constitucional de los Estados miembros de la Unión— es vinculante para los veinte Estados miembros de la eurozona, más Bulgaria, Dinamarca y Rumanía, al haber optado estos por la adhesión. El artículo 3.2 de este instrumento jurídico introduce obligaciones fiscales más estrictas que el PEC, entre las cuales destaca la propia obligación de incorporar la «regla de oro presupuestaria» al Derecho nacional, «a más tardar un año después de la fecha de entrada en vigor del [...] Tratado mediante disposiciones que tengan fuerza vinculante y sean de carácter permanente, preferentemente de rango constitucional, o cuyo respeto y cumplimiento estén de otro modo plenamente garantizados a lo largo de los procedimientos presupuestarios nacionales». En efecto, precisamente de este precepto se derivan las reformas constitucionales producidas dentro de los ordenamientos jurídicos nacionales, referidas en las páginas anteriores.

Merece la pena apuntar, finalmente, algunas iniciativas supranacionales —lideradas fundamentalmente por la Comisión— para avanzar en la consolidación de la política económica europea alrededor de una moneda única. Una breve mirada hacia las distintas acciones de la institución ejecutiva de la Unión refleja cómo, a lo largo de una década de crisis europeas, el discurso político ha evolucionado hasta el

---

[https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/MEMO\\_13\\_457](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/MEMO_13_457) (últ. consulta: 1.9.2023).

<sup>325</sup> Para una descripción detallada de las distintas reformas y el concreto calendario correspondiente al «Semestre Europeo», en funcionamiento desde el 2010, véase COMISIÓN EUROPEA, «Memo: La gobernanza económica de la UE al detalle», Bruselas, 28 de mayo de 2014. Disponible en línea: [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/es/MEMO\\_13\\_979](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/es/MEMO_13_979) (últ. consulta: 1.9.2023). Cfr. asimismo un análisis desde la perspectiva constitucional de las reformas mencionadas en F.J. CARRERA HERNÁNDEZ (dir.), *¿Hacia una nueva gobernanza económica de la Unión Europea?*, Thomson Reuters-Aranzadi, Pamplona, 2018.

<sup>326</sup> Ley Orgánica 3/2012, de 25 de julio, por la que se autoriza la ratificación por España del Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza en la Unión Económica y Monetaria.

punto de que hoy, por fin, se adoptaran a nivel supranacional instrumentos financieros originariamente inimaginables (piénsese, sobre todo, en el Mecanismo de Recuperación y Resiliencia).

Inmediatamente después de la adopción de las reformas del PEC y las sucesivas modificaciones del marco institucional para la coordinación y la supervisión de los presupuestos nacionales, el entonces presidente de la Comisión Europea, José Manuel Barroso, señalaba la necesidad de construir una UEM «auténtica y profundamente integrada», siendo esta la única manera de «superar la crisis de confianza que perjudica a [las] economías [de la Unión] y las vidas de sus ciudadanos»<sup>327</sup>. En especial, en el período de crisis soberana de la Unión surgió en el debate público la pregunta sobre la viabilidad de potenciales «eurobonos», emitidos conjuntamente por los Estados miembros. A pesar de que la respuesta anti-crisis es bien conocida hoy, conviene dar cuenta de la respuesta de la Comisión al respecto en el año 2012:

«[t]he Blueprint refers to the introduction of eurobills, the common issuance of short-term government debt with a maturity of up to one or two years, to reduce financial fragmentation and the negative feedback loop between sovereigns and banks, while limiting moral hazard. *Due to their character as financial instruments requiring joint and several guarantees by the participating Member States, changes to the Treaties would be required to allow these instruments to be developed*»<sup>328</sup>.

En enero de 2015, la Comisión Europea publicó orientaciones detalladas sobre la aplicación de las normas integrantes del PEC, avisando sobre la exigencia práctica de consolidar el vínculo entre las reformas estructurales de la UEM, la inversión y la responsabilidad fiscal, con el fin de apoyar el crecimiento económico y la creación de empleo en los Estados miembros de la Unión. Con todo, se observa que el centro de gravedad de dichas orientaciones se asienta nuevamente en el PEC

---

<sup>327</sup> COMISIÓN EUROPEA, «A Blueprint for a deep and genuine Economic and Monetary Union: Launching a European debate», Bruselas, 28 de noviembre de 2012. Disponible en línea: [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP\\_12\\_1272](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP_12_1272) (últ. consulta: 1.9.2023).

<sup>328</sup> COMISIÓN EUROPEA, «Memo: A Blueprint for a deep and genuine Economic and Monetary Union (EMU): Frequently Asked Questions», Bruselas, 28 de noviembre de 2012. Cursiva añadida.

y, correlativamente, en la reiterada eficacia normativa del principio constitucional de disciplina presupuestaria<sup>329</sup>.

Los impulsos de la Comisión para reformar el marco jurídico de la UEM se plasmaron asimismo en su Comunicación de febrero de 2020 sobre la revisión de la gobernanza económica, abriendo a su través un debate público acerca del futuro de la UEM<sup>330</sup>. En igual sentido se dirigieron las orientaciones publicadas en noviembre de 2022, en las que la Comisión reivindicaba una gobernanza económica europea fundada en un marco jurídico «fuerte y resistente ante los cambios en las condiciones económicas y la incertidumbre»<sup>331</sup>. A pesar de que tal comunicación reitera la relevancia constitucional del principio de disciplina presupuestaria, es interesante observar la mención expresa sobre la conveniencia política de una acción fiscal discrecional de los Estados miembros en tiempos de crisis: «la prudencia fiscal en tiempos de crecimiento sostenido contribuye a acumular amortiguadores fiscales que los gobiernos pueden utilizar para prestar apoyo fiscal anticíclico en tiempos de crisis, en los que la política fiscal discrecional puede ser especialmente eficaz»<sup>332</sup>.

---

<sup>329</sup> COMISIÓN EUROPEA, «Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo, al Banco Central Europeo, al Comité Económico y Social Europeo, al Comité de las Regiones y al Banco Europeo de Inversiones: Aprovechar al máximo la flexibilidad que ofrecen las actuales disposiciones del pacto de estabilidad y crecimiento», COM(2015) 12 final, Estrasburgo, 13.1.2015. Disponible en línea: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:52015DC0012&from=EN> (últ. consulta: 1.9.2023).

<sup>330</sup> COMISIÓN EUROPEA, «Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo, al Banco Central Europeo, al Comité Económico y Social y al Comité de las Regiones: Revisión de la gobernanza económica. Informe sobre la aplicación de los Reglamentos (UE) n.º 1173/2011, 1174/2011, 1175/2011, 1176/2011, 1177/2011, 472/2013 y 473/2013 y sobre la idoneidad de la Directiva 2011/85/UE del Consejo», COM/2020/55 final, Bruselas, 5.2.2020. Disponible en línea: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?uri=celex%3A52020DC0055> (últ. consulta: 1.9.2023).

<sup>331</sup> COMISIÓN EUROPEA, «Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo, al Banco Central Europeo, al Comité Económico y Social y al Comité de las Regiones: Comunicación sobre las orientaciones para una reforma del marco de gobernanza económica de la UE», COM(2022) 583 final, Bruselas, 9.11.2022. Disponible en línea: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?qid=1669888504282&uri=CELEX%3A52022DC0583> (últ. consulta: 1.9.2023).

<sup>332</sup> «[F]iscal measures have mitigated the impact of the energy crisis on businesses and consumers. However, broad-based fiscal stimulus to aggregate demand is unwarranted and costly support measures cannot continue indefinitely: the focus must now be on strengthening fiscal sustainability through gradual fiscal consolidation and, where still needed, on targeted fiscal measures that support vulnerable households and firms affected by high energy prices. Prudent fiscal policy will help to

Por último, de las orientaciones de la Comisión Europea de marzo de 2023 se extrae implícitamente una declaración de claro significado constitucional para la gobernanza económica europea. En particular, la referencia a la necesidad inminente de una acción fiscal integrada en la UEM a fin de asegurar su éxito a largo plazo<sup>333</sup>. Con todo, según la Comisión, la concreta orientación de la política fiscal a corto plazo debería volver a centrarse en la disciplina presupuestaria de los Estados miembros<sup>334</sup>.

Lo cierto es que la comprensión de la estructura constitucional de la UEM atendiendo exclusivamente a las normas de Derecho positivo de la Unión sería un propósito difícilmente alcanzable. Es más, incluso una exposición sucinta de sus componentes jurídicos básicos demuestra la necesidad de reflexionar sobre la «E» de la gobernanza económica europea desde una perspectiva holística, sobre la base de las necesidades materiales requeridas por la moneda única de los Estados miembros de la eurozona. Es evidente que, hoy, el nivel de «coordinación» de las políticas económicas de los Estados miembros sobrepasa el umbral mínimo establecido en los Tratados fundacionales.

En las páginas anteriores se ha puesto de manifiesto cómo la necesidad práctica de avanzar hacia una integración fiscal ha sido ampliamente reconocida en el discurso político europeo a partir del año 2012. En este sentido, un último referente lo representa el Informe de los cinco presidentes de 2015<sup>335</sup>, en el cual por primera vez se deja constancia expresa de la problemática configuración asimétrica

---

ensure the stability of the European economy and facilitate the effective transmission of monetary policy in a high inflation environment, while raising potential growth» (*Ibid.*, punto 2.2).

<sup>333</sup> «[T]aking a longer perspective, the last decade has been characterised by major shocks, notably the economic and financial crisis, the COVID-19 crisis, the Russian invasion of Ukraine and the ensuing energy crisis and surge in inflation. This uncertainty means that fiscal policy will need to remain agile going forward». COMISIÓN EUROPEA, «Communication from the Commission to the Council: Fiscal policy guidance for 2024», COM(2023) 141 final, Bruselas, 8.3.2023 (p. 2). Disponible en línea: [https://economy-finance.ec.europa.eu/system/files/2023-03/COM\\_2023\\_141\\_1\\_EN\\_ACT\\_part1\\_v4.pdf](https://economy-finance.ec.europa.eu/system/files/2023-03/COM_2023_141_1_EN_ACT_part1_v4.pdf) (últ. consulta: 1.9.2023).

<sup>334</sup> *Ibid.*, p. 1.

<sup>335</sup> J.-C. JUNCKER, D. TUSK, J. DIJSSELBLOEM, M. DRAGHI, M. SCHULZ, «Realizar la Unión Económica y Monetaria europea», 22 de junio de 2015. Disponible en línea: [https://commission.europa.eu/publications/five-presidents-report-completing-europes-economic-and-monetary-union\\_en](https://commission.europa.eu/publications/five-presidents-report-completing-europes-economic-and-monetary-union_en) (últ. consulta: 1.9.2023).

de la UEM y de la exigencia inminente de configurar una unión económica que esté a la altura de la unión monetaria<sup>336</sup>. Con todo, ni la crisis de deuda soberana ni, por ahora, la crisis económica derivada de la pandemia del Covid-19 han producido suficiente acuerdo político para materializar en el propio Derecho originario las necesidades fiscales de una moneda compartida.

En resumidas cuentas, el Derecho de la Unión no avisa sobre el hecho de que, materialmente, su objetivo de establecer una UEM —más allá de ser un proceso continuado en el tiempo e incluso si se «consiguiera» temporalmente— estará eternamente predispuesto a la crisis interna sin la presencia, en su seno, de un poder fiscal centralizado. De este modo, las tres preguntas básicas a las que se deberá atender a continuación son las siguientes: ¿por qué es la UEM una construcción institucional problemática, teniendo en cuenta el largo plazo? Y, si asumimos que dicha predisposición a la crisis no es sobrevenida, ¿cómo se intentaron suplir sus carencias materiales en el Derecho supranacional?, y ¿cuáles son las razones principales que explican el éxito de la UEM en sus primeros años de vida institucional? El primer interrogante encontrará respuestas preliminares en los puntos V.2.1. y V.2.2. En cambio, el punto V.2.3. esbozará algunos elementos clave para contestar a las últimas dos preguntas.

## ***2. La UEM a la luz de la teoría de las áreas monetarias óptimas***

Las páginas que siguen explicarán los motivos que justifican la propensión a la crisis de la UEM. La razón central —hoy bien conocida— se refiere al hecho de que la UEM no cumplía, desde sus orígenes, los requisitos para ser considerada un «área monetaria óptima». Esta advertencia se realizó incluso antes de que la moneda única tomara cuerpo jurídico en el Derecho supranacional. En efecto, antes del inicio de la UEM como un proceso en tres fases (que culminaría con la adopción del euro

---

<sup>336</sup> En particular, se establece la exigencia de crear antes de 2025 un «Tesoro de la zona del euro al que puedan exigirse responsabilidades a nivel europeo». *Ibid.*, p. 23. Véase, asimismo, M. KAHN, «Franco-German Central Bankers Call for Creation of Eurozone Treasury», *The Telegraph*, 8.2.2016, <http://www.telegraph.co.uk/finance/economics/12146298/Franco-German-central-bankers-call-for-creation-of-eurozone-treasury.html> (últ. consulta: 1.9.2023); F GIUGILANO, S. GORDON, «Macron Calls for Radical Reform to Save Euro», *Financial Times*, 24.9.2015, <https://next.ft.com/content/6d327720-62c5-11e5-a28b-50226830d644> (últ. consulta: 1.9.2023).

en 1998), economistas provenientes de escuelas opuestas de pensamiento avisaron sobre las carencias fiscales del euro<sup>337</sup>. Dado que la UEM nació con un «pecado original»<sup>338</sup> —a su vez derivado del rechazo de los Estados miembros de ceder sus instrumentos fiscales, en tanto en cuanto manifestación por excelencia de la soberanía nacional—, los representantes políticos acordaron la introducción en el Derecho supranacional de ciertos mecanismos para suplir las insuficiencias intrínsecas del euro. Por ejemplo, se consideró que la disciplina del mercado y el cumplimiento de los criterios de convergencia económica asegurarían un funcionamiento mínimamente estable de la zona monetaria compartida<sup>339</sup>.

La crisis del 2008 puso en entredicho el superficial éxito inicial de la UEM, forzando la creatividad normativa de los gobiernos de los Estados miembros (con superávit), así como de la Unión Europea y de sus órganos intergubernamentales (piénsese en el Eurogrupo). Las carencias originarias de la UEM se reflejan constitucionalmente en la asimetría de sus dos pilares constitutivos. Sin embargo, la plena comprensión de tal «pecado original» exige explicar, en primer lugar, en qué consiste una zona monetaria óptima y, en segundo lugar, la relevancia del tipo de cambio en cuanto que instrumento esencial de la política macroeconómica del Estado.

### **2.1. Las áreas monetarias óptimas. La relevancia del tipo de cambio como instrumento de la política macroeconómica del Estado**

Las uniones monetarias no son ni un fenómeno reciente ni específico de la Unión Europea; baste recordar, al respecto, la Unión Monetaria Latina (1865-1921) entre Francia, Bélgica, Suiza, Italia y Grecia o la Unión Monetaria escandinava (1873-1914) entre Dinamarca, Noruega y Suecia. El objetivo de estas uniones del siglo XIX era el de «unificar los sistemas monetarios regionales», aunque no necesariamente

---

<sup>337</sup> A.J. SCHWARTZ, «International Financial Liberalization and Exchange Rate Policies», *Cato Journal*, núm. 13, 1993, pp. 273-278; P. Krugman, «Lessons of Massachusetts for the EMU», en F. TORRES, F. GIAVAZZI (eds.), *Adjustment and Growth in the European Monetary Union*, Cambridge University Press, Cambridge, 1993, pp. 241-260.

<sup>338</sup> M.K. BRUNNERMEIER, H. JAMES, J.-P. LANDAU, *The Euro and the Battle of Ideas*, *cit.*, p. 107.

<sup>339</sup> M. MOLTÓ CALVO, «Capítulo 13: Unión económica y monetaria: concepto, evolución histórica y desafíos de la gobernanza económica en la Unión Europea», *cit.*, p. 840.



fusionando los distintos sistemas independientes en uno solo, sino más bien, contribuyendo a la organización de estos «sobre una base común»<sup>340</sup>.

En otras palabras, a la vez que los Estados participantes reconocían mutuamente sus monedas como dinero de curso legal, la política monetaria en sentido estricto (p. ej., el poder de emitir y estabilizar la moneda) seguía perteneciendo exclusivamente al ámbito soberano del Estado<sup>341</sup>. Sin embargo, las uniones monetarias contemporáneas han evolucionado históricamente hacia el segundo sentido mencionando, caracterizándose, por tanto, por la existencia de una moneda común entre los Estados miembros (sea esta de uso exclusivo o compartido con otras monedas nacionales de curso legal)<sup>342</sup>.

Desde la perspectiva económica, una moneda única (junto con un banco central como garante institucional) no son elementos necesarios para la existencia efectiva de la unión monetaria. En igual sentido, en el Informe fundacional de la UEM de 1989<sup>343</sup> se afirmaba que la adopción de la moneda única no sería una medida necesaria para la constitución de la Unión Monetaria (UM), pero resultaría «deseable» tanto económica como política y «psicológicamente», al señalar la «irreversibilidad» de la integración monetaria<sup>344</sup>. En cambio, se ha sostenido que el requisito insalvable de una unión monetaria, desde el punto de vista económico, sería su adecuación a los criterios de un Área Monetaria Óptima (OCA, por sus siglas en inglés)<sup>345</sup>.

Una OCA se define como una zona monetaria que supera el territorio estatal, en la cual el grupo de Estados participantes maximiza los beneficios económicos

---

<sup>340</sup> F.A. MANN, «Money in Public International Law», *British Yearbook of International Law*, núm. 26, 1949, pp. 259-293, p. 263.

<sup>341</sup> *Ibid.*

<sup>342</sup> R.M. LASTRA, J.-V. LOUIS, «European Economic and Monetary Union: History, Trends and Prospects», *cit.*, p. 59.

<sup>343</sup> J. DELORS, «Report on economic and monetary union in the European Community», Luxemburgo, 1989, p. 17. Disponible en: [https://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/pages/publication6161\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/economy_finance/publications/pages/publication6161_en.pdf) (últ. consulta: 1.9.2023).

<sup>344</sup> J. DELORS, «Report on economic and monetary union in the European Community», *cit.*

<sup>345</sup> De forma pionera, R.A. MUNDELL, «A Theory of optimum currency areas», *American Economic Review*, vol. 51, núm. 4, 1961, pp. 657-665.

individuales como consecuencia del uso de una moneda compartida<sup>346</sup>. Los criterios económicos para la existencia de una zona monetaria óptima se formularon por primera vez en los años sesenta por el premio Nobel de Economía, Robert A. Mundell<sup>347</sup>. El autor señalaba, por un lado, que entre los beneficios esenciales de la ampliación de la zona monetaria más allá de las fronteras nacionales se encontrarían: la reducción de los costes en las transacciones comerciales y financieras entre los Estados miembros y el consiguiente incremento del flujo comercial entre estos; la reducción del riesgo de tipo de cambio (p. ej., potenciales pérdidas en los rendimientos de la inversión causadas por la volatilidad de las divisas, y una reducción de la prima de riesgo soberana)<sup>348</sup>.

Sin embargo, se destacaban también las importantes desventajas o pérdidas económicas para los Estados participantes. Sobre todo, una OCA elimina la devaluación externa de entre los mecanismos a disposición del Estado para hacer frente a los *shocks* exógenos (p. ej., una caída en la demanda global de los exportes de uno de los miembros)<sup>349</sup>. A fin de compensar tal imposibilidad (de introducir variaciones del tipo de cambio para responder a los desequilibrios comerciales), la capacidad de ajuste a los *shocks* se debería reforzar a través de herramientas alternativas a la política monetaria. Dado que la devaluación interna (la reducción de los salarios) es una medida indeseable tanto política como socialmente para el Estado miembro, se requerirían, en cambio, una alta flexibilidad en el mercado laboral y una intensa movilidad del factor trabajo en la zona monetaria concreta, a fin de disipar las consecuencias del *shock* inicial. Otra medida adicional consistiría en la transferencia de fondos desde los países con superávit hacia el Estado con déficit

---

<sup>346</sup> N. HASHIMZADE, G. MYLES, J. BLACK, «Optimum Currency Area», en *Idem, A Dictionary of Economics*, Oxford University Press, Oxford, 2017.

<sup>347</sup> R.A. MUNDELL, «A Theory of optimum currency areas», *cit.*; R.I. McKINNON, «Optimum currency areas», *American Economic Review*, vol. 53, núm. 4, 1963, pp. 717-725; P.B. KENEN, «The optimum currency area: an eclectic view», en R. MUNDELL, A. SWOBODA (eds.), *Monetary Problems of the International Economy*, University of Chicago Press, Chicago, 1969, pp. 41-60.

<sup>348</sup> R.A. MUNDELL, «A Theory of optimum currency areas», *cit.*, p. 662.

<sup>349</sup> *Ibid.*, p. 658. Véase también la explicación detallada de O. ISSING, *The birth of the euro*, Cambridge University Press, Cambridge, 2008, p. 48.

comercial, lo que implicaría, en otras palabras, la existencia de un poder fiscal centralizado a nivel de la OCA<sup>350</sup>.

Finalmente, el carácter «óptimo» de un área monetaria dependería también del nivel de homogeneidad existente entre los distintos sistemas de producción y las preferencias de consumo. En este sentido, una mayor similitud y congruencia de las economías prevendría el surgimiento de *shocks* asimétricos (i.e., los que repercuten de forma diferente en las economías de los miembros de la unión monetaria)<sup>351</sup>. Con todo, «lo cierto es que ninguna unión monetaria ha sobrevivido sin una unión política que la respaldase»<sup>352</sup>.

Esta afirmación solo se comprende abandonando las aproximaciones propias de la Economía positiva, i.e., rama de la Economía que describe y explica los procesos económicos y predice sus resultados sin emplear juicios de valor<sup>353</sup>. Siguiendo la tesis propuesta por Miguel Arjona Sánchez, la función primordial de una unión monetaria contemporánea —la UE siendo, en este sentido, el experimento por excelencia— sería la de responder al problema macroeconómico de los desequilibrios comerciales a nivel internacional<sup>354</sup>. En efecto, «a fin de cuentas, [el reto de una] unión monetaria consiste en afrontar los desequilibrios y los ajustes fiscales y monetarios de la manera menos costosa posible desde el punto de vista político»<sup>355</sup>. Tal razonamiento requiere explicar la función del tipo de cambio como instrumento de la política macroeconómica del Estado.

El tipo de cambio es el mecanismo capitalista que enlaza el sistema de producción del Estado con el tráfico internacional, respondiendo fundamentalmente

---

<sup>350</sup> O. ISSING, *The birth of the euro*, cit. p. 49.

<sup>351</sup> *Ibid.*

<sup>352</sup> M.J. ARJONA SÁNCHEZ, *El euro, entre la nostalgia postmoderna al oro y un supra-federalismo europeo. Un debate constitucional*, Thomson Reuters-Aranzadi, Cizur Menor, 2021, p. 259.

<sup>353</sup> N. HASHIMZADE, G. MYLES, J. BLACK, «Positive Economics», en *Idem*, *A Dictionary of Economics*, cit.

<sup>354</sup> M.J. ARJONA SÁNCHEZ, *El euro, entre la nostalgia postmoderna al oro y un supra-federalismo europeo*, cit.

<sup>355</sup> M.K. BRUNNERMEIER, H. JAMES, J.-P. LANDAU, *The Euro and the Battle of Ideas*, Princeton University Press, Princeton, 2016, p. 9.

a las necesidades de la balanza de pagos por cuenta corriente del país<sup>356</sup>. En concreto, la política cambiaria se orienta a la determinación o garantía del valor de la moneda nacional frente a las divisas extranjeras, siendo este un componente vital para la interacción económica que pretenda superar o atravesar las fronteras estatales (en particular porque la moneda se configura, entre otras, como medio de intercambio)<sup>357</sup>. En este sentido, la existencia histórica de dos modelos principales de régimen cambiario es un hecho sobradamente conocido.

En el primero de ellos (el régimen de tipo fijo o estable), el valor de la moneda nacional se establecía bien con referencia a un bien escaso, de indudable valor intrínseco (el llamado «patrón oro», vigente a nivel internacional desde el 1880 hasta el 1914) bien con referencia al valor de otra divisa, a su vez, evaluada en función del oro<sup>358</sup>. En el sistema del patrón oro, cada Estado garantizaba la libre conversión de

---

<sup>356</sup> La balanza de pagos es «un registro de transacciones donde los pagos son ingresos para el receptor»; la balanza de pagos por cuenta corriente del Estado «incluye el comercio de bienes, el comercio de servicios, los pagos de las rentas de los factores productivos (dividendos, intereses y remesas de giradas desde el extranjero a los residentes) y las transferencias internacionales sin contraprestación, es decir, las donaciones». N. HASHIMZADE, G. MYLES, J. BLACK, «Current account», en *Idem, A Dictionary of Economics, cit.*

<sup>357</sup> P.A. SAMUELSON, W.D. NORDHAUS, *Macroeconomía*, 18ª ed., McGraw-Hill/Interamericana de España, Madrid, 2006. Para una sucinta explicación de las distintas funciones del dinero y la concreta translación de cada una al terreno jurídico, convergiendo predominantemente en una teoría jurídica estatista del dinero, cfr. R.M. LASTRA, *International Financial and Monetary Law*, Oxford University Press, Oxford, 2ª ed., 2015, pp. 15-12. La «State theory of money» reside en una concepción nominalista del dinero, obteniendo tal caracterización solo el medio de intercambio o de deuda finalmente respaldado jurídicamente por el Estado como dinero de curso legal. Esta teoría se opone a un entendimiento social o institucionalista del dinero, según el cual la atribución del carácter de «dinero» derivaría de los usos de la vida comercial y de las prácticas de la sociedad en general, independientemente de la intervención del Estado. Para un estudio exhaustivo de las distintas funciones (y teorías económicas) del dinero, véase C. DESAN, *Making money: coin, currency, and the coming of capitalism*, Oxford University Press, Oxford, 2014. En esta obra, la autora desarrolla finalmente una comprensión propia del dinero como modo material de gobernanza. Véase, por el contrario, la propuesta del dinero como «objeto posicionado socialmente», basada en una definición ontológica: T. LAWSON, «Social positioning and the nature of money», *Cambridge Journal of Economics*, vol. 40, núm. 4, 2016, pp. 961-996. Cfr., en castellano acerca de esta última propuesta, C.A. GUEVARA CASTAÑEDA, «Pensando la naturaleza de la moneda desde una perspectiva crítica posfundacional», *Panorama Económico*, vol. 27, núm. 1, 2019, pp. 208–227. Más recientemente, indagando sobre la esencia política del dinero, con una aproximación de teoría constitucional, F. LOSADA, «Towards a constitutional theory of money: opening Europe's money up to public discourse», *European Law Open*, núm. 1 («Dialogue and Debate: Symposium on Stefan Eich's the Currency of Politics»), 2023, pp. 1025–1039.

<sup>358</sup> El valor intrínseco del oro es un hecho incontestado en la economía neoclásica. Véase solo P.A. SAMUELSON, W.D. NORDHAUS, *Macroeconomía, cit.*: «[p]ara el siglo XVIII, el dinero como mercancía se limitaba casi exclusivamente a los metales como plata y oro. Esas formas de dinero tenían *valor intrínseco* [... de manera que] no había necesidad de que los Estados garantizaran su valor,

su moneda en oro, a un precio fijo. La paridad de los tipos de cambio se establecía en función de la cantidad que podría obtenerse de cada moneda por una cantidad determinada de oro. De esta forma, los tipos de cambio no podrían alejarse de la paridad más allá de los límites fijados por los costes de transacción del envío de oro entre los distintos países, que solía ser un porcentaje muy reducido de su valor<sup>359</sup>.

En cambio, la segunda versión del régimen estable se conoce como patrón «dólar-oro» o «sistema de Bretton Woods» (1945-1971), negociado fundamentalmente entre Gran Bretaña y Estados Unidos durante la Segunda Guerra Mundial<sup>360</sup> con el fin de instaurar, por primera vez, un orden monetario internacional que diera respuesta a los desequilibrios comerciales, inherentes al sistema moderno de acumulación de capital:

«En lo que ambos países coincidían era en reconocer la necesidad de cooperación internacional, en particular la inversión internacional a largo plazo, [ya que] el desequilibrio en las balanzas de pagos no era únicamente responsabilidad de los países deficitarios, sino

---

y la cantidad de dinero se regulaba por el mercado, a través de la oferta y la demanda» (p. 103). Esta asunción conecta con una «teoría del valor basado en la sustancia», en la que la propia intercambiabilidad de los bienes se asienta en una «propiedad oculta que es lógicamente anterior a [las] transacciones [comerciales] y que les da forma». Mientras que para los neoclásicos (partiendo con Léon Walras) tal propiedad sería la escasez (i.e., bien útil y limitado en cantidad), para los seguidores de Karl Marx, se trataría, en cambio, de su configuración como productos del trabajo (humano). A. ORLÉAN, *The empire of value: A new foundation for economics*, MIT Press, Cambridge, 2014, pp. 13-14.

<sup>359</sup> N. HASHIMZADE, G. MYLES, J. BLACK, «Gold Standard», *Idem, A Dictionary of Economics, cit.* Conviene recordar que la existencia del patrón oro «puro» ha sido contestada, atribuyéndose el papel de ancla «as good as gold» a la libra esterlina. M.J. ARJONA SÁNCHEZ, *El euro, entre la nostalgia postmoderna al oro y un supra-federalismo europeo. cit.*, p. 40 (y la bibliografía ahí citada). La existencia efectiva de un «patrón esterlino» se justificaría mediante la posición económica privilegiada de Gran Bretaña, ligada a las profundas consecuencias de la revolución industrial sobre los medios de producción; convirtiéndose esta, desde el año 1850, en la promotora de la primera etapa de expansión capitalista, por medio de las exportaciones: «[the railway, the steamer and the telegraph] provided the basis for that gigantic export boom – in both goods, capital and men – which played so large a part in the expansion, at all events in what was still the major capitalist country, Britain. The mass consumer economy still lay in the future, except perhaps in the United States. The domestic market of the poor, in so far as it was not supplied by peasants and small craftsmen, was not yet considered a major foundation for really spectacular economic advance. [...] Between 1850 and 1870 [the world's trade] increased by 260 per cent [respecto a 1800-1840]. Anything saleable was sold, including goods which met with distinct resistance from the receiving countries». E. HOBSBAWM, *Age of Capital: 1848-1875*, Phoenix Press, London, capítulo 2 (*e-book*).

<sup>360</sup> M.J. ARJONA SÁNCHEZ, *El euro, entre la nostalgia postmoderna al oro y un supra-federalismo europeo. cit.*; S. BABB, A. KENTIKELIS, «International Financial Institutions as Agents of Neoliberalism», en D. CAHILL, M. COOPER, M. KONINGS, D. PRIMROSE (eds.), *The SAGE Handbook of Neoliberalism*, SAGE Publications, Los Angeles / London / New Delhi / Singapore / Washington D.C. / Melbourne, 2018, pp. 16-27, p. 17.

que los países con saldos persistentemente favorables, que se abstuvieran de invertir en el extranjero, podrían ser igualmente considerados responsables»<sup>361</sup>.

El sistema cambiario establecido en Bretton Woods consistía en un compromiso bidireccional: de un lado, los Estados de la comunidad internacional accedían al anclaje nominal de sus monedas al valor del dólar (permitiéndose una fluctuación aproximada de un 1%); de otro lado, los Estados Unidos de América se comprometían a garantizar «la completa conversión (frente a cualquiera)» del dólar al oro, al cambio fijo de treinta y cinco dólares por onza<sup>362</sup>. La conferencia de Bretton Woods de 1 de julio de 1944 condujo asimismo a la creación del Fondo Monetario Internacional (FMI) y del Banco Internacional para el Desarrollo y la Construcción (el Banco Mundial)<sup>363</sup>. Interesa destacar aquí la misión de la primera institución, concretamente la de supervisar y apoyar el sistema de cambios fijos, a través de dos funciones esenciales: vigilando los tipos de cambio de los Estados miembros del Acuerdo y poniendo a disposición de éstos, «temporalmente» sus recursos, «con las debidas salvaguardias, a fin de permitir la corrección de los desequilibrios de la balanza de pagos»<sup>364</sup>.

Si, antes de Bretton Woods, la fijación del tipo de cambio se consideraba un asunto exclusivo de la soberanía nacional<sup>365</sup>, la creación del FMI y la atribución al mismo de un poder de supervisión de las políticas cambiarias nacionales supusieron el reconocimiento generalizado de la necesidad de cooperación internacional en materia monetaria, plasmando a los Estados Unidos —y a su divisa— como componente central en el nuevo diseño institucional. A partir del «Nixon Shock» de

---

<sup>361</sup> M.J. ARJONA SÁNCHEZ, *El euro, entre la nostalgia postmoderna al oro y un supra-federalismo europeo*, cit., p. 63.

<sup>362</sup> *Ibid.*, p. 67.

<sup>363</sup> Se le encomendaban al Banco Mundial objetivos (a largo plazo) de desarrollo económico y de erradicación de la pobreza, a través de la financiación de los Estados y de las iniciativas privadas, cuando la financiación privada no estuviera disponible en términos razonables. «IBRD Articles of Agreement: Article I», disponible en línea: <https://www.worldbank.org/en/about/articles-of-agreement/ibrd-articles-of-agreement/article-I> (últ. consulta: 1.9.2023). Cfr. asimismo, S. BABB, A. KENTIKELIS, «International Financial Institutions as Agents of Neoliberalism», cit., p. 17.

<sup>364</sup> S. BABB, A. KENTIKELIS, «International Financial Institutions as Agents of Neoliberalism», cit., p. 17 (trad. propia).

<sup>365</sup> R.M. LASTRA, *International Financial and Monetary Law*, cit., pp. 3-12.

1971 —la decisión del Presidente estadounidense Richard Nixon de suspender la convertibilidad de los dólares en oro—, el sistema monetario internacional giraría en torno a un régimen cambiario fluctuante, estableciéndose el valor de las divisas según las «leyes» del mercado (la oferta y la demanda)<sup>366</sup>; en otras palabras, un modelo completamente fiduciario, basado en la confianza de los agentes económicos respecto del valor efectivo de la divisa en un momento determinado, condicionado a su vez por el poder (o la credibilidad) del banco central de respaldarlo<sup>367</sup>.

No obstante, lo que interesa destacar es que tal cambio de paradigma llevó asimismo a una caída generalizada de las barreras nacionales impuestas tradicionalmente a los flujos de capitales; acontecimiento celebrado por algunos economistas (neoliberales) de la época, al facilitarse con ello la consecución de lo que debía considerarse el «objetivo económico más básico» de un «sociedad libre»: «the achievement and maintenance of a free and prosperous world community engaging in unrestricted multilateral trade»<sup>368</sup>. En otras palabras, se pone de manifiesto la existencia de un nexo intrínseco entre los movimientos de capitales, el régimen cambiario y la política monetaria.

La plena comprensión de tal vinculación (el denominado «trilema económico internacional»<sup>369</sup>) está condicionada, sin embargo, a la aclaración previa de los siguientes interrogantes básicos: ¿por qué se producen desequilibrios comerciales (déficit o superávit) en un área económica capitalista?; ¿cuál ha sido el mecanismo tradicional de ajuste de dichos desequilibrios, tanto a nivel estatal como internacional? Por último, ¿qué efectos produce la concreta configuración del sistema de cambios (fijo o fiduciario) sobre el resto de los componentes del llamado «trilema económico internacional»?

---

<sup>366</sup> El abandono formal del sistema de paridades fijas (pero ajustables) se declaró en una reunión del FMI, celebrada en Kingston, Jamaica, en enero de 1976. M.W. KLEIN, J.C. SHAMBAUGH, *Exchange rate regimes in the modern era*, MIT press, Massachusetts, 2012, p. 210, n. 8.

<sup>367</sup> M.J. ARJONA SÁNCHEZ, *El euro, entre la nostalgia postmoderna al oro y un supra-federalismo europeo. cit., passim.*

<sup>368</sup> M. FRIEDMAN, «The Case for Flexible Exchange- Rates», en *Idem, Essays in Positive Economics* University of Chicago Press, Chicago, 1953, p. 157.

<sup>369</sup> M.K. BRUNNERMEIER, H. JAMES, J.-P. LANDAU, *The Euro and the Battle of Ideas, cit.*, p. 75.

La primera pregunta se vincula al funcionamiento básico de una economía de mercado, en la cual —especialmente desde la consolidación del capitalismo industrial<sup>370</sup>— se produce una reversión de los ciclos (micro)económicos<sup>371</sup>. En concreto, se debe tener en cuenta que la comercialización de los bienes y servicios exige la realización de una secuencia de operaciones de producción y distribución que requieren, para su efectivo desarrollo, una suficiente provisión de fondos que cubra tales necesidades económicas; siendo fundamental que la financiación se encuentre disponible previamente a la obtención del rendimiento final previsto (esto es, liquidez). En otras palabras, sin que sea necesario «esperar al ahorro para completar una actividad [...] adelantaremos nuestros futuros excedentes (ganancias) para hacer frente a nuestros presentes déficits. La rueda —por decirlo así— nunca se para, solo se acelera o se frena»<sup>372</sup>.

Dicha tendencia intrínseca del sistema capitalista al desequilibrio (superávit o déficit) se proyecta también sobre áreas geográficas determinadas. Es ilustrativa, al respecto, la explicación propuesta por Miguel Arjona Sánchez:

«Si esto [la tendencia al desequilibrio] lo plasmamos en un área concreta (un bloque comercial), nos encontraremos con que en función del balance final de la producción de bienes y servicios, existirán territorios con unos balances comerciales positivos, en la misma proporción en la que otros los tienen negativos. [...] Estos desequilibrios deben de ser “reciclados” para evitar su transformación en una crisis de producción y/o consumo, puesto que el capital tenderá a concentrarse en el área con mayor valor económico. Si esos dos territorios comparten la misma moneda o bien sus monedas está vinculadas mediante un tipo de cambio fijo, se necesita generar algún tipo particular de [corrección de] los flujos financieros, que garantice [...] el sistema productivo y de consumo»<sup>373</sup>.

---

<sup>370</sup> En términos históricos, tal consolidación se situaría en los años sesenta del siglo XIX: época de espectacular crecimiento económico de las naciones occidentales, acompañada de la publicación de la obra crítica más conocida del capitalismo (Karl Marx, *Das Kapital*, 1867). En palabras de Eric Hobsbawm, se trataría nada menos que de una época de «triunfo global del capitalismo»: «[i]t was the triumph of a society which believed that economic growth rested on competitive private enterprise, on success in buying everything in the cheapest market (including labour) and selling in the dearest [...] in brief a world of continuous and accelerating material and moral progress». E. HOBBSAWM, *Age of Capital: 1848-1875*, cit., «Introducción» (e-book).

<sup>371</sup> M.J. ARJONA SÁNCHEZ, *El euro, entre la nostalgia postmoderna al oro y un supra-federalismo europeo*. cit., pp. 27 y ss.

<sup>372</sup> *Ibid.*, p. 28.

<sup>373</sup> *Ibid.*, p. 29.



En el ámbito estatal, el mecanismo de corrección de los desequilibrios reside en la política fiscal, concretamente en el principio de solidaridad territorial, que asegura una redistribución del producto nacional desde las regiones más ricas hacia los territorios menos desarrollados en términos económicos<sup>374</sup>. Por contraste, el ámbito internacional carece de los mecanismos estatales clásicos destinados a garantizar la solidaridad entre los territorios. En su lugar, el sistema cambiario internacional (la «cara externa» de la moneda) vendría a ocupar un lugar central en el ajuste de los desequilibrios comerciales. Merece la pena reflexionar brevemente sobre la evolución del sistema monetario internacional y la concreta función del banco central en cada uno de los regímenes cambiarios (patrón oro, patrón dólar-olor, tipo de cambio fluctuante).

En el sistema del patrón oro, el mecanismo de ajuste de los desequilibrios comerciales a nivel internacional vendría configurado por el libre mercado; en particular, asumiéndose una vocación «autopoyética»<sup>375</sup> de este espacio vital de interacción económica, garantizada precisamente por el anclaje de las distintas divisas al oro y, por consiguiente, de las monedas entre ellas mismas. Ahora bien, a nadie se le escapa un interrogante ineludible —sin duda, irremediabilmente abstracto— en el presente hilo argumentativo: ¿de dónde irradia tal fuerza estabilizadora del oro?

---

<sup>374</sup> Por ejemplo, el art. 2 de la Constitución Española (CE) dispone que «[L]a Constitución se fundamenta en la indisoluble unidad de la Nación española, [...] y reconoce y garantiza el derecho a la autonomía de las nacionalidades y regiones que la integran y la solidaridad entre todas ellas». Proyecciones concretas del principio de solidaridad territorial se encuentran, entre otros, en los artículos 138 CE (deber del Estado de garantizar un equilibrio económico entre las diversas partes del territorio español) o 158 CE (en referencia al Fondo de Compensación Interterritorial, a través del cual se financian las inversiones hacia las Comunidades Autónomas menos favorecidas). Superando un mero alcance económico, y según la doctrina del Tribunal Constitucional, «[e]l principio de solidaridad prohíbe a las Comunidades Autónomas en el ejercicio de sus competencias perjudicar o perturbar la utilidad general, obligándoles antes bien a tener en cuenta la comunidad de intereses que las vincula entre sí que no puede resultar disgregada o menoscabada a consecuencia de una gestión insolidaria de los propios intereses» (STC 64/1990, de 5 de abril, FJ 7).

<sup>375</sup> M.J. ARJONA SÁNCHEZ, *El euro, entre la nostalgia postmoderna al oro y un supra-federalismo europeo*. *cit.*, pp. 36 y ss. En las ciencias sociales, la autopoyesis se refiere a la capacidad de un sistema de automantenerse y autoreproducirse según su propia lógica. En términos luhmannianos, define el carácter autónomo y autosuficiente de un subsistema social (p. ej., el derecho, la economía). Los subsistemas generan sus lógicas particulares en virtud de oposiciones binarias denominadas «códigos» (p. ej., legal-ilegal) que no pueden aplicarse a subsistemas distintos. C. CALHOUN (dir.), *Dictionary of the Social Sciences*, Oxford University Press, Oxford, 2002, pp. 26-27.

A fin de perfilar una de las ficciones más significativas del Derecho Público (el metal áurico como soporte fiduciario del orden monetario internacional), Peter Bernstein nos ofrece un leguaje revelador, definiendo su «belleza inextinguible» por la inercia química, la sorprendente densidad y la ductilidad:

«As gold's unquenchable beauty shines like the sun, people have turned to it to protect themselves against the darkness ahead. [...] Gold's most mysterious incongruity is within the metal itself. It is so malleable that you can shape it in any way you wish; [...] [G]old is imperishable. You can do anything you want with it and to it, but you cannot make it disappear. [...] Every piece of gold reflects the same qualities. [...] Despite the complex obsessions it has created, gold is wonderfully simple in its essence. Its chemical symbol AU derives from aurora, which means 'shining dawn' but despite the glamorous suggestion of AU, gold is chemically inert. That explains why its radiance is forever. The density of gold means that even very small amounts can function as money of large denominations. [...] Stubborn resistance to oxidation, unusual density, and ready malleability – these simple natural attributes explain all there is to the romance of gold»<sup>376</sup>.

Sin embargo, la función que este metal descubriría en el comercio internacional contrasta, por su relevancia, con su simpleza intrínseca. Partiendo de la premisa de que, en el paradigma del patrón oro, los bancos centrales de cada Estado participante en el tráfico económico estarían preparados para cambiar sus monedas por oro (en función de la paridad predefinida por ley nacional), la concreta gestión de los *shocks* asimétricos se llevaría a cabo según un modelo automático denominado «de flujo precio-especie», teorizado por primera vez por el filósofo escocés David Hume en 1752<sup>377</sup>.

De manera simplificada, en un sistema monetario internacional con respaldo en el oro, los desequilibrios comerciales se ajustarían de manera natural por medio de la inflación o la deflación, respectivamente<sup>378</sup>. La justificación residiría en la presunción de un flujo orgánico del metal áureo hacia los países excedentarios (por tratarse de áreas de mayor riqueza) y, a la inversa, su salida del territorio de los

---

<sup>376</sup> P.L. BERNSTEIN, *The Power of Gold: The History of an Obsession*, John Wiley & Sons, New York, 2004, pp. 7-8.

<sup>377</sup> M.K. BRUNNERMEIER, H. JAMES, J.-P. LANDAU, *The Euro and the Battle of Ideas*, *cit.*, p. 76. Una explicación ilustrativa de este mecanismo se puede encontrar en M.J. ARJONA SÁNCHEZ, *El euro, entre la nostalgia postmoderna al oro y un supra-federalismo europeo*, *cit.*, esp. pp. 35 y ss.

<sup>378</sup> M.J. ARJONA SÁNCHEZ, *El euro, entre la nostalgia postmoderna al oro y un supra-federalismo europeo*, *cit.*, p. 35.

Estados deficitarios<sup>379</sup>. En el primero de los casos, siempre que los bancos centrales de los países con superávit no esterilizaran las entradas de oro (es decir, siempre que no se altere la demanda interna de dinero), se ejercería una presión al alza hacia los precios (inflación) y la consiguiente salida del oro hacia los países con déficit comercial (a través de las importaciones en el Estado con superávit). En el segundo de los casos (salida del oro), se produciría, en cambio, una modulación a la baja de los precios (deflación), adquiriéndose una ventaja competitiva en el comercio internacional respecto de los Estados con superávit (estimulándose los exportes desde el Estado deficitario). Merece la pena transcribir el razonamiento expuesto por David Hume en su versión textual (describiendo, primero, la operación de estabilización del déficit y segundo, del superávit):

«[Nations ignorant of the nature of commerce] do not consider [...] that the more is exported of any commodity, the more will be raised at home, of which they themselves will always have the first offer. [...] [W]ith regard to money, [...] there still prevails [...] a fear, that all their gold and silver may be leaving them.

[...] Suppose four-fifths of all the money in GREAT BRITAIN to be annihilated in one night, [...] what would be the consequence? Must not the price of all labour and commodities sink in proportion, and every thing be sold [...] cheap? [...] What nation could then dispute with us in any foreign market, or pretend to navigate or to sell manufactures at the same price, which to us would afford sufficient profit? In how little time, therefore, must this bring back the money which we had lost, and raise us to the level of all the neighbouring nations? Where, after we have arrived, we immediately lose the advantage of the cheapness of labour and commodities; and the farther flowing in of money is stopped [...].

Again, suppose, that all the money of GREAT BRITAIN were multiplied fivefold in a night, must not the contrary effect follow? Must not all labour and commodities rise to such an exorbitant height, that no neighbouring nations could afford to buy from us; while their commodities, on the other hand, became comparatively so cheap, that, in spite of all the laws which could be formed, they would be run in upon us, and our money flow out; till we fall to a level with foreigners, and lose that great superiority of riches, which had laid us under such disadvantages?»<sup>380</sup>.

---

<sup>379</sup> M.K. BRUNNERMEIER, H. JAMES, J.-P. LANDAU, *The Euro and the Battle of Ideas*, cit., p. 76.

<sup>380</sup> D. HUME, *Of the Balance of Trade*, 1752. Fragmento disponible en línea: <http://la.utexas.edu/users/hcleaver/368/368HumeTradetable.pdf> (últ. consulta: 1.9.2023), pp. 1-2. Este modelo se sustenta en la teoría cuantitativa del dinero, que defiende una relación causal entre el dinero y los precios. La premisa es que, *ceteris paribus*, los precios varían directamente con la cantidad de dinero en circulación. Sobre el contexto histórico en el cual se ha originado tal teoría (el siglo XV, al producirse una inflación generalizada en el territorio europeo por las nuevas reservas de oro transportadas desde el «Nuevo Mundo»): J.K. GALBRAITH, *Money: Whence it came, where it went*, Houghton Mifflin, Massachusetts, 1975, p. 11.

Sin embargo, tras el tumultuoso período histórico de entreguerras y la finalización de la Segunda Guerra Mundial, los Estados Unidos adquirirían un lugar central en la arquitectura monetaria internacional, al consolidarse como la «única nación acreedora del mundo» (dada la destrucción generalizada de las reservas de oro y, en definitiva, de los recursos y medios de producción de las economías europeas)<sup>381</sup>. En el mismo sentido, el anclaje directo de las divisas al oro estaba limitando la inercia expansiva del sistema capitalista, impulsada ahora con incrementada fuerza desde el territorio norteamericano hacia Europa. En efecto, el nuevo paradigma permitía superar las limitaciones del metal áurico —incapaz de multiplicarse en cantidad más allá de sus contornos orgánicos— y descubrir un «lubricante»<sup>382</sup> más potente para el sostenimiento y la expansión del comercio internacional: la financiación de los déficits a través de los créditos concedidos por los países excedentarios a los Estados deficitarios<sup>383</sup>.

Por lo tanto, la implementación del patrón dólar-oro se vincula necesariamente a la prevalencia del crédito como herramienta primordial de transferencia de la riqueza en el mercado global, a su vez unida a los condicionantes materiales y geopolíticos de posguerra, que consolidaron a los Estados Unidos como centro de gravedad en el «orden» mundial. Asimismo, conviene recordar que los líderes de Bretton Woods (sobre todo, el representante estadounidense Harry Dexter White, y el británico John Maynard Keynes) coincidían acerca de las lecciones aprendidas durante la Gran Depresión<sup>384</sup>: tanto en la teoría como en la práctica, el sistema de ajuste basado en el «flujo precio-especie» había demostrado su insostenibilidad. De manera que los «Estados excedentarios [debían] hacer su parte»<sup>385</sup> (esto es, invertir en los Estados deficitarios); todo ello, sobre la base de un

---

<sup>381</sup> M.J. ARJONA SÁNCHEZ, *El euro, entre la nostalgia postmoderna al oro y un supra-federalismo europeo*, cit., p. 57.

<sup>382</sup> P.A. SAMUELSON, W.D. NORDHAUS, *op. cit.*, pp. 104.

<sup>383</sup> M.K. BRUNNERMEIER, H. JAMES, J.-P. LANDAU, *The Euro and the Battle of Ideas*, cit., p. 77.

<sup>384</sup> El 29 de octubre de 1929 se produjo el colapso del mercado de valores en los Estados Unidos. Como consecuencia de la gran recesión, el comercio internacional se vio profundamente reducido. Por otro lado, el rol de la Gran Depresión como combustible para las ideologías de extrema derecha en Europa es un hecho bien conocido.

<sup>385</sup> M.K. BRUNNERMEIER, H. JAMES, J.-P. LANDAU, *The Euro and the Battle of Ideas*, cit., p. 74.

régimen cambiario internacional que garantizase, a la vez, la estabilidad de las transacciones comerciales y el dinamismo requerido por un sistema de acumulación de capital, en continua necesidad de ampliar su espacio geográfico (mediante la apertura de nuevos mercados).

Ciertamente, el patrón dólar-oro respondería simultáneamente a las exigencias mencionadas. No obstante, el «talón de Aquiles» de la nueva arquitectura monetaria residiría precisamente en la carencia de límites orgánicos del crédito (a diferencia del oro) y, por ende, en su esencial vocación especulativa. En este sentido, la amplia discrecionalidad que el diseño de Bretton Woods otorgaba a los Estados en materia de restricciones a los movimientos internacionales no comerciales de capital supuso una garantía frente a las actividades especulativas, al considerarse estas una amenaza para la propia reproducción del sistema capitalista a nivel global<sup>386</sup>.

En resumidas cuentas, a nivel prescriptivo, un sistema de cambios fijos favorecería la estabilidad del comercio bilateral y multilateral — y muy especialmente las inversiones a largo plazo desde los Estados excedentarios hacia los deficitarios; como contrabalanza, las potencialidades especulativas de la economía de mercado quedarían limitadas a través de la discrecionalidad soberana en materia de control de los flujos internacionales de capital<sup>387</sup>. Lo cierto es que, al proporcionar un ancla nominal para la economía nacional, el patrón dólar-oro mantendría un significado adicional para la función del banco central. En efecto, la mera existencia del tipo fijo de cambio desvela preeminentemente la «cara externa» del banco central, en tanto en cuanto su función primordial residiría, en este caso, en garantizar el valor de la moneda nacional, «anclada» externamente al precio del dólar (a su vez, vinculado al oro)<sup>388</sup>.

---

<sup>386</sup> M.J. ARJONA SÁNCHEZ, *El euro, entre la nostalgia postmoderna al oro y un supra-federalismo europeo. cit.*, p. 247. En igual sentido, véase M.K. BRUNNERMEIER, H. JAMES, J.-P. LANDAU, *The Euro and the Battle of Ideas, cit.*, p. 77. Según M.J. ARJONA SÁNCHEZ, una segunda garantía habría consistido en la consolidación de la Unión Europea como área económica auxiliar del dólar, que — junto a Japón — funcionaría como «operador anticíclico» (generador de demanda) en el caso de recesiones económicas en los Estados Unidos.

<sup>387</sup> M.W. KLEIN, J.C. SHAMBAUGH, *op. cit.*, p. 8.

<sup>388</sup> *Ibid.*, p. 16.

En otras palabras, el sistema de cambios fijos presentaría un efecto disciplinario para el banco central, ya que la referencia nominal (externa) limitaría las posibilidades materiales de expansión cuantitativa del dinero, reduciéndose la discrecionalidad del órgano e incluso, potencialmente, el nivel de inflación. Ciertamente, el anclaje de la economía del Estado al precio de otra divisa estable (o directamente al metal áurico) ejercería una fuerza moderadora sobre las expectativas de inflación de los agentes económicos y, por extensión, sobre el propio nivel de inflación<sup>389</sup>. De manera que, en el sistema de Bretton Woods, la credibilidad de las políticas monetarias del banco central dependía directamente de su capacidad para frenar las crisis cambiarias de la economía nacional<sup>390</sup>, probando públicamente su nivel de compromiso respecto del ancla nominal (dado el conocimiento generalizado de los actores económicos de la paridad esperada de la moneda)<sup>391</sup>.

Por último, la decisión política del Presidente estadounidense Nixon de abandonar el régimen cambiario fijo abrió, a nivel internacional, el camino a la libre fluctuación de las monedas; de modo que la apreciación o depreciación de aquéllas pasarían a depender del criterio espontáneo del mercado de divisas: si la demanda de la moneda es alta, su valor aumentará (inversamente, si la demanda es baja, el precio de la moneda bajará). Ciertamente, en un modelo de fluctuación cambiaria pura, el valor de la moneda nacional se establece directamente en el mercado, sin intervención de los bancos centrales o de los gobiernos: el tipo de cambio de cada

---

<sup>389</sup> *Ibid.*, pp. 165-166. Sin embargo, es evidente que las bases del sistema del patrón dólar-oro eran asimétricas, al configurarse los Estados Unidos como país «central» con plena discrecionalidad para fijar el precio de su moneda respecto al oro, mientras que el resto de los participantes debían dirigir sus políticas al mantenimiento de la vinculación establecida. *Ibid.*, p. 210, n. 5.

<sup>390</sup> Una crisis cambiaria implica que «las reservas de divisas [del banco central] están cayendo rápidamente, o que se están manteniendo solo con un nivel de endeudamiento exterior que conlleva dificultades para obtener más préstamos. Una crisis cambiaria puede corregirse a través de la mejora la balanza de pagos por cuenta corriente (es decir, mediante las exportaciones), a través de una consolidación fiscal o, por fin, a través de una devaluación» (i.e., «una bajada temporal, oficialmente anunciada, del valor de la moneda nacional en relación con las monedas extranjeras; la devaluación hace que las exportaciones sean más baratas en el extranjero en términos de moneda extranjera, y que las importaciones sean más caras en el país en términos de moneda nacional, por lo que tiende a mejorar la balanza comercial, pero a costa de aumentar los precios de las importaciones»). N. HASHIMZADE, G. MYLES, J. BLACK, «Balance-of-payments crisis»; «Devaluation», en *Idem*, *A Dictionary of Economics*, cit.

<sup>391</sup> M.W. KLEIN, J.C. SHAMBAUGH, *op. cit.*, p. 19.

moneda será el que los agentes privados (especuladores) creen que debería ser<sup>392</sup>. Es evidente, en este sentido, que la volatilidad de los tipos de cambios supone un riesgo primordial para las economías basadas en un «sistema» de cambio flexible<sup>393</sup>. De ahí que, en la actualidad —y con el fin de estabilizar la volatilidad de las monedas— la mayoría de los Estados ejerzan un grado mínimo de intervención oficial en el mercado de divisas<sup>394</sup>.

Lo anterior nos lleva a reflexionar sobre un segundo subtipo de cambio flotante, esta vez, «controlado». Por un lado, las autoridades monetarias intervienen en el mercado con el fin de estabilizar las fluctuaciones de las divisas, comprando la moneda del Estado correspondiente cuando su precio podría bajar o vendiéndola cuando su precio podría subir<sup>395</sup>. En cuanto a los efectos de tales acciones sobre la oferta interna de dinero, se distinguen dos formas de intervención del banco central en el mercado de divisas: «esterilizada», lo que significa que, al comprar divisas, vende otros valores a fin de mantener constante la oferta nacional de dinero; o «no esterilizada», permitiendo que la oferta interna se vea alterada<sup>396</sup>.

Por otro lado, el gobierno también puede influir en el tipo de cambio a través de las distintas medidas de política macroeconómica. En este sentido, la concreta regulación de los movimientos de capitales adquiere especial relevancia: una mayor apertura de la balanza comercial del Estado (esto es, un nivel aumentado de liberalización del mercado financiero) incrementaría las inversiones extranjeras de

---

<sup>392</sup> N. HASHIMZADE, G. MYLES, J. BLACK, «Pure floating exchange rate», en *Idem, A Dictionary of Economics, cit.*

<sup>393</sup> Centrándonos en el territorio de la UE, las objeciones presentadas por Francia en dos momentos históricos del proceso de integración europea versaban precisamente sobre la insostenibilidad de un sistema cambiario fluctuante, a la luz de su excesiva volatilidad. En la primera, en los años sesenta, Charles De Gaulle abogó por la vuelta al patrón oro puro frente a una Alemania que estaba consolidando su posición de Estado excedentario en la Comunidad Económica Europea. La segunda, por parte de Jaques Delors, en el contexto del llamado «Consenso de Washington» (los años ochenta), tras la caída del régimen de Bretton Woods. M.K. BRUNNERMEIER, H. JAMES, J.-P. LANDAU, *The Euro and the Battle of Ideas, cit.*, p. 76.

<sup>394</sup> N. HASHIMZADE, G. MYLES, J. BLACK, «Pure floating exchange rate», en *Idem, A Dictionary of Economics, cit.*

<sup>395</sup> *Ibid.*, «Managed floating exchange rate», en *Idem, A Dictionary of Economics, cit.*

<sup>396</sup> *Ibid.*, «Intervention in foreign exchange markets». Otro método a través del cual el banco central interviene en el tipo de cambio consiste en el tipo de interés, concretamente el incremento de este último.

capital y, con ello, el valor de la moneda nacional (dada la mejora de la balanza comercial del Estado deficitario). Sin embargo, se debe tener presente que las inversiones a corto plazo contienen un notorio riesgo de huida de capital en circunstancias de *shocks* económicos en el Estado receptor (*capital flight*), retroalimentando, de esta forma, la inestabilidad económica del país. En consecuencia, los controles «selectivos» de los movimientos de capital se han configurado —especialmente en los países en desarrollo— como instrumentos macroeconómicos esenciales a fin de desplazar las inversiones a corto plazo por los flujos financieros más estables, a largo plazo (por ejemplo, favoreciendo, a través de la regulación, las inversiones extranjeras directas, o «penalizando» a través del poder fiscal la salida temprana del país del capital extranjero)<sup>397</sup>.

En esencia, las consideraciones anteriores sacan a luz distintos ángulos de un mismo «trilema» económico: el régimen cambiario, la función del banco central y el nivel de liberalización del mercado de capitales; todos ellos, como se ha visto, intrínsecamente vinculados. El «trilema económico internacional» define, en términos abstractos, la imposibilidad del Estado de implementar, simultáneamente, un régimen cambiario fijo, una política monetaria autónoma y liberalizar, a la vez, su mercado de capitales<sup>398</sup>. Lo cierto es que, a pesar de las distintas objeciones referidas a la validez empírica del «trilema», su utilidad analítica es innegable, ya que permite observar las distintas configuraciones del sistema cambiario a lo largo de la historia moderna y reflexionar sobre sus consecuencias sobre los otros dos componentes<sup>399</sup>.

---

<sup>397</sup> M. AYHAN KOSE, E. PRASAD, «Capital Accounts: Liberalize or Not?», *IMF Finance & Development*, 24.2.2020. Disponible en línea: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/basics/capital.htm> (últ. consulta: 1.9.2023). La relevancia de las inversiones extranjeras directas quedó plasmada recientemente en el «Consenso de Monterrey», reconociéndose que «las corrientes internacionales de capitales privados, en particular las de inversiones extranjeras directas, así como la estabilidad financiera internacional, constituyen un complemento fundamental de las actividades nacionales e internacionales de desarrollo. Las inversiones extranjeras directas contribuyen a financiar el crecimiento económico sostenido a largo plazo». NACIONES UNIDAS, Documento final de la Conferencia Internacional sobre la Financiación para el Desarrollo, A/CONF.191/11, Monterrey, marzo de 2002, punto 20.

<sup>398</sup> M.K. BRUNNERMEIER, H. JAMES, J.-P. LANDAU, *The Euro and the Battle of Ideas*, *cit.*, p. 75.

<sup>399</sup> M.W. KLEIN, J.C. SHAMBAUGH, *op. cit.*, p. 26. Para un análisis exhaustivo de las bases teóricas y empíricas del trilema, cfr. *Ibid.*, esp. pp. 133-145.



Hasta aquí se ha ofrecido una explicación detallada de la función que el tipo de cambio ejerce en la economía internacional, demostrando asimismo su intrínseca relación con la política fiscal del Estado y con la política monetaria del banco central. Sobre todo, lo que conviene retener por el momento se refiere al hecho de que la creación de la UM supuso para sus Estados miembros la renuncia al tipo de cambio como instrumento de la política macroeconómica nacional. En consecuencia, la creación de la UEM afectó directamente la capacidad de los Estados miembros de la eurozona de (re)posicionarse en el comercio internacional según las necesidades de sus balanzas de pago y según los criterios internos de oportunidad coyuntural. Además, los responsables políticos de la entonces Comunidad Europea no introdujeron mecanismos compensatorios para garantizar la sostenibilidad a largo plazo del euro y de las economías de los Estados participantes. Se observa ahora con mayor claridad el «pecado original» de la UEM.

## **2.2. El «pecado original» de la UEM...**

Ciertamente, al adherirse a la eurozona, los Estados miembros cedieron a la Unión el ejercicio del poder monetario; sobre todo, en lo que aquí interesa, el poder de utilizar los movimientos cambiarios para hacer frente a las perturbaciones económicas exógenas. Asimismo, recordemos que la UEM careció desde el origen de instrumentos centralizados que permitieran la realización de transferencias fiscales desde las áreas comerciales con superávit hacia las zonas deficitarias, esto es, no se estableció un Ministerio de Hacienda europeo que recaudara los ingresos y distribuyera los gastos a nivel transnacional<sup>400</sup>. Las consecuencias de esta carencia quedaron profundamente intensificadas por el rechazo de los países con superávit y de sus ciudadanos de «hacer su parte» en lo que a la sostenibilidad del euro corresponde, transfiriendo fondos incondicionales hacia los Estados deficitarios<sup>401</sup>.

---

<sup>400</sup> Más en detalle sobre cómo suplir las carencias de una OCA desde una perspectiva económica, cfr. M. MOLTÓ CALVO, «Capítulo 13: Unión económica y monetaria: concepto, evolución histórica y desafíos de la gobernanza económica en la Unión Europea», *cit.*, p. 84; M.K. BRUNNERMEIER, H. JAMES, J.-P. LANDAU, *The Euro and the Battle of Ideas*, *cit.*, esp. pp. 101-112.

<sup>401</sup> Esta es una de las tesis centrales de M.J. ARJONA SÁNCHEZ, *El euro, entre la nostalgia postmoderna al oro y un supra-federalismo europeo*. *cit.*

En efecto, la resistencia ontológica hacia la transferencia transnacional de capitales se configura como componente constitutivo de la UEM y responde a la necesidad vital internalizada por los Estados con superávit (primordialmente Alemania) de evitar el llamado «moral hazard». Al contrario, según los Tratados, la responsabilidad del déficit se atribuye exclusivamente al comportamiento derrochador del Estado<sup>402</sup>. En otras palabras, he aquí la razón de ser del artículo 125 del TFUE, que positiviza en el Derecho primario la cláusula de no corresponsabilidad financiera (*no bail-out*).

El término de «moral hazard» hace referencia al descuido generalizado de la parte beneficiaria en un contrato de seguros, debido precisamente al hecho de que su bien se encuentra económica y jurídicamente garantizado. Por lo tanto, las consecuencias negativas del potencial descuido del titular del seguro no impactarían su patrimonio, independientemente del nivel de diligencia empleado. Más allá de las evidentes connotaciones morales ligadas a la visión esencialmente cortoplacista y la culpabilidad directa del beneficiario, en términos estrictamente económicos, el riesgo moral se define como

«[u]na observación sobre el hecho de que un contrato que promete un pago en el caso de que se produzcan determinados acontecimientos provocará un cambio en el comportamiento de la parte asegurada, haciendo que estos acontecimientos sean más probables. Por ejemplo, el riesgo moral sugiere que, si las propiedades inmobiliarias tuvieran un seguro a todo riesgo, sus propietarios actuarían con menos diligencia que en el caso de que no tuvieran tal seguro»<sup>403</sup>.

Con vistas a lo anterior, y volviendo al caso de la UEM como laboratorio político-constitucional, la situación de los Estados miembros del euro se resumiría de la siguiente manera: éstos no solo perdieron la potestad de fijar el tipo de cambio y regular así los desequilibrios de sus balanzas de pagos. Renunciaron, además —o quizás, sobre todo— a su capacidad efectiva para mantener autónomamente la consideración externa de sus títulos soberanos como «safe assets», al asumir la responsabilidad individual en la gestión de las consecuencias negativas que se derivarían de un bien común (el euro). En este sentido, el artículo 125 del TFUE

---

<sup>402</sup> Sobre la cosmovisión económica alemana basada en la responsabilidad individual, derivada a su vez de los postulados ordoliberales, véase *infra* Capítulo...

<sup>403</sup> N. HASHIMZADE, G. MYLES, J. BLACK, «Moral hazard», en *Idem, A Dictionary of Economics*, Oxford University Press, Oxford, 2017, trad. propia.

supuso asimismo un aviso fundacional para todo Estado (deficitario) que se «descuidara» presupuestariamente: en lugar de transferencia transnacionales de capitales desde las áreas con superávit, toda crisis llevaría antes a la quiebra soberana.

Se observa que el pecado original de la UEM engloba distintas facetas que en la superficie son autónomas, pero, en sustancia, se retroalimentan, incrementando los riesgos intrínsecos de un área monetaria única. A continuación, conviene delimitarlas con mayor precisión sobre la siguiente secuencia lógica. Partiendo de una explicación básica de la deuda soberana como «safe asset» y su función de «seguro a todo riesgo» en el mercado internacional<sup>404</sup>, se revelará la paradoja del *no bail-out clause*: la asunción individual de riesgos (comerciales y financieros) relacionados con acontecimientos que superan desde el origen el ámbito de actuación fiscal del Estado. Además, se demostrará que los Estados miembros se comprometieron a gestionar estos riesgos con capacidades de emisión de deuda voluntariamente amputadas (recuérdese aquí el principio constitucional de la disciplina presupuestaria).

En efecto, desde los tiempos del Estado absolutista, la deuda soberana ha venido cumpliendo dos funciones primordiales. La primera, genérica, responde a la razón de ser de todo título de deuda, esto es, incrementar el capital disponible y aportar liquidez suficiente para hacer frente a las obligaciones de pago a corto y medio plazo. En cambio, la segunda se refiere exclusivamente a los contornos característicos de los títulos de deuda soberana, y más concretamente a la consideración de aquellos como un seguro de pago frente a los respectivos acreedores<sup>405</sup>. En otras palabras, la deuda estatal cuenta con una presunción de ejercer de «safe asset» en el mercado internacional.

Además, dicha presunción supera la finalidad estricta de un activo exento de riesgo (o que presenta riesgos infinitamente reducidos respecto a otros). Por el contrario, la deuda soberana se conforma en sí misma como un bien con valor

---

<sup>404</sup> Las páginas que siguen se fundamentan teóricamente en la obra de M.K. BRUNNERMEIER, H. JAMES, J.-P. LANDAU, *The Euro and the Battle of Ideas*, cit.

<sup>405</sup> M.K. BRUNNERMEIER, H. JAMES, J.-P. LANDAU, *The Euro and the Battle of Ideas*, cit., p. 98.

intrínseco, debido a su capacidad de depositar el valor a lo largo del tiempo<sup>406</sup>. Esta característica peculiar de la deuda soberana se explica por la excepcionalidad y la gravedad de una situación de quiebra del Estado, teniendo en cuenta que el territorio nacional es la única zona monetaria sobre la cual el poder público tiene reconocida la capacidad ilimitada de crear y recaudar impuestos para hacer frente a sus obligaciones de pago, sean estas internas (i.e., frente a los ciudadanos y empresas residentes en el territorio nacional) sean externas (i.e., hacia los acreedores internacionales)<sup>407</sup>.

En el Derecho Internacional vigente, la declaración de la quiebra soberana se produce mediante el inicio de un proceso de reestructuración de la deuda estatal<sup>408</sup>. Este supone esencialmente una renegociación ordenada de las obligaciones crediticias del Estado, y de ella se derivan cargas exorbitantes no solo para el soberano en cuestión (sobre todo, la disminución considerable o incluso pérdida de la autonomía política), sino también para sus acreedores (en este caso, pérdidas económicas que afectan asimismo la esfera de protección del derecho de propiedad)<sup>409</sup>. La quiebra soberana mediante la reestructuración de la deuda se

---

<sup>406</sup> Por ejemplo, el oro y el dinero de reserva del banco central tienen semejante atribución de «bienes seguros». M.K. BRUNNERMEIER, H. JAMES, J.-P. LANDAU, *The Euro and the Battle of Ideas*, cit., p. 224.

<sup>407</sup> Es evidente que la referencia a una capacidad «ilimitada» del Estado para aumentar los impuestos mantiene aquí un sentido exclusivamente económico, ya que no advierte sobre los límites político-constitucionales de un incremento desmesurado de la carga fiscal de los ciudadanos (en tiempos de política «ordinaria», la minoría; en tiempos excepcionales, incluso la revolución). Recuérdese, en este sentido, el lema que está en la base de todo Estado constitucional: *no taxation without representation*.

<sup>408</sup> Véase, en este sentido, ASAMBLEA GENERAL DE LAS NACIONES UNIDAS, Resolución de 10 de septiembre de 2015 sobre los Principios Básicos de los Procesos de Reestructuración de la Deuda Soberana, A/RES/69/319. Disponible en línea: <https://documents-dds-ny.un.org/doc/UNDOC/GEN/N15/277/85/PDF/N1527785.pdf?OpenElement> (últ. consulta: 1.9.2023).

<sup>409</sup> Al respecto, la jurisprudencia del Tribunal Europeo de los Derechos Humanos en la materia señala que los acreedores privados de los Estados (tenedores de bonos soberanos) tienen un deber añadido respecto de otros titulares del derecho de propiedad, en virtud de la propia actividad económica que realizan. Haciendo referencia expresa al deber cualificado de los distintos operadores en el mercado económico, el TEDH recordó que la inversión en la compra de bonos soberanos no es una actividad exenta de riesgos. Y eso porque entre el momento de emisión de un valor de este tipo y su vencimiento, existe —en principio— un período de tiempo bastante largo durante el cual se producen acontecimientos imprevisibles que pueden tener el efecto de reducir considerablemente la solvencia del emisor, incluso si se tratara de un Estado, y causar así una pérdida financiera subsiguiente para el acreedor. El Tribunal entiende que, especialmente en momentos de crisis económica, los inversores deben ser conscientes de la situación económica altamente inestable que determina la fluctuación del valor de los títulos de deuda soberana adquiridos, así como del alto

denomina «outright default». Sin embargo, existe también una forma de quiebra soberana parcial o indirecta («quasi-default»), que se manifiesta mediante una situación inflacionaria acelerada e incontrolada en una determinada zona monetaria (nacional o supranacional)<sup>410</sup>. Los dos tipos de quiebra se diferencian tanto en su funcionamiento como en las consecuencias, los agentes primordialmente afectados, y las soluciones requeridas.

Sobre todo, la quiebra total y la parcial difieren en cuanto a la premisa fáctica sobre la cual se asientan. Mientras que la primera asume que la incapacidad del Estado de cumplir con sus obligaciones crediticias derivaría de un problema de solvencia (i.e., insuficiencia estructural de fondos), la segunda parte más bien de un problema de liquidez (i.e., insuficiencia de fondos por el momento, que sin embargo puede ser suplida mediante la emisión adicional de deuda o inyecciones de dinero por el banco central). La complejidad del asunto se incrementa toda vez que se recuerda que un problema de liquidez puede convertirse en un problema estructural de insolvencia. Por lo tanto, incluso cuando inicialmente la quiebra indicaría tener carácter parcial (problema de liquidez), la situación podría derivar rápidamente en una crisis de insolvencia<sup>411</sup>.

Pero, ¿cómo se llega de una quiebra parcial a la quiebra total? En cuanto se detecta la señal de inestabilidad macroeconómica del Estado por los participantes en el mercado, los tipos de interés de los bonos soberanos incrementan (dado que la consideración de «safe asset» del título de deuda decae y la compra se convierte en una operación económica de incrementado riesgo financiero). Consecuentemente, el coste de emitir deuda soberana y, con ello, los gastos del Estado aumentan incluso más, mientras que la base fiscal sigue decreciendo. Asimismo, la alta tasa de interés

---

riesgo de impago En otras palabras, en circunstancias excepcionales provocadas por una crisis económica, los acreedores privados de los Estados deben atenerse al valor del mercado, y no al valor nominal de los rendimientos esperados. Este hecho influye de forma directa sobre el cálculo de los riesgos asumidos por los inversores en deuda soberana, a la vez titulares del derecho de propiedad. Véase la Sentencia de 8 de octubre de 2013, *Mamatras and others v. Greece*, núm. 63066/14, 64297/14 y 66106/14, § § 117, 118. Cfr., asimismo, A. IVERSEN «The future of involuntary sovereign debt restructurings: *Mamatras and Others v Greece* and the protection of holdings of sovereign debt instruments under the ECHR», *Capital Markets Law Journal*, vol. 14, núm. 1, 2018. pp. 34-58.

<sup>410</sup> M.K. BRUNNERMEIER, H. JAMES, J.-P. LANDAU, *The Euro and the Battle of Ideas*, cit., p. 127.

<sup>411</sup> M.K. BRUNNERMEIER, H. JAMES, J.-P. LANDAU, *The Euro and the Battle of Ideas*, cit., p. 126.

aplicada al título de deuda estatal implica para la economía real un aumento de los tipos de interés hipotecarios y de los préstamos privados<sup>412</sup>. De manera que, pronto, los acreedores del Estado estarán a punto de materializar la profecía autocumplida de una quiebra soberana total («insolvencia» soberana).

Por otro lado, identificar cuándo se trata de un problema de liquidez o de solvencia supone un reto esencial tanto para el gobierno como para el banco central:

«[s]i se ignora un problema de liquidez y no se aporta financiación adicional, puede convertirse en un problema de solvencia. Si se retrasa la resolución de un problema de solvencia, los problemas de sobreendeudamiento serán más costosos para el Estado y sus contribuyentes saldrán *worse off*. Peor aún, el retraso en cualquiera de los dos sentidos cambia las expectativas sobre el comportamiento futuro y podría sembrar las semillas de la próxima crisis»<sup>413</sup>.

Otra distinción fundamental entre la quiebra total y la parcial atiende a las consecuencias de cada una de ellas. Mientras que el inicio de un proceso de reestructuración soberana significa, en cierta medida, que el gobierno «cruza un punto de no retorno»<sup>414</sup>, la quiebra parcial por inflación admite ajustes *ex post*, evitando declarar la insolvencia del gobierno. Incluso sin haber identificado previamente la razón del desequilibrio macroeconómico (liquidez o solvencia), la inyección temporaria de financiación adicional en la economía nacional (bien mediante la emisión de deuda adicional por el gobierno o mediante la intervención monetaria del banco central) es fundamental para evitar a todo coste el inicio de un proceso de reestructuración de deuda soberana. En el peor de los escenarios, los efectos de introducir más fondos en un Estado insolvente se traducirán en el aumento gradual de la inflación, que acabaría finalmente en la misma declaración de la quiebra total. En cambio, si la inflación nunca llega a producirse, la acción de suplementar los fondos de la economía nacional pondría de manifiesto que el *shock* inicial fue «meramente» un *shock* de liquidez, evitándose su derivación en una crisis de solvencia y, esquivando, con ello, «el punto de no retorno» del Estado<sup>415</sup>.

---

<sup>412</sup> *Ibid.*

<sup>413</sup> *Ibid.*, p. 127 (trad. propia).

<sup>414</sup> *Ibid.*, p. 127.

<sup>415</sup> *Ibid.*, p. 127.

Por otra parte, merece la pena atender a las distintas consecuencias del *sovereign default* total y parcial en cuanto a los actores involucrados (acreedores y/o ciudadanos). En cuanto que la quiebra soberana total da lugar a un proceso internacional de reestructuración de la deuda estatal, el impago afectará sobre todo a sus acreedores actuales, y, además, de un modo determinado. En concreto, aquellos acreedores que tuvieran títulos con vencimiento inmediatamente anterior a la fecha de reestructuración recibirán el pago íntegro de sus rendimientos financieros, mientras que los acreedores con títulos que vencen en un plazo más lejano en el tiempo sufrirán recortes del valor nominal (*haircut*). Al contrario, una quiebra parcial, i.e., el aumento descontrolado de la inflación, conlleva una situación en la que todos los acreedores sufren por igual, independientemente de que los vencimientos de sus inversiones hubieran tenido un plazo inmediato o prorrogado en el tiempo<sup>416</sup>.

Por último, las quiebras soberanas tienen profundos efectos redistributivos. Ciertamente, en una quiebra total (mediante un proceso de reestructuración), los primeros agentes que se ven afectados directamente son los acreedores del Estado. Sin embargo, si se tiene en cuenta que muchos de aquellos acreedores suelen ser, a su vez, entidades de crédito (potencialmente infracapitalizadas), los efectos económicos inmediatos de la quiebra soberana resultarían devastadores más allá del círculo interno de los tenedores de deuda. En cambio, la quiebra parcial (impago por inflación) reduce el rendimiento (real) de los bienes de manera generalizada, favoreciendo en sentido amplio la situación crediticia de los deudores y de los propietarios de bienes reales<sup>417</sup>.

Las consideraciones anteriores ilustran que la percepción de la deuda estatal como «safe asset» requiere, para su funcionamiento efectivo, respaldarse en un poder político apto para decidir autónomamente cómo usar los títulos soberanos, es decir, en una capacidad autónoma del gobierno para decantarse por una de las dos alternativas (la primera, declarar directamente la quiebra soberana mediante un proceso de reestructuración, paralizando la emisión adicional de la deuda estatal; la segunda, emitir incluso más deuda soberana con la esperanza de resolver la

---

<sup>416</sup> M.K. BRUNNERMEIER, H. JAMES, J.-P. LANDAU, *The Euro and the Battle of Ideas*, cit., p. 128.

<sup>417</sup> M.K. BRUNNERMEIER, H. JAMES, J.-P. LANDAU, *The Euro and the Battle of Ideas*, cit., p. 127.

imposibilidad temporal de hacer frente a sus compromisos financieros, sin cruzar «el punto de no retorno»). Dicho de otro modo, el propio poder (político) de decidir sobre la oportunidad coyuntural de una alternativa concreta de entre las dos posibles —sin eliminar de entrada la opción de emitir más deuda antes de declarar la quiebra total— conforma para el gobierno, en cierto sentido, un «colchón» de credibilidad de última instancia, que le permite mantener en el tiempo la ficción de (su) deuda estatal como «safe asset».

En efecto, es posible que la reestructuración de la deuda soberana sea innecesaria por el momento y que los problemas de liquidez del gobierno encuentren solución mediante la inyección de fondos fiscales adicionales. Precisamente porque el Estado mantiene esta capacidad política interna para incrementar temporalmente la deuda soberana (léase comportamiento «irresponsable» del Estado), en lugar de declarar la quiebra total, el soberano actúa fiscalmente por garantizar la confianza de sus acreedores potenciales. Incluso si temporalmente la situación presupuestaria del Estado resultara preocupante a los ojos del mercado financiero (llevando finalmente a la quiebra soberana), el mismo intento de obtener fondos adicionales mediante la emisión de los títulos de deuda soberana puede resultar suficiente para convencer a los agentes económicos de contrapartida sobre la existencia de una capacidad efectiva del Estado para cumplir, en un momento futuro, con sus obligaciones de pago.

Sin obviar las dificultades que planteaba el modelo descrito, la adhesión a una UEM profundamente asimétrica afecta de entrada las posibilidades de los Estados miembros de actuar fiscalmente de manera autónoma en tiempos de crisis económica (dada la obligación derivada del Derecho supranacional de cumplir con la disciplina presupuestaria); lo que, a su vez, refuerza aún más las asimetrías originarias de la zona monetaria común. En este sentido, la crisis financiera ha puesto de manifiesto que la presunción de «safe asset» de las deudas estatales de los países periféricos de la UM había perdido la fuerza necesaria para estabilizar los desequilibrios macroeconómicos<sup>418</sup>. Merece la pena reproducir textualmente la

---

<sup>418</sup> M.K. BRUNNERMEIER, H. JAMES, J.-P. LANDAU, *The Euro and the Battle of Ideas*, cit., p. 224.



explicación de Brunnermeier *et al.* sobre el fenómeno denominado «flight to safety» observado entre los acreedores en el mercado europeo de deuda soberana:

«If the safe asset in a currency area is associated with a particular member state rather than being a euro-wide asset, international capital flows can reverse very suddenly once an adverse shock hits. When market participants fly to safety, they cause large distortions. In the euro crisis, for example, capital rushed out of the periphery and into the core (in particular into Germany) every time the crisis intensified». [The flight to safety occurs not because the debt in itself is necessarily safer], but because [market participants] perceive that it is safe»<sup>419</sup>.

En el fondo, a pesar de tratarse de Estados miembros con igual estatus jurídico en la zona monetaria común (esto es, sometidos a límites idénticos, sobre todo el poder limitado de inyectar liquidez en sus economías sea por la vía fiscal o la vía monetaria), el valor que presuntamente depositaría un euro en posesión de operadores económicos residentes en Grecia, Chipre o España, no se percibe igual al valor de un euro «alemán», precisamente porque no existe un «safe asset» europeo que respalde fiscalmente la moneda común. En efecto, solo la emisión de deuda conjunta por los Estados miembros o por la propia Unión podría reequilibrar la asimetría innata de los activos seguros dentro de la eurozona. Alternativamente, la opción (temporaria) consistiría en la compra de bonos soberanos por el banco central de la zona monetaria única. Sin embargo, la inyección de liquidez por el BCE a través de la compra de deuda pública (en el mercado primario) está prohibida por el artículo 123 del TFUE. Por su parte, el artículo 125 TFUE constitucionaliza el principio de no corresponsabilidad financiera. ¿Qué mecanismos tiene, entonces, la UEM para responder a los *shocks* asimétricos de la eurozona?

Recordemos que los *shocks* asimétricos (i.e., que repercuten de manera distinta a los Estados miembros) se caracterizan como tal debido a que un mismo acontecimiento tiene efectos distintos en cada país, precisamente por las diferentes tendencias económicas estructurales de cada territorio nacional. Por otro lado, la construcción originaria de la UEM parte de una acumulación asimétrica del capital en los Estados con superávit. Por lo que, en ausencia de mecanismos de redistribución de capital a nivel de la UEM —necesarios en cualquier unión

---

<sup>419</sup> M.K. BRUNNERMEIER, H. JAMES, J.-P. LANDAU, *The Euro and the Battle of Ideas*, *cit.*, p. 225.

monetaria para su funcionamiento a medio y largo plazo—, y con los mecanismos fiscales y monetarios del Estado «atados» como consecuencia de la firma de los Tratados de la Unión (artículos 123, 125, 126 del TFUE), la propensión inherente del euro a la crisis es evidente. Lo dicho se traduce en la idea de que, en la práctica, la única «salida» para absorber los *shocks* asimétricos en la UEM será la quiebra total del Estado deficitario<sup>420</sup>.

### **2.3. ...y el mito de su «salvación»: la disciplina del mercado y los criterios de convergencia**

Las páginas anteriores ponen de manifiesto que la complicada sostenibilidad a medio y largo plazo del euro no fue un hecho sobrevenido; más bien, conformaba precisamente el esqueleto básico de «funcionamiento» de la moneda única. Frente a esta situación, dos herramientas primordiales relacionadas con el pilar económico de la UEM pretendieron aclarar constitucionalmente la receta del éxito: la prohibición de asumir conjuntamente compromisos fiscales entre los Estados miembros y la Unión (artículo 125 del TFUE) y los criterios de convergencia establecidos en Maastricht.

La cláusula de no corresponsabilidad financiera del artículo 125 del TFUE solo adquiere pleno sentido constitucional en conexión con el principio de disciplina presupuestaria. Recordemos que este último establecía las dos reglas fundacionales aplicables a las economías de los Estados miembros (deuda soberana limitada al 60% y el déficit estructural al 3%). En efecto, los dos instrumentos diseñan los contornos básicos de la ortodoxia fiscal, en aras de prevenir las crisis económicas dentro de la UM. A su vez, tal ortodoxia fiscal plasma en los Tratados la cosmovisión económica del Estado constitucional alemán, basada en la disciplina del mercado<sup>421</sup>: en cuanto que las capacidades efectivas de sobreendeudamiento del Estado están limitadas por el Derecho supranacional —nótese el compromiso cualitativamente distinto en comparación con el Derecho nacional—, el incentivo para mantener un presupuesto

---

<sup>420</sup> M.K. BRUNNERMEIER, H. JAMES, J.-P. LANDAU, *The Euro and the Battle of Ideas*, cit., p. 100.

<sup>421</sup> M.K. BRUNNERMEIER, H. JAMES, J.-P. LANDAU, *The Euro and the Battle of Ideas*, cit., p. 101.

nacional «sano» sería suficiente para sostener y reproducir en el tiempo la ficción de la deuda soberana como activo seguro en el mercado internacional.

En este sentido, se observa que la premisa subyacente al artículo 125 del TFUE es muy distinta a un punto de partida fáctico que tendría en cuenta los riesgos inherentes a una zona monetaria común (esto es, los que se producen en todo caso como consecuencia de los desequilibrios comerciales). Ciertamente, de acuerdo con la ontología impulsada por los dirigentes alemanes, los Estados estarían predispuestos al «outright default» no por una tendencia intrínseca del capital a la acumulación en las áreas excedentarias, sino exclusivamente por un comportamiento fiscal irresponsable; un comportamiento alejado de la disciplina prevista en los Tratados, que llevaría incondicionalmente a la acumulación de un nivel insostenible de deuda y por el cual el Estado debería responder de inmediato frente a sus acreedores (i.e., mediante los incrementos del tipo de interés de sus bonos soberanos). A fin de cuentas, la penalización del Estado a través del tipo de interés queda plenamente justificada —por necesaria—, ya que manifiesta exclusivamente la incapacidad del Estado de cumplir con los compromisos fiscales asumidos en el Derecho supranacional. En conclusión, el primer mecanismo para «salvar» a la UEM de su propia tendencia a la crisis es la garantía constitucionalizada de la disciplina fiscal y, subsidiariamente, la sanción económica en el mercado internacional de deuda (es decir, la llamada «disciplina del mercado»).

En segundo lugar —y con el mismo fin de suplir las carencias originarias de la UEM—, el Tratado de Maastricht introdujo los llamados «criterios de convergencia» económica y monetaria. El artículo 109E del Tratado de Maastricht establecía que «la segunda fase de realización de la Unión Económica y Monetaria se iniciará el 1 de enero de 1994 [...] Antes de dicha fecha, cada Estado miembro» implementará las medidas adecuadas para dar cumplimiento a los criterios de convergencia<sup>422</sup>. Según el artículo 109J del TUE de Maastricht, la Comisión y el entonces Instituto Monetario Europeo (IME, que antecede al BCE) presentarían informes al Consejo acerca de los «progresos que [hubieran] realizado los Estados

---

<sup>422</sup> La versión textual del Tratado de Maastricht se puede consultar en línea: <https://www.boe.es/buscar/doc.php?id=BOE-A-1994-626> (últ. consulta: 1.9.2023).

miembros en el cumplimiento de sus respectivas obligaciones en relación con la realización de la Unión Económica y Monetaria». En lo que aquí interesa, los informes debían examinarán «la consecución de un alto grado de convergencia sostenible, atendiendo al cumplimiento de los criterios por parte de cada uno de los Estados miembros».

Basándose en dichos informes y sobre la base de una recomendación de la Comisión, el Consejo debía evaluar (por mayoría cualificada) si las condiciones necesarias para la adopción de una moneda única se habían cumplido por cada Estado miembro individualmente considerado y, posteriormente, por «una mayoría de Estados miembros»<sup>423</sup>. Sobre la base de los informes realizados por Consejo y por el Parlamento Europeo, el Consejo reunido en su formación de Jefes de Estado o de Gobierno (hoy el Consejo Europeo) debía decidir «[s]i una mayoría de Estados miembros cumpl[ía] las condiciones necesarias para la adopción de una moneda única; si result[aba] apropiado que la Comunidad inici[ara] la tercera fase, y en ese caso, establecer[ía] la fecha para el comienzo de la tercera fase [de la UEM]»<sup>424</sup>. Los Estados miembros que no hubieran cumplido todavía los criterios de convergencia se acogerían a una excepción relativa a la consecución del objetivo de la UEM, y se denominarían en adelante (y hasta la adhesión final al euro) «Estados miembros acogidos a una excepción»<sup>425</sup>. El procedimiento de entrada a la unión monetaria sigue en vigor para los Estados miembros que aún no fueran parte del euro<sup>426</sup>.

Los cuatro «criterios de Maastricht» que probarían una «alta convergencia económica sostenible» entre los Estados participantes en el euro atienden a los siguientes elementos<sup>427</sup>: a) un alto grado de estabilidad de los precios<sup>428</sup>; b) las

---

<sup>423</sup> TUE Maastricht, Artículo 109J.2.

<sup>424</sup> TUE Maastricht, Artículo 109J.3.

<sup>425</sup> TUE Maastricht, Artículo 109K.

<sup>426</sup> TFUE, Artículo 140.

<sup>427</sup> TUE Maastricht, Artículo 109J.1 y Protocolo núm. 13 sobre los Criterios de Convergencia, OJ C 202, 7.6.2016, p. 281–282

<sup>428</sup> Esta «deberá quedar de manifiesto a través de una tasa de inflación que esté próxima a la de, como máximo, los tres Estados miembros más eficaces en cuanto a la estabilidad de precios».

finanzas públicas sostenibles<sup>429</sup>; c) la estabilidad del tipo de cambio<sup>430</sup> y d) los niveles de los tipos de interés a largo plazo<sup>431</sup>. Adicionalmente, se tomarán en consideración los resultados de la integración de los mercados, la situación y la evolución de las balanzas de pagos por cuenta corriente y un estudio de la evolución de los costes laborales unitarios y de otros índices de precios. Por último, será necesario demostrar asimismo la convergencia jurídica de los ordenamientos nacionales en lo que respecta la independencia de los bancos centrales nacionales<sup>432</sup>.

En resumidas cuentas, los criterios de Maastricht se orientan a la creación ex ante de características homogéneas para las distintas economías de los Estados miembros, convirtiendo a la UEM en una zona monetaria mínimamente sostenible. Lo que se persigue es disminuir las posibilidades de materialización de los *shocks* exógenos asimétricos, convergiendo las condiciones estructurales de las economías de los Estados participantes. La mera positivización de los criterios de Maastricht pone en cuestión los presuntos beneficios de la ortodoxia fiscal. En este sentido, es posible extraer una confirmación tácita sobre la insuficiencia del corsé fiscal impuesto a los Estados miembros para prever el surgimiento (y la gestión) de las crisis económicas dentro de la UEM. Con todo, es evidente que el contenido sustantivo de los «criterios de Maastricht» refuerza la ortodoxia fiscal de los artículos 125 y 126 del TFUE, desvelando, de este modo, la pretensión de incorporar —por la vía del Derecho supranacional— una misma solución (de esencia ordoliberal) para todas las políticas económicas de los Estados miembros.

Teniendo en cuenta el contexto institucional asimétrico de la UEM, ¿cómo se explica su éxito a lo largo de su primera década de existencia jurídica (1999-2008)? La UEM funcionó razonablemente bien en este período desde una perspectiva

---

<sup>429</sup> «[L]as finanzas públicas deberán encontrarse en una situación sostenible, lo que quedará demostrado en caso de haberse conseguido una situación del presupuesto sin un déficit público excesivo, definido de conformidad con lo dispuesto en el apartado 6 del artículo 104 C».

<sup>430</sup> En particular, «el respeto, durante dos años como mínimo, sin que se haya producido devaluación frente a la moneda de ningún otro Estado miembro, de los márgenes normales de fluctuación que establece el mecanismo de tipos de cambio del Sistema Monetario Europeo».

<sup>431</sup> «[E]l carácter duradero de la convergencia conseguida por el Estado miembro y de su participación en el Mecanismo de Tipo de Cambio del Sistema Monetario Europeo deberá verse reflejado en los niveles de tipos de interés a largo plazo».

<sup>432</sup> TUE Maastricht, Artículo 109J.1.

macroeconómica al menos en el sentido de que ni la Unión ni sus Estados miembros se enfrentaron a graves perturbaciones<sup>433</sup>. Por otro lado, la identificación de los criterios precisos para asegurar el carácter óptimo de una zona monetaria todavía es una cuestión controvertida en la ciencia económica<sup>434</sup>. La controversia se intensifica si se acepta que el problema de fondo es de naturaleza político-constitucional, toda vez que, en última instancia, el debate versa sobre la potencial cesión del ejercicio del poder fiscal a la Unión. A todas luces, el éxito inicial de la UEM presenta un carácter meramente temporal e, incluso, superficial<sup>435</sup>. Una vez que la crisis financiera de 2008 se convertiría rápidamente en una crisis de deuda soberana de los Estados miembros, las carencias del euro saldrían a luz hasta el punto de cuestionar la propia supervivencia de la Unión Europea<sup>436</sup>. En las próximas páginas se dará cuenta de los instrumentos (económicos) ideados por los responsables políticos a fin de evitar el colapso de la UEM.

### ***3. Las medidas económicas para la estabilidad financiera de la UEM***

#### **3.1. Una introducción al «círculo vicioso» entre el sector bancario y la deuda soberana en la eurozona**

La crisis económica y financiera surgida en el año 2008 en el terreno europeo —convertida inmediatamente en una crisis de deuda soberana— marcó el inicio de un camino inexplorado hasta entonces por los Estados miembros de la Unión. Ciertamente, con la crisis se activó un recorrido de emergencia, esencialmente externo a los mecanismos normativos de clave supranacional; y esta característica de excepcionalidad adquirirá permanencia, entre otros aspectos, a través de la reforma

---

<sup>433</sup> M. MOLTÓ CALVO, «Capítulo 13: Unión económica y monetaria: concepto, evolución histórica y desafíos de la gobernanza económica en la Unión Europea», *cit.*, p. 841.

<sup>434</sup> *Ibid.* Lo cierto es que la teoría económica de las OCAs se ha aplicado sobre todo por economistas provenientes del ámbito anglosajón, que adoptaron fundamentalmente una metodología comparativa a la luz de los elementos que convierten a los Estados Unidos en una OCA. Véase al respecto (y dando cuenta del escepticismo generalizado respecto del éxito a largo plazo de la UEM): L. JONUNG E. DREA, «It Can't Happen, It's a Bad Idea, It Won't Last: U.S. Economists on the EMU and the Euro, 1989-2002» *Econ Journal Watch*, vol. 7, núm. 1, 2010, pp. 4-52.

<sup>435</sup> M. MOLTÓ CALVO, «Capítulo 13: Unión económica y monetaria: concepto, evolución histórica y desafíos de la gobernanza económica en la Unión Europea», *cit.*, p. 841.

<sup>436</sup> Recuérdese aquí la célebre frase de Angela Merkel: «If the euro fails, Europe fails». (<https://www.bbc.com/news/av/business-14827834> (últ. consulta: 1.9.2023)).

de los Tratados originarios y a raíz de la entrada en vigor del Tratado por el que se crea el Mecanismo Europeo De Estabilidad (MEDE)<sup>437</sup>.

Sin analizar aquí las causas de la crisis<sup>438</sup>, baste recordar que los riesgos relacionados con las quiebras soberanas dentro de la UEM se originaron inicialmente en el sector financiero, y en particular, en el sector bancario<sup>439</sup>. Sin embargo —y a pesar de su relevancia sociopolítica—, la profunda interconexión transnacional de los activos hallados en las hojas de balance de los bancos comerciales de la eurozona suele estar entre los aspectos que menos énfasis reciben en las miradas retrospectivas sobre los años de improvisaciones por la supervivencia del euro (y, conexamente, por el mantenimiento del *status quo* jurídico de la UEM, sobre todo de la disciplina fiscal). Dicho más claramente, a pesar de que la profunda interconexión bancaria en el mercado único ha sido reconocida como hecho empírico, las implicaciones político-constitucionales de este hecho han sido generalmente eludidas. Aquí mismo reside la clave que ayudará a comprender desde otra óptica la relevancia fiscal (y, por ende, constitucional) de las múltiples inyecciones de crédito en las economías de los Estados en crisis a partir de 2010<sup>440</sup>.

Semejantes reflexiones exigirían aclarar desde ahora la relación inherente entre el sector bancario y la deuda soberana en la eurozona. En este sentido, es

---

<sup>437</sup> Es preciso tener presente el hecho de que la adopción del Tratado del MEDE y la introducción de la reforma del artículo 136 del TFUE no siguieron una secuencia lógica de reforma-Tratado internacional. Al contrario, en términos cronológicos, el Tratado del MEDE fue la primera norma en vigor y solo después le siguió la reforma del Derecho supranacional.

<sup>438</sup> Véase, entre otros, A. TOOZE, *Crashed. How a Decade of Financial Crisis Changed the World*, Penguin Books, United Kingdom, 2018; y, críticamente desde una perspectiva jurídica, M. EVERSON, «The Fault of Law in Economic Crisis», *Law and Critique*, vol. 24, núm. 2, pp. 107-129, 2013.

<sup>439</sup> El vínculo entre la deuda bancaria y la deuda soberana es un hecho sobradamente conocido [el llamado «círculo vicioso», término empleado por la propia Comisión. COMISIÓN EUROPEA, «Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo y al Consejo: Hoja de ruta hacia una Unión Bancaria», Bruselas, 2012, p. 2. Disponible en línea: <http://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2012/ES/1-2012-510-ES-F1-1.Pdf> (últ. consulta: 1.9.2023).

<sup>440</sup> Véase, en un sentido similar, A. DE GREGORIO MERINO, «Legal developments in the Economic and Monetary Union during the debt crisis: the mechanisms of financial assistance», *Common Market Law Review*, vol. 49, núm. 5, 2012, pp. 1613-1645. En particular, el autor interpreta los distintos mecanismos financieros creados en el contexto de la crisis del 2008 como unos «primeros pasos de un proceso ineludible de mayor integración de los Estados miembros que comparten un bien común, el euro, proceso que podría conducir a cambios fundamentales en los Tratados de la UE, incluida la creación de un Tesoro europeo» (p. 1645, trad. propia).

imprescindible avisar, en primer lugar, sobre el éxito superficial de la primera década de moneda única desde un ángulo distinto, particularmente desde la tendencia del sector bancario europeo de distribuir fondos de manera asimétrica o, por decirlo en términos económicos, ineficiente. Esta situación prueba nuevamente la insuficiencia de los criterios de convergencia de Maastricht para garantizar el éxito a largo plazo del euro. Dado que la eurozona carece de un poder fiscal centralizado apto para corregir la distribución ineficiente de la riqueza en el mercado, el crecimiento económico temporal de los Estados participantes en la moneda única (i.e., en atención a los niveles del PIB) ejerció de muro cognitivo para observar las burbujas económicas que se estaban generando de manera paulatina en los países periféricos (esto es, a consecuencia de una circulación ineficiente del crédito por la vía del sector financiero)<sup>441</sup>.

No obstante, conviene detenernos aquí sobre un segundo aspecto. Concretamente, es preciso observar cómo la imposibilidad jurídica de los Estados periféricos de asegurar la ficción de sus títulos de deuda como «bien seguro» en el mercado financiero produjo la necesidad de emprender amplios procesos de rescate bancario (*bail out*). Rescates que, sin embargo, se materializaron en el ámbito nacional a coste de profundos retrocesos para el Estado constitucional (esto es, tanto desde la perspectiva del Estado de Derecho, como desde la perspectiva del Estado democrático y social). En las páginas anteriores se ha observado la consideración económica de la deuda soberana como activo seguro en el mercado financiero internacional. Avanzando en este punto, otra característica esencial de los «safe assets» se refiere al hecho de que, en tiempos de crisis, su precio incrementa excesivamente<sup>442</sup>. En cierta manera, tal característica produce en sí misma una paradoja, pues las condiciones intrínsecas del bien siguen estables, pero su precio aumenta precisamente porque los operadores económicos perciben que el precio del activo incrementará cada vez más—en cuanto que la demanda por dicho bien crece debido a su capacidad (supuesta) de depositar valor incluso en tiempos de graves

---

<sup>441</sup> Recuérdense, por ejemplo, las burbujas producidas a consecuencia de las amplias inversiones (y especulaciones) en el sector inmobiliario y el de las construcciones. M.K. BRUNNERMEIER, H. JAMES, J.-P. LANDAU, *The Euro and the Battle of Ideas*, cit., p. 174.

<sup>442</sup> M.K. BRUNNERMEIER, H. JAMES, J.-P. LANDAU, *The Euro and the Battle of Ideas*, cit., p. 184.



perturbaciones económicas. Desde esta perspectiva, la deuda soberana funciona en algunos aspectos como una burbuja económica<sup>443</sup>.

Como señalan Brunnermeier *et al.*, dado que los tenedores de bonos soberanos suelen ser, sobre todo, entidades de crédito, la deuda soberana juega potencialmente un rol estabilizador determinante. En efecto, en condiciones de crisis económica, que el precio de los títulos soberanos aumente (por tratarse de un «safe asset») implica para sus acreedores (p.ej. bancos comerciales) un mayor rendimiento económico y una mayor demanda sobre los activos seguros en cuya posesión se encuentran. Tal hecho resulta especialmente benéfico en tiempos de extrema inestabilidad del sector financiero, dadas las incrementadas necesidades de liquidez de las entidades de crédito<sup>444</sup>. En pocas palabras, la mera condición de la entidad bancaria como acreedora de un título de deuda soberana sería suficiente, en principio, para asegurarle el acceso a fondos adicionales en tiempos de crisis financiera, a través de los mercados de deuda. Es evidente que, en este caso, la demanda por el bono soberano no derivaría de la situación económica estable del banco comercial que pretende venderlo (como sí pasaría en tiempos de «normalidad»), sino del mero hecho de integrar en su hoja de balance un activo (presuntamente) seguro. En otras palabras, la deuda soberana tiene la capacidad (teórica) de estabilizar —sobre todo en los momentos iniciales de una perturbación financiera— el sector bancario, precisamente mediante la hoja de balance de las entidades de crédito.

Sin embargo, la potencial función estabilizadora de la deuda soberana en tiempos de crisis solo se materializa si esta es efectivamente percibida como un activo seguro<sup>445</sup>. De nuevo, la ficción requiere un mínimo respaldo (político) en la realidad material para que funcione como tal. Se ha visto que, en la crisis del euro, tal percepción solo jugó desde la perspectiva de los operadores económicos en el

---

<sup>443</sup> M.K. BRUNNERMEIER, H. JAMES, J.-P. LANDAU, *The Euro and the Battle of Ideas*, *cit.*, p. 184. En lo que aquí interesa, basta con recordar la definición de una burbuja económica según la Real Academia Española: «proceso de fuerte subida en el precio de un activo, que genera expectativas de subidas futuras no exentas de riesgo».

<sup>444</sup> M.K. BRUNNERMEIER, H. JAMES, J.-P. LANDAU, *The Euro and the Battle of Ideas*, *cit.*, p. 184.

<sup>445</sup> M.K. BRUNNERMEIER, H. JAMES, J.-P. LANDAU, *The Euro and the Battle of Ideas*, *cit.*, p. 185.

mercado de deuda respecto de los títulos de deuda alemana. Se observa, entonces, que el diseño constitucional de la zona monetaria común bloqueó de raíz esta cadena peculiar de estabilización macroeconómica. En efecto, la consecuencia inmediata en la crisis de 2008 no fue tanto la imposibilidad de los bancos de comercializar con los títulos de deuda soberana, sino la subida de los tipos de interés aplicados a los mismos, conllevando finalmente a una presión crediticia muy distinta sobre la entidad necesitada de financiación. Es decir, frente a la grave dificultad de vender los activos de sus hojas de balance, los bancos comerciales tuvieron que reducir su oferta de crédito y, con ello, la cantidad de dinero (en sentido amplio) disponible en la economía real.

Con menos oferta dineraria en el mercado, los Estados en cuyas jurisdicciones se hallaban las entidades financieras inicialmente afectadas se encontraron ante la urgente necesidad de ampliar el gasto fiscal para suplir la brusca interrupción del crédito derivada del sector bancario. A su vez, esta intervención desestabilizó (a los ojos de los acreedores externos) la solidez del presupuesto estatal, y finalmente, la misma capacidad del Estado de obtener financiación en el mercado de deuda. En pocas palabras, cuando falla la presunción de «safe asset» del bono soberano, los riesgos de insolvencia observados en el sector bancario (derivados potencialmente de problemas iniciales de liquidez) resultan empíricamente en riesgos de insolvencia soberana<sup>446</sup>. De ahí que las operaciones de rescate bancario en sentido estricto (*bail out*) se traduzcan propiamente en un (auto)rescate del Estado<sup>447</sup>. Conexamente, la intrínseca relación entre el riesgo de insolvencia del Estado y la insolvencia potencial del mercado bancario consolida un solo camino con dos direcciones complementarias. En efecto, lo dicho se aplica también al revés, en el sentido de que un problema de financiación derivado inicialmente del presupuesto inestable del Estado (insolvencia soberana) tendría graves consecuencias sobre las entidades de crédito que tuvieran títulos de deuda soberana en sus hojas de balance, llevando posiblemente a la iliquidez y posterior insolvencia de ciertas entidades del

---

<sup>446</sup> M.K. BRUNNERMEIER, H. JAMES, J.-P. LANDAU, *The Euro and the Battle of Ideas*, cit., p. 185.

<sup>447</sup> M.K. BRUNNERMEIER, H. JAMES, J.-P. LANDAU, *The Euro and the Battle of Ideas*, cit., p. 186.

sector bancario<sup>448</sup>. El «círculo vicioso» entre la banca (privada) y la deuda soberana solo es (tan) vicioso cuando el respaldo en la ficción clásica del «safe asset» pierde su credibilidad.

Con las capacidades fiscales (y monetarias) de intervención temprana atadas por el Derecho supranacional, los Estados miembros afectados en los primeros años de crisis financiera se hallaron en la situación de solicitar «ayudas» a sus socios europeos. En esta tesis, sostengo que dichas ayudas se conforman como medidas debidas de inyección de liquidez entre los Estados miembros del euro, con evidente vocación de redistribución fiscal. Sin embargo, en el terreno del ser, los responsables políticos de los países excedentarios involucraron dichas intervenciones económicas en la imposible exigencia político-constitucional hacia los Estados receptores de las «ayudas» de respetar la condicionalidad y, consecuentemente, de implementar en sus economías nacionales la cosmovisión de la austeridad<sup>449</sup>.

Indudablemente, y en sentido más general, la crisis financiera replanteó los debates clásicos sobre cómo responder a los choques económicos<sup>450</sup>. Según los keynesianos, para reducir la presión de la deuda del Estado, los gobiernos deberían aplicar estímulos fiscales, aumentando así el crecimiento (el PIB). Por el contrario, las propuestas neoclásicas (y ordoliberales) basadas en la disciplina de mercado abogan por la consolidación fiscal: aplicando recortes presupuestarios, los gobiernos recuperarían la confianza de los mercados en la sostenibilidad de la deuda pública, reequilibrando así la capacidad de endeudamiento del país<sup>451</sup>. Este último enfoque prevaleció en la Unión, dando lugar a una década de austeridad<sup>452</sup>.

---

<sup>448</sup> M.K. BRUNNERMEIER, H. JAMES, J.-P. LANDAU, *The Euro and the Battle of Ideas*, cit., *passim*.

<sup>449</sup> Por ejemplo, para Grecia, la aplicación efectiva de las medidas europeas ha supuesto, entre otras cosas, una reducción media de los salarios de los empleados públicos de un 17%, mientras que las pensiones superiores a 1.200 euros mensuales se han recortado un 12%. FONDO MONETARIO INTERNACIONAL, «Letter of Intent, Memorandum of Economic and Financial Policies, and Technical Memorandum of Understanding», 30.11.2011. Disponible en línea: <https://www.imf.org/external/np/loi/2011/grc/113011.pdf> (últ. consulta: 1.9.2023).

<sup>450</sup> Sobre la génesis de este debate, cfr. N. WAPSHOTT, *Keynes Hayek: The Clash That Defined Modern Economics*, W. W. Norton & Company, New York / London, 2011.

<sup>451</sup> Una explicación básica de las dos visiones en M.K. BRUNNERMEIER, H. JAMES, J.-P. LANDAU, *The Euro and the Battle of Ideas*, cit., pp. 137 y ss.

<sup>452</sup> Este término se define comúnmente como «una forma de deflación voluntaria en la que la economía se ajusta mediante la reducción de los salarios, los precios y el gasto público para

En las páginas que siguen se expondrán, con un enfoque jurídico-constitucional, las medidas temporales de inyección de liquidez y, posteriormente, el MEDE como medida permanente, atendiendo a los elementos más controvertidos que dieron lugar a la intervención sin precedentes de los tribunales de justicia (nacionales y supranacionales) en materias relacionadas con la política económica y monetaria de la Unión<sup>453</sup>. Por último, se esbozarán las piezas constitutivas de la Unión Bancaria europea, en cuanto que nuevo intento de reconstruir la ficción de las deudas soberanas de la eurozona como activos seguros. Esta vez, sin embargo, es el propio legislador de la Unión quien institucionaliza la promesa (política) de mutualizar los riesgos financieros derivados de un mercado bancario integrado alrededor del euro<sup>454</sup> (esto es, compartiendo por primera vez a nivel transnacional algunos de los costes de la moneda única, siquiera de manera laberíntica).

### **3.2. Los instrumentos económicos temporales de inyección de liquidez**

Los primeros instrumentos europeos anticrisis se llevaron a cabo bajo el paraguas del Derecho de la Unión, teniendo como objetivo primordial la inyección de fondos en la economía griega. Concretamente, sobre la base de los artículos 126 y 136 del TFUE, los representantes de los Estados miembros cuya moneda es el euro, reunidos en el seno del Consejo de Ministros, adoptaron la Decisión de 2 de mayo de 2010, acordando otorgar soporte a la estabilidad financiera de Grecia y de la zona del euro en su conjunto<sup>455</sup>. Dicho objetivo se implementó a través de la puesta en práctica de un primer paquete normativo de ayudas financieras para

---

restablecer la competitividad, lo que (supuestamente) se conseguiría mejor recortando el presupuesto, las deudas y los déficits del Estado», M. BLYTH, *Austerity: The history of a dangerous idea*, Oxford University Press, Oxford, 2013, p. 121. Traducción propia.

<sup>453</sup> Véase, con una perspectiva general, A. ROSAS, «EMU in the Case Law of the Union Courts: A General Overview and Some Observations», *European Papers-A Journal on Law and Integration*, vol. 3, 2021, pp. 1397-1414.

<sup>454</sup> P.G. TEIXEIRA, «The future of the European Banking Union: Risk-Sharing and Democratic Legitimacy», en M.P. CHITI, V. SANTORO (eds.), *The Palgrave Handbook of European Banking Union Law*, Palgrave Macmillan, Basingstoke, 2019, pp. 135-154.

<sup>455</sup> EUROGRUPO, «Draft Statement by the Eurogroup», 2010, Bruselas. Documento en línea: [https://www.consilium.europa.eu/media/25673/20100502-eurogroup\\_statement\\_greece.pdf](https://www.consilium.europa.eu/media/25673/20100502-eurogroup_statement_greece.pdf) (últ. consulta: 1.9.2023).

Grecia, compuesto por un *Loan Facility Agreement* —un acuerdo bilateral entre Grecia y el resto de Estados miembros de la zona euro— y un *Intercreditor Agreement* (acuerdo entre los Estados miembros en condición de acreedores). Se adoptó en igual sentido un Memorándum de Entendimiento entre la Comisión (en representación de los Estados miembros del euro) y Grecia<sup>456</sup>.

Tal Memorándum fue revisado cinco veces, manteniendo, sin embargo, su esencia, esto es, la condicionalidad impuesta al Estado miembro receptor de los fondos. En efecto, la condicionalidad se tradujo en la imposición —por los Estados acreedores, la Comisión, el FMI y el BCE— de obligaciones al Estado «deudor», exigiendo llevar a cabo reformas económicas y fiscales en los términos negociados. En definitiva, el Memorándum se transformó de forma inmediata en una herramienta de participación directa de los actores internacionales y supraestatales en las decisiones de política económica de Grecia, asegurando la efectiva adopción de recortes estructurales<sup>457</sup>.

Posteriormente se creó el Mecanismo Europeo de Estabilidad Financiera (MEEF), empleando como base normativa al respecto el artículo 122.2 del TFUE<sup>458</sup>. Se ha visto que este precepto jurídico supone una excepción a la prohibición de corresponsabilidad financiera del artículo 125 del TFUE. En otras palabras, su

---

<sup>456</sup> El texto íntegro de los primeros dos acuerdos se puede consultar en la página web del Gobierno irlandés: <http://www.irishstatutebook.ie/eli/2010/act/7/schedule/1/enacted/en/html> (últ. consulta: 1.9.2023).

<sup>457</sup> El programa detallado de ajuste económico impuesto a Grecia se puede consultar en DIRECCIÓN GENERAL DE LOS ASUNTOS ECONÓMICOS Y FINANCIEROS, «The economic adjustment programme for Greece», *European Economy, Occasional Papers*, núm. 61, 2010. Documento en línea: <https://publications.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/64c89a77-ddc4-46f4-9bb0-18d7e80f6f0c/language-en> (últ. consulta: 1.9.2023) Para una cronología de la crisis financiera y soberana de Grecia, véase R. ORTIZ DE ZÁRATE, «Cronología de la crisis de Grecia (2009-2015)», Fundación CIDOB, Barcelona, 2019. Disponible en línea: [https://www.cidob.org/ca/biografias\\_lideres\\_politicos/europa/grecia/cronologia\\_de\\_la\\_crisis\\_de\\_grecia\\_2009\\_2015](https://www.cidob.org/ca/biografias_lideres_politicos/europa/grecia/cronologia_de_la_crisis_de_grecia_2009_2015) (últ. consulta: 1.9.2023). Acerca del sentido renovado de la condicionalidad a raíz de la crisis sanitaria global, véase, por todos: S. RAGONE, J.F. BARROSO MÁRQUEZ, «El giro “reactivo” de la identidad europea: condicionamiento de fondos y confianza mutua», *Revista de Derecho Constitucional Europeo*, núm. 37, 2022. pp. 103-133.

<sup>458</sup> Reglamento (UE) núm. 407/2010, del Consejo, de 11 de mayo 2010, por el que se establece un mecanismo europeo de estabilización financiera, *DO L* 118, de 12.5.2010, p. 1-4. Véase, al respecto, M. LÓPEZ ESCUDERO, «La nueva gobernanza económica de la Unión Europea: ¿una auténtica unión económica en formación?», *Revista de Derecho Comunitario Europeo*, vol. 19, núm. 50, 2015, pp. 361-433, esp. pp. 401 y ss.

alcance fue de entrada muy reducido y excepcional. En particular, el artículo 122 del TFUE habilita al Consejo acordar, a propuesta de la Comisión, «en determinadas condiciones, una ayuda financiera de la Unión al Estado miembro» que se encuentre en «dificultades o [...] en riesgo de dificultades graves, ocasionadas por catástrofes naturales o acontecimientos excepcionales que dicho Estado no pudiese controlar». En efecto, reconociendo el alto riesgo de contagio existente en el terreno europeo como consecuencia de la grave crisis de Grecia, a través del MEEF se perseguía dar solución a una «situación excepcional» que los Estados miembros «no podían controlar». Según su Reglamento fundacional, lo que se pretendía a través de este mecanismo financiero era, nada menos que después de un año del estallido de la crisis del euro, «dar una respuesta coordinada, rápida y eficaz» por la Unión a las «dificultades agudas padecidas por un determinado Estado miembro»<sup>459</sup>.

En cuanto al procedimiento de concesión de las ayudas financieras, más allá de los propios Estados miembros del euro, destacaba la intervención de la Comisión Europea, que estaba facultada «para contraer empréstitos en los mercados de capitales o con instituciones financieras»<sup>460</sup> y para celebrar un memorándum de acuerdo con el Estado miembro receptor de la ayuda<sup>461</sup>. Naturalmente, se esperaba que el Estado receptor cumpliera, según el memorándum, con las condiciones generales de política económica establecidas por el Consejo (decididas por mayoría cualificada). Por otro lado, se reiteraba en el Reglamento del MEEF «el apoyo de los Estados miembros de la zona del euro al BCE en su actuación para garantizar la estabilidad de la zona del euro». Dicha actuación se concretaba en la intervención constante del BCE (a título de consulta) en el procedimiento de concesión de las ayudas en el marco del MEEF<sup>462</sup>.

---

<sup>459</sup> Reglamento (UE) núm. 407/2010, del Consejo, de 11 de mayo 2010, Considerando 5.

<sup>460</sup> Reglamento (UE) núm. 407/2010, del Consejo, de 11 de mayo 2010, Artículo 2.1.

<sup>461</sup> Reglamento (UE) núm. 407/2010, del Consejo, de 11 de mayo 2010, Artículo 3.5.

<sup>462</sup> CONSEJO DE LA UNIÓN EUROPEA: «Principales resultados del Consejo, Sesión extraordinaria del Consejo», Comunicado de prensa 9596/10 (Presse 108), 2010. Documento en línea: [http://europa.eu/rapid/press-release\\_PRES-10-108\\_es.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_PRES-10-108_es.htm) (últ. consulta: 1.9.2023). Reglamento (UE) núm. 407/2010, del Consejo, de 11 de mayo 2010, Artículo 3 (párrafos 3 y 4).

Con un alcance económico reducido (dada la gravedad de la crisis y la alta interconexión de los bancos y los títulos de deuda soberana), el MEEF se empleó como medida económica de apoyo para Irlanda (2010) y Portugal (2011). Por otro lado, el MEEF puso fin al corto recorrido anticrisis emprendido sobre la base de las reglas positivizadas en el Derecho de la Unión, dando lugar a un modelo de acción peculiar que tendría como protagonistas a los Estados miembros de la Unión cuya moneda es el euro (léase el Eurogrupo), la Comisión y al BCE.

Ciertamente, las características básicas observadas en la estructura del MEEF (esto es, la condicionalidad, la prevalencia del Eurogrupo en la orientación de la política económica de los Estados en riesgo de quiebra soberana y la intervención de las Instituciones supranacionales en el procedimiento de concesión de las ayudas) se institucionalizarían (en el sentido de adquirir permanencia jurídica) en los años posteriores al 2011: primero, a través de la Facilidad Europea de Estabilización Financiera (FEEF); después, mediante su sucesor, el MEDE. Lo cierto es que en ambos casos se plantearon serias dudas en cuanto a su licitud (respecto del Derecho de la Unión) y, dando un paso más, su legitimidad sociopolítica. En cuanto que el modelo jurídico de la FEEF influyó de manera significativa en la configuración posterior del MEDE, conviene esbozar sus características básicas, ofreciendo posteriormente un análisis exhaustivo del MEDE y de los debates que este último ha suscitado a nivel jurisdiccional.

La FEEF se creó como una institución de Derecho privado (una sociedad anónima), con sede en Luxemburgo. Sin embargo, la creación de esta «entidad instrumental, garantizada por los Estados miembros participantes proporcionalmente, de forma coordinada y que vencería a los tres años, respetando los requisitos constitucionales de los Estados miembros, de una cantidad de hasta 440.000 millones de euros» se anunciaba formalmente en las Conclusiones del Consejo de 9 de mayo de 2010. La incierta naturaleza jurídica de este instrumento condicional de inyección de liquidez se completó por un Acuerdo Marco firmado

entre la FEEF y los Estados miembros de la zona euro, en el que se establecían sus objetivos y su funcionamiento<sup>463</sup>.

Ciertamente, y a diferencia del MEEF, la FEEF no guardaba ninguna relación con las normas de Derecho europeo, en lo que a su base jurídica se refiere. Al contrario, ésta se encontraba bajo la jurisdicción jurídica de Luxemburgo<sup>464</sup>. Su objetivo consistía en prestar apoyo a la estabilidad de los Estados miembros de la zona del euro, en forma de acuerdos de servicio de préstamo y de préstamos realizados al amparo de aquéllos. La financiación de la FEEF —asegurando una mínima capacidad de concesión de ayudas financieras para los Estados miembros del euro— se llevaba a cabo mediante la emisión o la contratación de «bonos, pagarés, efectos comerciales, títulos de deuda u otros mecanismos de financiación, [...] respaldados por garantías irrevocables e incondicionales de los Estados miembros de la zona del euro, que actuarían como avalistas respecto de dichos instrumentos de financiación»<sup>465</sup>.

Por otro lado, la concesión de los préstamos estaba supeditada a la negociación de un memorándum de entendimiento entre la Comisión (en representación de los Estados miembros de la eurozona) y el beneficiario (el «prestatario»). Además, se reconocía la posibilidad de intervención del BCE en distintos momentos clave del procedimiento de concesión del préstamo: primero, en la propia negociación del memorándum; segundo, en la elaboración de la propuesta de concesión presentada al Grupo de Trabajo del Eurogrupo; finalmente, en el momento de presentación, al mismo Grupo, del informe relativo al cumplimiento por el Estado beneficiario de las condiciones de política económica recogidas en el memorándum de entendimiento. En efecto, el cumplimiento de la condicionalidad se configuraba como requisito para el desembolso del préstamo.

---

<sup>463</sup> Acuerdo Marco de la Facilidad Europea de Estabilización Financiera, núm. 164, de 11 de julio de 2011, p. 76137- 76158, BOE-A-2011-11824.

<sup>464</sup> K. TUORI, «The european financial crisis. Constitutional aspects and implications», *EUI Law Working Papers*, núm. 28, 2012, p. 13.

<sup>465</sup> Acuerdo Marco de la Facilidad Europea de Estabilización Financiera, Considerando 4.



A través de la FEEF se produjeron inyecciones efectivas de fondos en Irlanda (febrero de 2011), Portugal (junio de 2011) y, nuevamente, en Grecia (marzo de 2012, representando este un segundo paquete de ayudas). Con todo, más allá de los —cuando menos— discutibles contornos jurídicos de este mecanismo financiero a la luz del Derecho de la Unión y de las Constituciones internas de los «beneficiarios», su eficiencia en rebajar los tipos de interés de las deudas soberanas de los Estados periféricos de la eurozona —reconstruyendo, de este modo, la ficción de (cualquier) bono soberano dentro de la UM como activo seguro— fue limitada, debido a su capacidad específica de financiación y su carácter temporal<sup>466</sup>. Un nuevo intento de salvar el euro surgiría con la creación del MEDE, esta vez diseñado como un instrumento permanente de apoyo a la estabilidad de los Estados miembros del euro. Merece la pena identificar a continuación su controvertido funcionamiento y las sentencias que validaron por la vía interpretativa su compatibilidad con el Derecho de la Unión y con las Constituciones estatales.

### **3.3. El MEDE, medida económica permanente**

#### **A. Los elementos constitutivos del MEDE**

El MEDE es una «institución financiera internacional» cuya creación se basa en un Tratado Internacional negociado entre los Estados miembros de la zona del euro<sup>467</sup>. Se trata de una organización pública que, bajo una dinámica típica crediticia,

---

<sup>466</sup> Sobre la insuficiencia de la FEEF, por su cuantía económica y la concreta configuración jurídica que, al establecerla como una entidad privada, requería un examen por las agencias de clasificación de activos, véase M.K. BRUNNERMEIER, H. JAMES, J.-P. LANDAU, *The Euro and the Battle of Ideas*, cit., p. 130.

<sup>467</sup> Tratado Constitutivo del Mecanismo Europeo de Estabilidad, hecho en Bruselas el 2 de febrero de 2012. BOE núm. 239, de 21 de junio de 2012, pp. 70375-70397. De acuerdo con su artículo 48.1, el Tratado entró en vigor el 27 de septiembre de 2012, con el depósito del instrumento de ratificación de la República Federal de Alemania. La reforma del MEDE, acordada en Bruselas el 27 de enero y el 8 de febrero de 2021, se encuentra pendiente de ratificación por los Estados miembros. El texto de la reforma está disponible en la siguiente página web: [https://www.esm.europa.eu/sites/default/files/migration\\_files/esm-treaty-amending-agreement-21\\_es.pdf](https://www.esm.europa.eu/sites/default/files/migration_files/esm-treaty-amending-agreement-21_es.pdf) (últ. consulta:1.9.2023).

Por otro lado, es imprescindible recordar aquí el rechazo político por acudir al MEDE a lo largo de la reciente crisis sanitaria, a pesar de la introducción de una nueva línea de crédito sometida a condiciones de muy distinta naturaleza que en el año 2012 («ESM Pandemic Crisis Support», PCS). Véase, al respecto, <https://www.esm.europa.eu/content/europe-response-corona-crisis> (últ. consulta:1.9.2023). En particular, el PCS se emitiría por un importe máximo del 2% del PIB de los Estados miembros, condicionado únicamente al apoyo efectivo de «los costes directos e indirectos relacionados con la asistencia sanitaria, la cura y la prevención de la COVID-19». Sobre la reforma

moviliza dinero condicional para sus miembros en los supuestos excepcionales en los cuales los mecanismos ordinarios de financiación han fallado; y cuando, además, todo ello pueda suponer un riesgo para la zona del euro en su conjunto<sup>468</sup>. El mecanismo asumió la función de apoyo a la estabilidad anteriormente ejercida por la FEEF y al MEEF<sup>469</sup>. En este sentido, la extinción de la primera quedó condicionada al desembolso de los préstamos pendientes, mientras que el MEEF desapareció automáticamente con la entrada en vigor del MEDE.

El capital autorizado del MEDE se conforma a partir de las aportaciones de los Estados miembros, de acuerdo con su clave de contribución<sup>470</sup>. El voto de cada Estado miembro tendrá un peso proporcional a su contribución inicial<sup>471</sup>. Asimismo, se establece una excepción de retirada del derecho de voto en caso de retraso en el pago<sup>472</sup>. La solicitud de asistencia financiera (SAF) se aprueba a decisión del Consejo de Gobernadores del MEDE, formado por «miembros con responsabilidad en materia financiera del Gobierno del miembro del MEDE»<sup>473</sup>. Además, el Presidente del Consejo de Gobernadores (con un mandato de dos años) puede coincidir —y de hecho, coincide generalmente— con el presidente electo del Eurogrupo<sup>474</sup>. Por otro lado, participan también en las reuniones del Consejo de Gobernadores del MEDE, en calidad de observadores, el miembro de la Comisión Europea responsable de

---

(pendiente de ratificación) del MEDE y el «MEDE sanitario», cfr. M. DANI, A.J. MENÉNDEZ MENÉNDEZ, «El gobierno europeo de la crisis del coronavirus», *Revista de Derecho Constitucional Europeo*, núm. 34 (julio-diciembre), 2020, [https://www.ugr.es/~redce/REDCE34/articulos/11\\_DANIA\\_MENENDEZ.htm#nueve](https://www.ugr.es/~redce/REDCE34/articulos/11_DANIA_MENENDEZ.htm#nueve). Para un análisis del PCS desde la ciencia política (sobre la base de una teoría neoinstitucionalista), véase G. DE ANGELIS, «A New Role for the European Stability Mechanism in Post-COVID-19 EMU? Explaining the Failure of the Pandemic Crisis Support and Assessing Ways Forward», *International Journal of Political Economy*, vol. 51, núm. 1 2022, pp. 18-32.

<sup>468</sup> Tratado del MEDE, Artículo 3.

<sup>469</sup> Tratado del MEDE, Considerando 1.

<sup>470</sup> Ascendiendo a 700.000 millones de euros. Tratado del MEDE, Anexo I.

<sup>471</sup> Tratado del MEDE, Artículo 4.7.

<sup>472</sup> Tratado del MEDE, Artículo 4.8.

<sup>473</sup> Tratado del MEDE, Artículo 5.1.

<sup>474</sup> *Ibid.*, Artículo 5.2.

asuntos económicos y monetarios y el Presidente del BCE, así como el Presidente del Eurogrupo (si no es el presidente o un gobernador)<sup>475</sup>.

Otra de las características esenciales del MEDE es la participación de las instituciones de la Unión en el proceso de negociación y concesión de la ayuda, así como en la supervisión del cumplimiento de las condiciones establecidas<sup>476</sup>. Dicha negociación —materializada en un memorándum de entendimiento (MoU)— se lleva a cabo entre la llamada «troika» y el Estado miembro en cuestión. La aprobación de la propuesta de acuerdo de servicio de asistencia financiera corresponde al Consejo de Gobernadores del MEDE<sup>477</sup>. Por último, la competencia para la interpretación del Tratado y la resolución de controversias en el marco del MEDE se atribuye al TJUE<sup>478</sup>.

Desde la perspectiva jurídico-constitucional, la compatibilidad de este mecanismo con el Derecho originario europeo, sobre todo con el artículo 125.1 del TFUE (*no bail out*) se planteó desde los primeros momentos<sup>479</sup>. En este contexto se

---

<sup>475</sup> *Ibid.*, Artículo 5.3.

<sup>476</sup> Véase, al respecto, S. PEERS, «Towards a New Form of EU Law?: The Use of EU Institutions outside the EU Legal Framework», *European Constitutional Law Review*, núm. 9, 2013, pp. 37-72. Sobre el uso de la Comisión y del TJUE (aunque no en el ámbito específico del MEDE), cfr. A. DE GREGORIO MERINO, «El Derecho de la Unión y el Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza en la Unión Económica y Monetaria», *Revista de Derecho Europeo*, núm. 45 (enero-marzo), 2013, pp. 27-60, esp. pp. 55-59; J. MARTÍN Y PÉREZ DE NANCLARES, «El nuevo Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza en la Unión Económica y Monetaria: reflexiones a propósito de una peculiar reforma realizada fuera de los Tratados constitutivos», *Revista de Derecho Comunitario Europeo*, núm. 42 (mayo-agosto), 2012, pp. 397-431, esp. pp. 414-419; R. MICCÙ, «Costituzionalizzare l'economia all'epoca della crisi. Note brevi sui deficit dell'UE e sulle sfide del governo economico sovranazionale», en F. ANGELINI, M. BENVENUTI, *Il diritto costituzionale alla prova della crisi economica*, Jovene, Napoli, 2012.

<sup>477</sup> Tratado del MEDE, Artículo 13.3, primer inciso.

<sup>478</sup> Tratado del MEDE, Artículo 37.

<sup>479</sup> M. AZPITARTE SÁNCHEZ, «El capitalismo sin mercado financiero y sus consecuencias sobre el Estado constitucional. Crónica política y legislativa del año 2012», *Revista Española de Derecho Constitucional*, núm. 100, enero-abril, 2014, pp. 151-179; A. AGUILAR CALAHORRO, «La decisión Pringle en el proceso de constitucionalización de la Unión Europea», *Revista Española de Derecho Constitucional*, núm. 101, mayo-agosto, 2014, pp. 337-380, p. 343. Sobre los antecedentes y las características estructurales del MEDE, véanse, entre otros, J. URBANEJA CILLÁN, «El Mecanismo Europeo de Estabilidad. Análisis a través de la jurisprudencia comunitaria en el asunto Pringle», *Anuario de la Facultad de Derecho*, vol. XXX, 2012-2013, pp. 123-159, esp. pp. 136-140; L. FROSINO, «Reformas en la gobernanza e incertidumbres en la culminación de la Unión Económica y Monetaria», *Revista Europea de Derecho Constitucional*, núm. 25 (enero-junio), 2016; M. LÓPEZ ESCUDERO, «Las interminables reformas de la gobernanza económica de la zona euro», *Revista General de Derecho Europeo*, núm. 27, 2012, pp. 1-9.

inserta también la reforma del artículo 136 del TFUE, introducida a raíz de la Decisión 2011/199/UE del Consejo Europeo, de 25 de marzo de 2011<sup>480</sup>. Su nuevo apartado tercero establece que «los Estados miembros cuya moneda es el euro podrán establecer un mecanismo de estabilidad que se activará cuando sea indispensable para salvaguardar la estabilidad de la zona del euro en su conjunto. La concesión de toda ayuda financiera necesaria con arreglo al mecanismo se supeditará a condiciones estrictas»<sup>481</sup>. A todas luces, se trataba de una modificación (impulsada por la República de Alemania) que pretendía facilitar superficialmente la interpretación acorde del MEDE con el Derecho de la Unión y, en particular, con el principio constitucional de no corresponsabilidad financiera<sup>482</sup>. Merece la pena realizar un apunte sobre el procedimiento y el contenido de la reforma del artículo 136 del TFUE.

La Decisión 2011/199/UE del Consejo Europeo entró en vigor el 1 de enero de 2013, sobre la base del artículo 48.6 del TUE. Por lo tanto, la reforma se introdujo en el Derecho originario de acuerdo con un procedimiento simplificado, que, recordemos, se inicia a través de la presentación del proyecto de revisión al Consejo por el Gobierno de cualquier Estado miembro, del Parlamento Europeo o de la Comisión. En este caso, el proyecto de revisión fue presentado por el Gobierno belga el 16 de diciembre de 2010<sup>483</sup>. Según los Tratados de la Unión, a través del procedimiento simplificado solo se podrán introducir modificaciones a la totalidad

---

<sup>480</sup> Decisión del Consejo Europeo, de 25 de marzo de 2011, que modifica el artículo 136 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea en relación con un mecanismo de estabilidad para los Estados miembros cuya moneda es el euro, *DO L* 91, 6.4.2011, p. 1–2

<sup>481</sup> Decisión 2011/199/UE, Artículo 1.

<sup>482</sup> D. SARMIENTO, *El Derecho de la Unión Europea*, 4ª ed., Marcial Pons, Madrid, 2022, p. 744. Sobre la «inutilidad del nuevo párrafo tercero del artículo 136 TFUE» y la presión política de Alemania en este sentido, en particular «exigiendo que el [MEDE] se viera acompañado de una reforma del TFUE para que dicho mecanismo encontrase un fundamento sólido en el derecho originario, [facilitando] su interacción» (y compatibilidad) con el artículo 125 del TFUE, cfr. L.M. HINOJOSA MARTÍNEZ, «La compatibilidad del Mecanismo Europeo De Estabilidad con el Derecho europeo: jurisprudencia para tiempos de crisis», en D.J. LIÑÁN NOGUERAS, A. SEGURA SERRANO, C. GARCÍA I SEGURA (coords.), *Las Crisis Políticas y Económicas: Nuevos Escenarios Internacionales*, Tecnos, Madrid, 2014 (versión sin editar en [https://digibug.ugr.es/bitstream/handle/10481/31649/Cap%C3%ADtulo%20MEDE\\_2013.pdf](https://digibug.ugr.es/bitstream/handle/10481/31649/Cap%C3%ADtulo%20MEDE_2013.pdf), esp. pp. 17-18).

<sup>483</sup> Decisión 2011/199/UE, Considerando 3.

o parte de las disposiciones de la tercera parte del TFUE, relativas a las políticas y acciones internas de la Unión, sin que la reforma suponga un aumento de las competencias atribuidas a la Unión. Con base en el proyecto de revisión, el Consejo adoptará, por unanimidad (nótese la cualificada necesidad de acuerdo, a diferencia de la regla de la mayoría cualificada del artículo 16.3 del TUE), una decisión para la materialización de la reforma, previa consulta al Parlamento Europeo y a la Comisión, así como al BCE en el caso de modificaciones institucionales en el ámbito monetario.

En el supuesto que aquí interesa, es ilustrativo que el Consejo hubiera realizado la consulta al BCE, por entender que un mecanismo de financiación permanente entre los Estados miembros del euro —como el previsto por la reforma del artículo 136 del TFUE— afectaría potencialmente la competencia del BCE en materia de política monetaria<sup>484</sup>. La opinión jurídica del BCE al respecto se plasmó en su Dictamen de marzo de 2011<sup>485</sup>, en el cual afirmaba explícitamente que

«incluso antes de su entrada en vigor, el texto del nuevo apartado 3 del artículo 136 TFUE contribuye a explicar, y con ello confirma, el alcance del artículo 125 TFUE en relación con la salvaguardia de la estabilidad financiera de la zona del euro en su conjunto, esto es, que la activación de la ayuda financiera temporal es en principio compatible con el artículo 125 del TFUE siempre que sea indispensable para dicha salvaguardia y se supedita a condiciones estrictas».

Además, el BCE señalaba los requisitos necesarios para mejorar la eficiencia y el funcionamiento del mecanismo permanente de estabilidad previsto en el futuro apartado tercero del artículo 136 del TFUE. Primero, sería conveniente, según el

---

<sup>484</sup> En la sentencia *Pringle*, el Tribunal de Justicia declaró al respecto que «aun siendo cierto que el artículo 48 TUE, apartado 6, párrafo segundo, dispone que “el Consejo Europeo se pronunciará por unanimidad previa consulta [...] al [BCE] en el caso de modificaciones institucionales en el ámbito monetario” no deja de serlo también que del quinto considerando de la Decisión 2011/199 resulta expresamente que el Consejo Europeo consultó al BCE por su propia iniciativa y no a causa de una obligación que le incumbiera en virtud de esa disposición. [...] En cualquier caso, la consulta del BCE sobre el nuevo proyecto de Decisión 2011/199 no puede afectar a la naturaleza del mecanismo de estabilidad previsto» (Sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea, de 27 de noviembre de 2012, C-370/12, *Pringle*, ECLI:EU:C:2012:756, párr. 61-62).

<sup>485</sup> Dictamen del BCE CON/2011/24, de 17 de marzo de 2011, sobre un proyecto de decisión del Consejo Europeo que modifica el artículo 136 del Tratado de funcionamiento de la Unión Europea en relación con un mecanismo de estabilidad para los Estados miembros cuya moneda es el euro, DO C 140, 11.5.2011, p. 8-11. [https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/c\\_14020110511es00080011.pdf](https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/c_14020110511es00080011.pdf) (últ. consulta: 1.9.2023)

BCE, que su efectiva creación se acordara mediante «un tratado sujeto al derecho internacional público y aprobado por los Estados miembros cuya moneda es el euro, de manera que las leyes nacionales [tuvieran] que ser compatibles con las disposiciones de dicho tratado». Segundo, el BCE hacía referencia a las reglas de toma de decisiones en el marco de este instrumento permanente, que en la práctica se identifican con las características exactas del MEDE. El BCE subrayaba, por un lado, la necesidad de emplear «todos los instrumentos apropiados para combatir eficazmente el contagio en situaciones de grave inestabilidad de los mercados» y, por otro lado, la exigencia de utilizar métodos concretos para evitar «el riesgo moral propio de todo mecanismo de gestión de crisis». En efecto, la prohibición del artículo 125 del TFUE junto con el principio de disciplina fiscal serían los dos componentes «indispensables para ofrecer incentivos de peso y duraderos para unas políticas fiscales y económicas adecuadas en los Estados miembros cuya moneda es el euro».

A pesar de reconocer la conveniencia de integrar al MEDE en el Derecho supranacional (en un momento posterior), bastaba según el BCE que «entretanto» se otorgara «a las Instituciones de la Unión un papel destacado, dadas su experiencia y su atención preferente al interés colectivo de la Unión». Con todo, la intervención específica del BCE en el mecanismo económico de estabilidad estaría limitada por la prohibición de financiación monetaria del artículo 123 del TFUE, al definirse esta como «uno de los pilares básicos del marco jurídico de la UEM». Recordaba el BCE, en este sentido, que la justificación de tal precepto atiende tanto a «razones de disciplina fiscal de los Estados miembros como [a la exigencia de] preservar la integridad de la política monetaria única y la independencia del BCE y del Eurosistema»<sup>486</sup>.

Las previsiones contenidas en el Dictamen del BCE delimitan con precisión los elementos constitutivos del MEDE, juridificados por el Derecho Internacional<sup>487</sup>. Interesa destacar aquí los principios que guían la efectiva concesión

---

<sup>486</sup> Dictamen del BCE CON/2011/24, de 17 de marzo de 2011, puntos 8-9.

<sup>487</sup> El significado constitucional de la consulta realizada al BCE en el contexto de la reforma del artículo 136 del TFUE se entiende mejor a la luz de la tesis general defendida por Anna Peycheva, cuya tesis doctoral señaló las potenciales consecuencias «legislativas» de las opiniones del BCE. Los Tratados de la Unión reconocen la competencia consultiva del BCE respecto de «cualquier propuesta de acto de la Unión que entre en su ámbito de competencia» (TFUE, Artículo 127.4). En

de apoyo a la estabilidad en el marco del MEDE, en particular, la subsidiariedad y la estricta condicionalidad. La asistencia financiera otorgada por el MEDE es subsidiaria siempre que el Estado solicitante del crédito se encuentre en la imposibilidad de financiarse a través de los mercados de deuda. En cualquier caso, el MEDE tendrá la condición de acreedor preferente<sup>488</sup>. Por otro lado, la condicionalidad se observa con claridad en el artículo 12.1 del Tratado del MEDE, que establece que la concesión del crédito conllevaría «una estricta condicionalidad, adaptada al instrumento de asistencia financiera elegido»<sup>489</sup>. Además, dicha condicionalidad se abre a concreciones diversas, «desde un programa de ajuste macroeconómico hasta una obligación de cumplimiento continuo de las condiciones de elegibilidad preestablecidas».

Avanzando en las señales político-constitucionales de legalidad «forzada» del MEDE a la luz del Derecho de la Unión —téngase presente aquí la propia reforma del artículo 136 del TFUE—, el Tratado del MEDE recogía expresamente la exigencia de que los memorandos de entendimiento respetaran «las medidas de coordinación de la política económica previstas en el TFUE» y, en particular, «cualquier acto del Derecho de la UE, incluido cualquier dictamen, advertencia, recomendación o decisión que se haya dirigido al miembro del MEDE en

---

este caso, el ámbito particular de la competencia potencialmente afectada por el artículo 136 del TFUE sería la política monetaria. Volviendo a la propuesta de Anna Peycheva, a pesar de que la opinión jurídica del BCE se emita sobre la base estricta de afectación de competencias reconocidas en los Tratados (sobre todo, la política monetaria, un área presuntamente «neutral» desde el punto de vista político), es posible observar potenciales «spill-overs» de tales opiniones jurídicas sobre otras áreas materiales del Derecho de la Unión (p.ej., la política económica). En este sentido, las opiniones jurídicas del BCE se convertirían en una vía informal (dado que estas carecen de efectos vinculantes) de comunicación, en sentido amplio, entre los distintos *stakeholders* dentro de la UEM. Véase solo la presentación general de esta propuesta prescriptiva en la página web del *European University Institute*: <https://www.eui.eu/people?id=anna-peycheva> ((últ. consulta: 1.9.2023).

<sup>488</sup> Tratado del MEDE, Considerando 13.

<sup>489</sup> Estos deberán adecuarse al concreto fin perseguido. Los distintos instrumentos financieros dentro del MEDE son los siguientes: una línea de crédito precautoria condicionada o una línea de crédito con condicionalidad reforzada (Tratado del MEDE, Artículo 14); préstamos afectados a la finalidad específica de recapitalizar las entidades financieras del miembro del MEDE (Artículo 15); préstamos sin afectación (Artículo 16); la adquisición de títulos de deuda soberana emitidos por un miembro del MEDE en el mercado primario (Artículo 17); por fin, operaciones en el mercado secundario en relación con los títulos de deuda soberana de un miembro del MEDE (Artículo 18).

cuestión»<sup>490</sup>. Con todo, los distintos intentos para ofrecer al MEDE garantías de legalidad no han sido suficientes para evitar su revisión jurisdiccional.

## **B. El MEDE a la luz de la jurisprudencia. El diálogo jurisdiccional sin precedentes en materias de política económica y monetaria**

Ciertamente, el diseño jurídico del MEDE ha sido objeto de controversias jurisdiccionales, dando lugar a un diálogo sin precedentes entre los tribunales europeos en materias relacionadas con la política económica y monetaria<sup>491</sup>. En las siguientes páginas se expondrán las objeciones planteadas desde la perspectiva de los ordenamientos jurídicos nacionales (en particular, el alemán) y después, las cuestiones de Derecho supranacional: la compatibilidad del MEDE con el principio de división de poderes en el marco de la Unión y la potencial vulneración del artículo 125 del TFUE (*no bail out*)<sup>492</sup>. En páginas posteriores se volverá sobre un aspecto pendiente de este breve recorrido jurisprudencial, en particular, la intervención de las Instituciones supranacionales en el MEDE. La conveniencia de situarlo en otro momento del discurso teórico se explica por la pregunta inherente a la que conlleva la participación activa de las Instituciones supranacionales en un organismo financiero intergubernamental, esto es, cuáles son las vías procesales de Derecho de la Unión para asegurar la rendición de cuentas jurídica de aquéllas<sup>493</sup>.

---

<sup>490</sup> Tratado del MEDE, Artículo 13.3, segundo inciso.

<sup>491</sup> Véase solo T. CAPETA, «The role of Courts in economic governance in the European Union», en F.J. CARRERA HERNÁNDEZ (dir.), *¿Hacia una nueva gobernanza económica de la Unión Europea?*, *cit.*, Capítulo V. La autora sostiene que los tribunales se conformarían como actores institucionales inevitables en la gobernanza económica de la Unión tras la crisis financiera—por lo menos hasta que la competencia relativa a la política económica se transfiera de forma total a la Unión (p. 189). Por otro lado, sobre el lugar «privilegiado» de los tribunales con funciones constitucionales en la dinámica democrática de resistencia (institucionalizada) a la austeridad, cfr. A. FARAHAT, X. ARZOZ (eds.), *Contesting Austerity. A Socio-Legal Inquiry*, *Ebook*: Hart - Oñati International Series in Law and Society, 2021, Part II («Austerity Measures under European and National Judicial Review»).

<sup>492</sup> La sistematización aquí empleada se fundamenta en el texto de A. AGUILAR CALAHORRO, «La decisión *Pringle* en el proceso de constitucionalización de la Unión Europea», *cit.*, que analiza en profundidad los tres elementos controvertidos desde la perspectiva del Derecho supranacional.

<sup>493</sup> Véase, al respecto, el punto V de este capítulo.



- a. Las consecuencias del MEDE sobre el ámbito constitucional de los Estados miembros. La respuesta del Tribunal Constitucional Federal Alemán

Un primer reto frente a la legalidad (y la legitimidad) del MEDE surgió desde la perspectiva de los ordenamientos jurídicos nacionales. El ejemplo más ilustrativo al respecto se encuentra en la Sentencia del Tribunal Constitucional Federal Alemán, de 12 de septiembre de 2012, que resuelve de forma conjunta seis recursos de inconstitucionalidad contra el Tratado del MEDE, la Ley de Financiación que lo acompaña y la reforma del artículo 136.3 TFUE<sup>494</sup>. El debate versó específicamente sobre la potencial vulneración del equilibrio constitucional de poderes y el principio democrático<sup>495</sup>.

Según los recurrentes, un mecanismo fiscal permanente como el MEDE provocaría una alteración sustancial de los límites que regulan el alcance de la competencia en materia de política monetaria, iniciándose *de facto* una nueva etapa de profundización en el proceso de integración europea. Se alegaba, en particular, que el MEDE vulneraría los dos pilares constitucionales de la unión económica y monetaria: de un lado, la prohibición del BCE y de los bancos centrales nacionales de otorgar préstamos a los Estados miembros (artículo 123 del TFUE) y, de otro lado, la prohibición de los Estados miembros de asumir o responder de los compromisos de otros Estados miembros (artículo 125.1 del TFUE)<sup>496</sup>.

En segundo lugar, señalaban los recurrentes que el Tratado del MEDE tendría una proyección inconstitucional sobre la estructura de poderes de la República Federal de Alemania, e incidiría de forma específica sobre el principio

---

<sup>494</sup> BVerfG, 2 BvR 1390/12, de 12 de Septiembre de 2012, ECLI:DE:BVerfG:2012:rs20120912.2bvr139012.

[http://www.bverfg.de/e/rs20120912\\_2bvr139012en.html](http://www.bverfg.de/e/rs20120912_2bvr139012en.html). La Sentencia tiene carácter provisional, quedando confirmada por la BVerfG, 2 BvR 1390/12, de 14 de marzo de 2014.

<sup>495</sup> Sobre el principio de democracia nacional y su articulación en el ordenamiento jurídico de la Unión, véase M. AZPITARTE SÁNCHEZ, «New Forms of Government Induced by Crisis Management», en A. FARAHAT, X. ARZOZ (eds.), *Contesting Austerity. A Socio-Legal Inquiry*, cit., pp. 43-58, esp. pp. 48-49. En cuanto al principio de democracia nacional y el MEDE, véase, del mismo autor, «Los confines de la democracia y la solidaridad», *Revista Española de Derecho Constitucional*, núm. 101 (mayo-agosto) 2014, pp. 301-336, esp. pp. 322 y 323.

<sup>496</sup> BVerfG, 2 BvR 1390/12, párr. 45.

democrático garantizado por la Norma Fundamental como elemento de identidad constitucional. Concretamente, se produciría una transferencia de las funciones presupuestarias correspondientes al Parlamento federal (*Bundestag*) hacia el MEDE, en el sentido de un empoderamiento en blanco<sup>497</sup>. Para sustanciar tal argumento, se alegaba que el objetivo del MEDE y las previsiones relativas a los requerimientos de capital<sup>498</sup> le permitirían a este influir de forma constante y casi automática en los presupuestos nacionales de los Estados miembros. De manera que, en última instancia, se configuraría una suerte de entidad bancaria de carácter excepcional encargada de la financiación de los Estados miembros que, debido a su régimen jurídico peculiar, se sustraería a las normas de supervisión prudencial<sup>499</sup>.

Por otro lado, la obligación de Alemania de cumplir con los requerimientos de capital en el marco del MEDE —sumada a las obligaciones financieras derivadas de las anteriores medidas económicas de inyección de liquidez en la eurozona— superarían los límites sustanciales ligados a la responsabilidad presupuestaria del Estado. En este sentido, las obligaciones asumidas internacionalmente por Alemania estarían en aparente incompatibilidad con sus obligaciones constitucionales, en particular con el límite de deuda soberana<sup>500</sup>. Además, la supuesta transferencia al MEDE de funciones estatales —cuyas consecuencias económicas condicionarían directamente la gestión del presupuesto estatal— vulneraría el principio democrático, positivizado en el artículo 20 (apartados 1 y 2) de la Ley Fundamental. Según los recurrentes, tal principio exigiría la intervención cualificada del Parlamento federal en la creación de instrumentos con semejante impacto financiero y constitucional. Tal requisito democrático no se cumpliría en el contexto específico

---

<sup>497</sup> En cuanto a la transferencia de competencias genéricas al MEDE, se alegaba una incompatibilidad sustancial con lo previsto en el artículo 38.1 de la Ley Fundamental, que establece lo siguiente: «Members of the German Bundestag shall be elected in general, direct, free, equal and secret elections. *They shall be representatives of the whole people, not bound by orders or instructions, and responsible only to their consciences*» (cursiva añadida). La versión inglesa de la Ley Fundamental alemana se puede consultar en línea: [https://www.constituteproject.org/constitution/German\\_Federal\\_Republic\\_2014?lang=en](https://www.constituteproject.org/constitution/German_Federal_Republic_2014?lang=en) (últ. consulta: 1.9.2023)

<sup>498</sup> Recogidos en los artículos 3, 8.5 y 25.2 del Tratado MEDE.

<sup>499</sup> BVerfG, 2 BvR 1390/12, párr. 47.

<sup>500</sup> Ley Fundamental, Artículos 109.3 y 115.2.

del MEDE, dado que se trata de una institución internacional creada por los Estados miembros de la eurozona, en cuyo desarrollo el poder legislativo nacional no interactúa con las Instituciones encargadas de conceder y supervisar los préstamos. Tampoco sería suficiente, en este sentido, la «mera» intervención del *Bundestag* en la ratificación del Tratado del MEDE o en la adopción de la Ley alemana de Financiación que lo acompañaba<sup>501</sup>.

A continuación, los recurrentes dividían en cinco argumentos su alegación general respecto de la presunta incompatibilidad del Tratado del MEDE con el principio del Estado democrático. En primer lugar, se afirmaba que el Tratado contendría provisiones ambiguas respecto de las aportaciones de capital requeridas a los Estados miembros. Al respecto, señalaban la insuficiencia del artículo 8.5 del Tratado del MEDE, según el cual la responsabilidad de los Estados miembros estaría limitada a la clave de participación establecida en el Anexo. En particular, avisaban sobre la imposibilidad de aplicar tal límite fiscal preestablecido en el caso concreto en el que el Estado miembro deudor incumpliera sus obligaciones de pago, puesto que de este hecho se derivaría siempre la necesidad automática de incrementar la contribución inicial de los Estados participantes en el MEDE. De modo que se reconocería, indirectamente, la efectiva responsabilidad solidaria entre los Estados miembros de la eurozona y, con ello, una transferencia del poder estatal de emitir deuda soberana a nivel supranacional. En otras palabras, los recurrentes señalaban que la ambigüedad de los preceptos relativos al capital del MEDE impedirían conocer con certeza la contribución concreta de Alemania en el MEDE, por lo que la gestión del presupuesto estatal dependería directamente de la capacidad del Estado deudor de cumplir con sus obligaciones crediticias y, en última instancia, de los costes de la deuda soberana de otros Estados miembros del MEDE<sup>502</sup>.

En segundo lugar, se advertía sobre la indebida subsidiariedad del *Bundestag* y del resto de los parlamentos nacionales en la toma de decisiones en el marco del MEDE, teniendo en cuenta que el poder decisorio reside, según el Tratado del MEDE, exclusivamente en el Consejo de Gobernadores. En este sentido, dicho

---

<sup>501</sup> BVerfG, 2 BvR 1390/12, párr. 49.

<sup>502</sup> *Ibid.*, párr. 50.

órgano intergubernamental intervendría *de facto* en el ámbito de decisión estatal, en particular en las decisiones de política presupuestaria de los Estados miembros del MEDE. Además, se recordaba que el artículo 19 del Tratado establecía la potestad exclusiva del Consejo de Gobernadores del MEDE para modificar la lista de instrumentos de asistencia financiera existentes en el marco del mecanismo internacional<sup>503</sup>.

En tercer lugar, entendían los recurrentes que el principio constitucional del Estado democrático quedaría asimismo vulnerado por el hecho de que el incumplimiento de las obligaciones contraídas en el marco del MEDE llevaría a la suspensión automática del poder de voto del Estado participante. Tal suspensión permitiría la adopción de decisiones externas a la visión política de Alemania por órganos externos al *Bundestag* y a los propios representantes del Gobierno nacional en el MEDE (en el Consejo de Gobernadores y el Consejo de Administración del MEDE). Además, recordaban que los efectos de las decisiones adoptadas en el MEDE sin la participación del Estado incumplidor seguirían siendo vinculantes para dicho Estado. De manera que, en lugar de que el *Bundestag* condicione la toma de decisiones en el MEDE según su cosmovisión nacional coyuntural, sería el propio MEDE —una institución financiera internacional— el origen de las decisiones de alcance materialmente constitucional para Alemania<sup>504</sup>.

En cuarto lugar, afirmaban los recurrentes que la obligación de secreto profesional de los representantes gubernamentales alemanes en el marco del MEDE<sup>505</sup> se traduciría en la obligación de abstenerse de informar al *Bundestag* sobre sus actuaciones. A través de esta opacidad intrínseca del MEDE se produciría una interrupción de la cadena democrática de rendición de cuentas, lo que resultaría a todas luces incompatible con artículo 23.2 de la Ley Fundamental<sup>506</sup>: «[t]he Bundestag and, through the Bundesrat, the Länder shall participate in matters

---

<sup>503</sup> BVerfG, 2 BvR 1390/12, párr. 51.

<sup>504</sup> *Ibid.*, párr. 52.

<sup>505</sup> Tratado del MEDE, Artículo 34.

<sup>506</sup> BVerfG, 2 BvR 1390/12, párr. 53.

concerning the European Union. The Federal Government shall keep the Bundestag and the Bundesrat informed, comprehensively and at the earliest possible time».

Por último, el carácter permanente y excepcional del mecanismo de estabilidad implicaría, en la práctica, una imposibilidad efectiva para que Alemania renunciara autónomamente a la participación en el MEDE en un momento posterior. Se derivaría de lo anterior la imposibilidad de aplicar el Derecho de los Tratados Internacionales<sup>507</sup> y, con ello, la evidente vulneración por el MEDE del principio de estatalidad soberana en cuanto que cesión indirecta de los derechos de soberanía (*Deutsche Staatlichkeit*)<sup>508</sup>.

La respuesta que dio el Tribunal Federal Constitucional alemán es sobradamente conocida hoy. A pesar de haber desestimado los recursos en cuestión, la sentencia del *Bundesverfassungsgericht* disminuye considerablemente las posibilidades político-constitucionales de Alemania de adoptar, a nivel supranacional, mecanismos fiscales de redistribución entre los Estados miembros de la eurozona. Según el Tribunal, y en relación con el caso específico del MEDE, la propia participación de Alemania dependería de la positivización de la clave de contribución económica en el Tratado internacional. En caso contrario se produciría una cesión de competencias «en blanco», vulneradora del art. 38.1 de la Ley Fundamental. Y, en cuanto a la teoría político-constitucional subyacente a la Ley Federal, avisaba el Tribunal lo siguiente: la función presupuestaria que le corresponde al *Bundestag* refleja la capacidad del Estado constitucional de modelarse a sí mismo de una forma democrática. La transferencia de competencias a cualquier institución ligada a la Unión Europea (o a la propia UE) debe conservar la autonomía del Parlamento para decidir sobre los ingresos y los gastos estatales, tanto en el presente como en el futuro<sup>509</sup>.

De manera ilustrativa, el Tribunal inicia su argumentación recordando los requisitos básicos para que una cesión del ejercicio de competencias estatales resulte

---

<sup>507</sup> En particular, el artículo 62 de la Convención de Viena sobre el Derecho de los Tratados, de 23 de mayo de 1969, aprobada en el seno de las Naciones Unidas, A/CONF.39/27 [https://treaties.un.org/doc/source/docs/A\\_CONF.39\\_11\\_Add.2-E.pdf](https://treaties.un.org/doc/source/docs/A_CONF.39_11_Add.2-E.pdf)

<sup>508</sup> BVerfG, 2 BvR 1390/12, párr. 55 y 56.

<sup>509</sup> BVerfG, 2 BvR 1390/12 (párr. 111 y 178 a 185); jurisprudencia consolidada en la BVerfG, 2 BvR 859/155, de 5 de mayo de 2020 (párr. 227).

constitucionalmente válida. Así, el requisito central se situaría en el concepto de *Kompetenz-Kompetenz* (la competencia de decidir sobre la propia competencia), que, en sí misma, está vetada a cualquier posible cesión. De ahí que la República Federal de Alemania no pueda transferir competencias genéricas (o competencias «en blanco») ni a la Unión ni a instituciones internacionales creadas en directa relación con la Unión. En otras palabras, la operación de transferencia del (ejercicio) de las competencias a dichos entes debería internalizar las garantías suficientes para que los poderes fundamentales del Estado se sigan ejerciendo, de manera efectiva, por los órganos constitucionales nacionales<sup>510</sup>.

El razonamiento del Tribunal incorpora condiciones (de democracia nacional) directamente aplicables al espacio constitucional europeo y a la UEM. Se advierte por la vía de la jurisdicción constitucional que la Ley Fundamental alemana solo permite la cesión de poderes estatales en materia de política monetaria (por contraposición a la política presupuestaria). Dando un paso más, Alemania está habilitada para ceder el ejercicio de la competencia en materia de política monetaria a la Unión en la medida en que el nuevo titular de dicha competencia (en sentido estricto, el BCE) se encuentre en condiciones efectivas de garantizar la estabilidad de la moneda. En este sentido, y según el Tribunal, el imperativo constitucional del artículo 88.2 de la Ley Federal (independencia del *Bundesbank*, positivizado con tal rango normativo precisamente para dar cumplimiento a los criterios de convergencia de Maastricht)<sup>511</sup> quedaría garantizado únicamente si el propio BCE cumpliera, primero, con el principio constitucional de independencia técnica y, segundo, con su objetivo primordial de mantener la estabilidad de precios<sup>512</sup>.

A la vez, el Tribunal declara que los dos requisitos que delimitan la posición constitucional del BCE en el Derecho supranacional (independencia técnica y

---

<sup>510</sup> BVerfG, 2 BvR 1390/12, párr. 105.

<sup>511</sup> Establece este artículo que «[t]he Federation shall establish a note-issuing and currency bank as the Federal Bank. Within the framework of the European Union, its responsibilities and powers may be transferred to the European Central Bank, which is independent and committed to the overriding goal of assuring price stability».

<sup>512</sup> Reconocido en los artículos 127.1 y 130 del TFUE. BVerfG, 2 BvR 1390/12, ap. 115. La continuación de esta saga se encuentra en BVerfG, 2 BvR 859/155, de 5 de mayo de 2020.

garantía de la estabilidad de los precios) están en intrínseca relación con la prohibición de este órgano de financiar deuda pública (artículo 123 del TFUE) y con el principio constitucional de disciplina fiscal (artículo 126 del TFUE). En este sentido, el respeto del Derecho originario de la Unión se traduce simultáneamente en la garantía del Derecho constitucional interno (alemán). En consecuencia, una vulneración de la prohibición del artículo 123 del TFUE conllevaría la vulneración de la Ley Fundamental alemana<sup>513</sup>. En otras palabras, la cosmovisión alemana basada en la disciplina del mercado constituye, según el *Bundesverfassungsgericht*, una pieza fundacional de la Constitución económica de la Unión y, por extensión, del proceso de integración europea, en tanto en cuanto cualquier medida incondicional (sea fiscal o monetaria) con efectos redistributivos a nivel supranacional supondría una acción contraria al Derecho constitucional alemán y, a modo de un eterno retorno, de los principios constitucionales de la UEM (a su vez profundamente inspirados en la concepción económica alemana).

Tras haber aclarado la teoría político-constitucional que condiciona la adhesión y la permanencia de Alemania en la Unión, el Tribunal confirma la legalidad del MEDE a la luz del Derecho (supra)nacional, basándose en los siguientes argumentos. En primer lugar, la creación del MEDE ni conlleva una vulneración de la independencia del BCE ni afecta su capacidad para garantizar la estabilidad de los precios, dado que la propia esencia intergubernamental del mecanismo confirmaría la voluntad de los Estados miembros de mantener al BCE en el ámbito estricto de sus competencias supranacionales (en lo que aquí interesa, en materia de política monetaria). En segundo lugar, la reforma del artículo 136 del TFUE atribuye legitimidad democrática al MEDE, en cuanto que reconoce a los propios Estados miembros —y a sus órganos constitucionales nacionales— la propia decisión de crear el MEDE. Sobre todo, el Tribunal subraya el papel cualificado del Parlamento federal<sup>514</sup>.

En tercer lugar, el Tribunal reitera que el acceso a la información por el Parlamento es un elemento fundamental para la conformación autónoma de las

---

<sup>513</sup> BVerfG, 2 BvR 1390/12, párr. 116.

<sup>514</sup> BVerfG, 2 BvR 1390/12, párr. 129 a 133.

decisiones democráticas en materia de control presupuestario. Contrario a lo alegado por los recurrentes, el *Bundesverfassungsgericht* declara la compatibilidad del Tratado del MEDE con dicha exigencia constitucional, dado que el secreto profesional que vincula a los representantes gubernamentales en el marco del MEDE se refiere a entidades externas a los Estados miembros. Desde este entendimiento, es evidente que el Parlamento nacional de un Estado miembro del MEDE no puede ser considerado un poder externo al propio Estado miembro<sup>515</sup>.

En cuarto lugar, el Tribunal desestima la alegación según la cual el MEDE imposibilitaría la retirada unilateral del Tratado y, con ello, la finalización de las obligaciones financieras contraídas en el marco de este instrumento internacional. Al contener un límite presupuestario concreto —esto es, la clave de contribución correspondiente a cada Estado participante, recogida en el Anexo I—, el MEDE habría integrado garantías suficientes para que cualquier incremento de capital por parte de Alemania reciba (y exija) la previa autorización parlamentaria. Por otro lado, el Tribunal recuerda que el requisito de unanimidad en el Consejo de Gobernadores se aplica tanto para los incrementos del capital inicial del MEDE como para la modificación de la lista de instrumentos de asistencia financiera<sup>516</sup>. De este modo, lo que se garantiza es un poder de veto de los Estados miembros en las cuestiones de mayor incidencia potencial sobre los presupuestos nacionales. Además, dado que el ministro de finanzas —integrante del Consejo de Gobernadores del MEDE y, a la vez, del poder ejecutivo alemán— es responsable políticamente frente al parlamento nacional, el cumplimiento del principio democrático queda suficientemente garantizado<sup>517</sup>.

Por último, el Tribunal señala la necesidad de cumplir con las obligaciones financieras contraídas en el marco del MEDE (en el caso de Alemania, la suscripción de capital inicial), a fin de evitar la suspensión del voto del Estado participante. En cualquier caso, se recuerda que los requerimientos de capital no podrán superar el límite máximo de la obligación contraída en el Anexo I del Tratado (la clave de

---

<sup>515</sup> *Ibid.*, párr. 111 y 178 a 185.

<sup>516</sup> Tratado del MEDE, Artículo 5.6.

<sup>517</sup> BVerfG, 2 BvR 1390/12, párr. 175 a 185.



contribución), por lo que, en principio, no existirían razones aparentes que motiven el incumplimiento por Alemania de sus compromisos financieros. Finalmente, el *Bundesverfassungsgericht* reconoce que la competencia jurisdiccional del TJUE en las controversias derivadas del mecanismo de estabilidad supone una garantía suficiente para evitar la suspensión indebida del voto alemán en los órganos de gobierno del MEDE. Precisamente en esta sede judicial se dirimió la segunda controversia constitucional relacionada con dicho instrumento de apoyo a la estabilidad. El TJUE también confirma su legalidad, esta vez desde la perspectiva del Derecho supranacional<sup>518</sup>.

b. Compatibilidad del MEDE con el Derecho de la Unión. Asunto C-370/12, Pringle

El examen del MEDE a la luz del Derecho de la Unión se llevó a cabo en lo que podríamos denominar la sentencia fundacional de la UEM de 27 de noviembre de 2012, recaída en el asunto asunto C-370/12, *Pringle*. Se trataba de una petición de cuestión de prejudicial planteada por la *Supreme Court* de Irlanda, a raíz de un litigio interpuesto por el Sr. Thomas Pringle contra el Gobierno irlandés. La Sentencia *Pringle* se centra en la conformidad de la Decisión 2011/199, de 25 de marzo de 2011, que modifica el artículo 136 del TFUE, con el Derecho originario de la Unión. Merece la pena observar el razonamiento desarrollado por el TJUE en relación los siguientes aspectos: (i) la compatibilidad del MEDE con el principio de división de poderes en el marco de la Unión y (ii) la potencial vulneración del artículo 125 del TFUE (*no bail out*).

i. *El MEDE y el principio de división de poderes en el marco de la Unión*

La primera cuestión analizada por el TJUE se refirió a las potenciales consecuencias ilegítimas del MEDE sobre la distribución de competencias que los Tratados fundacionales establecen entre la Unión y sus Estados miembros. El Sr. Pringle, recurrente en la instancia nacional, alegaba al respecto que la reforma del artículo 136 del TFUE implicaría un aumento de las competencias atribuidas a la

---

<sup>518</sup> Sentencia, *Pringle*, *cit.*

Unión. En este sentido, la introducción del apartado tercero del artículo 136 del TFUE mediante el procedimiento de revisión simplificado sería incongruente e ilegítima, en cuanto que vulneraría la prohibición del artículo 48 del TUE de aumentar las competencias de la Unión mediante el procedimiento de reforma simplificado. En segundo lugar, la creación del MEDE por acuerdo intergubernamental produciría una invasión —por los Estados participantes— de las competencias de la Unión en las materias de política económica y monetaria.

El Tribunal de Justicia (TJ) confirma la adecuación de la Decisión 2011/199 al Derecho originario a la luz de las cuestiones planteadas por el recurrente. El Tribunal declara que la propia Decisión (en su artículo 1) reconoce la competencia de los Estados miembros para establecer un mecanismo permanente de estabilidad. El elemento clave sobre el que pivota la argumentación del TJ se encuentra en la «estricta condicionalidad» prevista para la asistencia financiera en el marco del MEDE. Dicho componente tendría la finalidad de «garantizar que el MEDE respetará en su funcionamiento el Derecho de la Unión». Por su parte, la Abogada General Juliane Kokott proponía una interpretación similar, centrándose en «el contexto normativo y en la génesis» del artículo 136 del TFUE. Dicha interpretación permitiría afirmar que el objeto de la estricta condicionalidad debía tener necesariamente naturaleza política-económica. Siguiendo el razonamiento lógico de la Abogada General Kokott, se recuerda que los Tratados reconocen a la Unión una competencia general en materia de política económica, «incluida la regulación de la ayuda financiera»<sup>519</sup>. Se concluye que la Decisión 2011/199 no introduce competencias nuevas para la Unión, por lo que tampoco vulnera la prohibición del artículo 48.1 del TUE, alegada por el Sr. Pringle<sup>520</sup>.

Por otro lado, el TJ también logra salvar por la vía interpretativa el reproche de legalidad relacionado con una invasión potencial de competencias de la Unión por los Estados miembros (en materias de política monetaria y coordinación de las políticas económicas nacionales). En efecto, sobre todo en este punto controvertido

---

<sup>519</sup> TFUE, Artículos 5.1, 119.1 y 120.

<sup>520</sup> Sentencia *Pringle*, ap. 72 y 73. Apartados 43 a 46 de las Conclusiones del Abogado General, de 26 de octubre de 2012, *Pringle*, C-370/12, EU:C:2012:675.

se observa el razonamiento de «crisis» del TJ (y de la Abogada General)<sup>521</sup>, pues era evidente que solo una interpretación literal, alejada de la realidad material, podría justificar la efectiva conformidad del MEDE con el Derecho originario<sup>522</sup>. En este sentido, el TJ realiza la (hoy notoria) separación conceptual entre la competencia en materia de política monetaria y la competencia relativa a la política económica. Mientras que la primera de ellas se configura como una competencia exclusiva de la Unión, la segunda conforma la expresión por excelencia de la «gobernanza económica europea» en cuanto que su alcance se reduce a una función compartida entre la Unión y los Estados miembros. Siendo la garantía de la estabilidad de los precios el objetivo de la primera, el titular legítimo de dicha competencia es exclusivamente el BCE, cuya independencia está garantizada por los propios Tratados fundacionales<sup>523</sup>.

En cambio, el TJ declara que el objetivo del MEDE («preservar la estabilidad de la zona del euro en su conjunto») no es equiparable al objetivo de la política monetaria (el mantenimiento de la estabilidad de precios): «aun si la estabilidad de la zona del euro puede tener repercusiones en la estabilidad de la moneda utilizada en esa zona, una medida de política económica no puede equipararse a una medida de política monetaria por el solo hecho de que pueda tener efectos indirectos en la estabilidad del euro». Además —en cuanto a los medios empleados para conseguir los objetivos encomendados— «la concesión de una ayuda financiera a un Estado miembro no forma parte de la política monetaria»<sup>524</sup>. En otras palabras, lo que determina que una medida tenga naturaleza económica o monetaria dependerá del objetivo (teórico) perseguido por tal medida.

Tras haber excluido superficialmente la relación directa del MEDE con los objetivos y los instrumentos de la política monetaria, el TJ lo define como un

---

<sup>521</sup> L.M. HINOJOSA MARTÍNEZ, «La compatibilidad del Mecanismo Europeo De Estabilidad con el Derecho europeo: jurisprudencia para tiempos de crisis», *cit.*

<sup>522</sup> P. CRAIG, «Pringle: Legal Reasoning, text, purpose and teleology», *Maastricht Journal of European and Comparative Law*, vol. 20, núm. 3, 2013, pp. 3-11, p. 3. Disponible en línea: <https://www.repository.law.indiana.edu/facpub/2123> (últ. consulta: 1.9.2023).

<sup>523</sup> Sentencia *Pringle*, párr. 52 a 54.

<sup>524</sup> *Ibid.*, párr. 56 y 57.

mecanismo «complementario del nuevo marco normativo para el reforzamiento de la gobernanza económica de la Unión», vinculado a la competencia compartida entre la Unión y los Estados miembros en la materia de política económica. A diferencia de los preceptos de Derecho originario que garantizan la disciplina fiscal de los Estados miembros (artículos 123 y 125 del TFUE), cuyo carácter es preventivo y tienen por finalidad «reducir en cuanto sea posible el riesgo de crisis de la deuda soberana», [...] «el establecimiento del MEDE pretende gestionar crisis financieras que, a pesar de las acciones preventivas que se hubieran emprendido, pudieran no obstante surgir»<sup>525</sup>.

Concluye el TJ que, a falta de competencia específica de la Unión en materia de política económica (más allá de la previsión genérica de un poder de «coordinación»<sup>526</sup>), la competencia para introducir un mecanismo permanente de estabilidad corresponde a los Estados miembros<sup>527</sup>. En consecuencia, la Decisión 2011/199 y el apartado tercero del artículo 136 TFUE son perfectamente compatibles con el Derecho originario. Además, no solo no invaden las competencias atribuidas a la Unión, sino que contribuirían a reforzar la gobernanza económica europea<sup>528</sup>.

*ii. La compatibilidad del MEDE con la cláusula de no corresponsabilidad financiera del artículo 125.1 TFUE*

La adjudicación constitucional «para tiempos de crisis» se hace patente, asimismo, en la interpretación que el TJ y la Abogada General Kokott aplican para salvar la compatibilidad del MEDE con la prohibición de corresponsabilidad financiera entre los Estados miembros de la Unión. En las páginas anteriores se ha visto que el artículo 125 del TFUE es, a su vez, una proyección del principio de democracia nacional—más concretamente, una manifestación supranacional de la teoría constitucional alemana de la integración europea. No es sorprendente,

---

<sup>525</sup> *Ibid.*, párr. 58 y 59.

<sup>526</sup> TFUE, Artículos 2.3 y 5.1.

<sup>527</sup> Sobre la base de los artículos 4.1 y 5.2 del TFUE.

<sup>528</sup> Sentencia *Pringle*, párr. 64 y 68.

entonces, que los límites sustanciales de esta prohibición según el TJ integren los ecos de la visión del *Bundesverfassungsgericht*: toda asistencia financiera concedida a través del MEDE —y, por extensión, la asistencia financiera sobre la base del artículo 136.3 del TFUE— deberá asegurar la disciplina presupuestaria de los Estados miembros individualmente considerados. En otras palabras, la sentencia *Pringle* constitucionaliza —por reconocer su función constitutiva en la Constitución económica de la Unión— la condicionalidad macroeconómica dentro de la UEM: «la activación de una ayuda financiera en virtud de un mecanismo de estabilidad como el MEDE sólo es compatible con el artículo 125 TFUE si es indispensable para la salvaguardia de la estabilidad financiera de la zona del euro en su conjunto y se supedita a condiciones estrictas»<sup>529</sup>.

En su sentencia, el TJ desmantela las posibilidades teóricas de existencia de un «safe asset» europeo, ya que el principio constitucional de la UEM —los Estados miembros unidos en moneda, pero solitarios en la quiebra— se mantiene: cada Estado responderá individualmente de los compromisos crediticios que hubieran asumido (independientemente de la razón originaria que hubiera presionado sobre los tipos de deuda fiscal). Sin embargo, en tiempos de excepcionalidad económica, el artículo 125 del TFUE permitiría, según el Tribunal, «la concesión de una asistencia financiera por uno o varios miembros a un Estado miembro que siga siendo responsable de sus propios compromisos frente a sus acreedores». Aplicando tal principio general al caso concreto, el TJ declara que las líneas de crédito disponibles a través del MEDE no alteran la situación jurídica originaria del Estado deudor, ya que el MEDE no implica una transferencia de las responsabilidades financieras desde el Estado deudor al MEDE<sup>530</sup>.

---

<sup>529</sup> *Ibid.*, párr. 135, 138 y 143.

<sup>530</sup> Según el Tribunal, dicha exigencia quedaría garantizada en todos los instrumentos financieros existentes en el marco del MEDE. En primer lugar, el propio artículo 13.6 del Tratado del MEDE establece que «toda asistencia financiera concedida en virtud de los artículos 14 a 16 de este debe ser reembolsada al MEDE por el Estado miembro beneficiario». Tampoco se produciría una transmisión de las obligaciones contraídas a través de los instrumentos financieros que permiten la compra por el MEDE en el mercado primario de títulos de deuda soberana emitidos por un miembro del MEDE (artículos 17 y 18 del Tratado del MEDE). Lo mismo se afirma en relación con la compra en el mercado secundario de los títulos de deuda soberana, pues «el hecho de que el MEDE, en calidad de adquirente en ese mercado [...], pague un precio al tenedor de esos títulos, acreedor del miembro del MEDE emisor, no significa que el MEDE asuma la deuda de ese miembro

Es evidente que, a pesar de que la condición crediticia inicial se mantenga superficialmente en tanto en cuanto el Estado deudor sigue siendo deudor, el acreedor inicial desaparece, dejando espacio para la actuación del MEDE como nuevo titular del crédito<sup>531</sup>. En este sentido, la Abogada General Kokott solo avisaba sobre los peligros potenciales de una asunción indirecta de la responsabilidad crediticia de otro Estado miembro, para aclarar posteriormente que el caso del MEDE no incumple tal prohibición. Aunque se oponía desde el primer momento a una interpretación amplia de la prohibición del artículo 125 TFUE (i.e. en el sentido de que el objeto de la prohibición se referiría a cualquier interacción financiera entre los Estados miembros, p.ej., conceder un préstamo voluntario), la Abogada también rechazaba la posibilidad de restringir el alcance del artículo 125 del TFUE al caso estricto de la emisión conjunta de deuda soberana. Avisaba, al respecto, que esta cláusula «carecería de sentido si se prohibiera a los Estados miembros asumir directamente compromisos pero les resultara fácil eludir esa prohibición a través de una asunción indirecta. [...] [L]a interpretación del artículo 125 no puede hacer que las prohibiciones que en él se establecen queden absolutamente vacías de contenido»<sup>532</sup>.

En cambio, acudiendo a un método teleológico de interpretación de la norma, la Abogada declaraba que la finalidad del artículo 125 del TFUE debía ser la de «excluir evidentemente al menos la confianza de los Estados miembros en que sus deudas las saldarían otros Estados miembros e incitar así al desarrollo política presupuestara moderada». Por lo tanto, se confirma en las Conclusiones de la Abogada General Kokott que la razón de ser del artículo 125 TFUE es reducir el riesgo de *moral hazard* fiscal de los Estados miembros. En conclusión, «solo» se prohíbe en la normativa originaria de la Unión la asunción directa de las

---

del MEDE frente a ese acreedor. En efecto, el referido precio puede diferir sensiblemente del valor de los créditos incorporados en esos títulos, porque depende de la ley de la oferta y la demanda en el mercado secundario de los títulos de deuda soberana emitidos por el miembro del MEDE interesado». Sentencia *Pringle*, párr. 139 a 141.

<sup>531</sup> K. TUORI, K. TUORI, *The Eurozone Crisis. A constitutional Analysis*, Cambridge University Press, Cambridge, 2014, p. 126; P. CRAIG, «Pringle: Legal Reasoning, text, purpose and teleology», *cit.*, p. 9.

<sup>532</sup> Conclusiones presentadas por la Abogada General Kokott, párr. 131.

responsabilidades crediticias de otro Estado miembro frente a sus respectivos acreedores<sup>533</sup>. De manera que, en la Unión Económica y Monetaria, «cada Estado miembro y sus potenciales acreedores [sabrán] que no puede existir jamás un derecho a requerir a otro Estado miembro para que cumpla»<sup>534</sup>.

Por último, es imprescindible dar cuenta del razonamiento jurídico a través del cual el TJ consigue, a la vez, reafirmar la eficacia jurídica del principio constitucional de la disciplina fiscal, y —de acuerdo con la propuesta de los autores Tuori y Tuori— reconocer un nuevo objetivo de relevancia fundacional para la UEM en tiempos de crisis, «la estabilidad financiera de la zona del euro en su conjunto y de sus Estados miembros»<sup>535</sup>. Además, para sustanciar tal creación jurisdiccional de un «objetivo superior de la Unión», el tribunal se apoya nada menos que en el Dictamen del BCE sobre el proyecto de reforma del artículo 136 del TFUE:

«[...] el artículo 125 TFUE trata de asegurar que los Estados miembros observan una política presupuestaria sana [...] En efecto, la prohibición [...] garantiza que, cuando contraigan deudas, los Estados miembros permanezcan sujetos a la lógica del mercado, la cual debe incitarles a mantener una disciplina presupuestaria. El respeto de esa disciplina contribuye a escala de la Unión a la realización de un objetivo superior, a saber, el mantenimiento de la estabilidad financiera de la unión monetaria.

Atendiendo a ese objetivo perseguido por el artículo 125 TFUE, es preciso estimar que esa disposición prohíbe a la Unión y a los Estados miembros la concesión de una asistencia financiera cuyo efecto fuera debilitar la incitación del Estado miembro beneficiario de esa asistencia a seguir una política presupuestaria sana. Como resulta del punto 5 del dictamen

---

<sup>533</sup> Concluye la Abogada General que el artículo 125 del TFUE «prohíbe, con arreglo a su tenor, su sistema y su finalidad, únicamente la asunción directa de compromisos de otro Estado miembro en el sentido de una asunción o de un cumplimiento de dichos compromisos que favorezca directamente a los acreedores. Con ello no se impide en principio a los Estados miembros conceder un préstamo a otro Estado miembro», párr. 151. En igual sentido, véase la Sentencia *Pringle*, para. 137.

<sup>534</sup> Conclusiones presentadas por la Abogada General Kokott, párr. 145-147.

<sup>535</sup> Por primera vez sobre la estabilidad financiera como nuevo objetivo de la Constitución macroeconómica de la Unión, véase K. TUORI, K. TUORI, *The Eurozone Crisis. A constitutional Analysis*, Cambridge University Press, Cambridge, 2014. En particular, sostienen los autores que, mientras que el artículo 125 TFUE y su objetivo inmediato (el mantenimiento de la disciplina presupuestaria) habrían sido configurados para circunstancias de normalidad económica, en tiempos de crisis surgiría un objetivo distinto, la estabilidad financiera. Se trataría, en particular, de un objetivo mediano, más genérico y, sobre todo, indispensable para la continuidad del proyecto de integración europea (cfr. esp. p. 24). Véase asimismo K. TUORI, F. LOSADA, «The emergence of the new over-riding objective of financial stability», en M. GONZÁLEZ PASCUAL, A. TORRES PÉREZ (eds.), *Social Rights and the European Monetary Union: Challenges Ahead*, Edward Elgar, Cheltenham, 2022, pp. 51-70.

del BCE sobre un proyecto de decisión del Consejo Europeo que modifica el artículo 136 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea en relación con un mecanismo de estabilidad para los Estados miembros cuya moneda es el euro, la activación de una ayuda financiera en virtud de un mecanismo de estabilidad como el MEDE sólo es compatible con el artículo 125 TFUE si es indispensable para la salvaguardia de la estabilidad financiera de la zona del euro en su conjunto y se supedita a condiciones estrictas»<sup>536</sup>.

Ciertamente, será esta misma innovación conceptual —el reconocimiento de un objetivo macroeconómico supranacional distinto de los clásicos dos (política económica y política monetaria)— la que le permitiría al Tribunal de Justicia consolidar su jurisprudencia de crisis en años posteriores. A la luz de la naturaleza material polifacética del nuevo «objetivo superior» de la UEM y de la Unión misma (i.e. por relacionarse estrechamente bien con la política económica bien con la política monetaria, según la medida concreta), el TJ salvará, según las inminencias económicas y políticas, la legalidad de cada una de las medidas anticrisis adoptadas a partir del 2010<sup>537</sup>.

Puesto que el objetivo de la estabilidad financiera de la Unión y de sus Estados miembros impulsará, a partir del 2012, la creación de la Unión Bancaria, a continuación se explicarán sus componentes básicos. Se pretende, con ello, advertir sobre un nuevo intento (político) de recomponer la ficción de las deudas soberanas como «safe assets» a nivel de zona monetaria única. Esta vez, la vía elegida no consistió en una inyección activa de liquidez entre los Estados participantes, sino en la creación de una original institución adscrita al Derecho supranacional, que pretende primero, romper el vínculo entre los riesgos de insolvencia de las entidades de crédito con los del Estado y, segundo, señalar hacia los mercados internacionales la solidez de la banca privada de la Unión, apoyada ahora en un «credible fiscal backing»<sup>538</sup>. Con todo, la identificación de dicha red de soporte fiscal de la banca

---

<sup>536</sup> Sentencia *Pringle*, párr. 135.

<sup>537</sup> Sobre la naturaleza material «flexible» del objetivo de la estabilidad financiera, permitiendo su acomodo por la vía interpretativa y resultando, de este modo, especialmente oportuno en tiempos de crisis, cfr. K. TUORI, F. LOSADA, «The emergence of the new over-riding objective of financial stability», *cit.*, *passim*.

<sup>538</sup> M.K. BRUNNERMEIER, H. JAMES, J.-P. LANDAU, *The Euro and the Battle of Ideas*, *cit.*, p. 176.



privada europea requiere desvelar las claves del laberinto institucional de la Unión Bancaria.

### **3.4. La Unión Bancaria como laberinto institucional: recomponiendo la ficción del «safe asset» en la eurozona**

#### **A. La interconexión sustancial y procedimental entre los pilares de la Unión Bancaria**

En 2012, a propuesta de la Comisión, los representantes políticos acordaron la creación de la Unión Bancaria (UB)<sup>539</sup>, con el fin de «salvaguardar la estabilidad financiera de la zona euro en su conjunto, reducir la fragmentación financiera y restablecer el crédito normal a la economía»<sup>540</sup>. La UB se compone actualmente de dos pilares (supervisión y resolución bancarias) y pretende integrar, en el futuro, un (controvertido) fondo de depósitos europeo (EDIS, por sus siglas en inglés)<sup>541</sup>. A pesar de su clasificación jurídica e institucional en distintos «pilares», la interconexión sustancial y procedimental entre las vertientes de supervisión, resolución y (los fondos para garantizar mínimamente) los depósitos bancarios, es innegable. En este sentido, el diseño general de la UB se basa «en un alto grado de integración federal y originalidad»<sup>542</sup>, al poner en común la actuación de las diferentes autoridades supranacionales responsables de la supervisión prudencial y de la resolución bancaria, respectivamente, con la participación de las autoridades nacionales competentes en las mismas materias. Además, a todo este entramado institucional le resulta de aplicación, al mismo tiempo, las normas relevantes de Derecho de la

---

<sup>539</sup> COMISIÓN EUROPEA, «Comunicación al Parlamento Europeo y al Consejo: Hoja de ruta hacia una unión bancaria», COM/2012/0510 final, 12.9.2012. Disponible en: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?uri=CELEX%3A52012DC0510> (últ. consulta: 1.9.2023)

<sup>540</sup> Conclusiones del Consejo Europeo EUCO 104/2/13, de 27-28 de junio de 2013, Bruselas, pp. 9-10; «Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo y al Consejo: hoja de ruta hacia la unión bancaria», *cit.*

<sup>541</sup> COMISIÓN EUROPEA, «Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo, al Banco Central Europeo, al Comité Económico y Social Europeo y al Comité de las Regiones: sobre la culminación de la unión bancaria», COM/2017/0592 final, Bruselas, 11.10.2017 (esp. p. 10).

<sup>542</sup> D. SARMIENTO, *El Derecho de la Unión Europea*, *cit.*, p. 762.

Unión y las normas provenientes de los ordenamientos jurídicos nacionales, generalmente adoptadas en transposición de directivas de la Unión<sup>543</sup>.

El primer pilar de la UB es el Mecanismo Único de Supervisión (MUS) y su naturaleza es esencialmente preventiva, en cuanto que busca garantizar el cumplimiento del marco regulatorio establecido y el correcto funcionamiento del mercado financiero, reduciendo el riesgo de contagio a nivel supranacional<sup>544</sup>. El segundo pilar es el Mecanismo Único de Resolución (MUR, junto con un Fondo Único de Resolución, FUR)<sup>545</sup>, y su función es más bien «correctiva o paliativa», dado que entra en acción sobre la base de una situación de grave dificultad financiera de una entidad de crédito<sup>546</sup>. Los dos pilares vigentes de la UB se apoyan en un código normativo único, que establece los requisitos de capital para las entidades de

---

<sup>543</sup> Para una ilustración práctica de los potenciales problemas jurídicos derivados de esta interconexión de ordenamientos jurídicos y autoridades competentes (nacionales y supranacionales), véase solo la Sentencia del Tribunal General de 12 de octubre de 2022, *Francesca Corneli c. BCE*, asunto T-502/19, EU:T:2022:627 (actualmente recurrida en casación ante el Tribunal de Justicia, asunto C-777/22 P). La sentencia resuelve un recurso de anulación interpuesto por un accionista minoritario de un banco establecido en Italia (Banca Carige) contra una Decisión del BCE, y versa sobre la interpretación ilegítima aplicada por el BCE al Derecho nacional en materia de supervisión prudencial (que había traspuesto, a su vez, la directiva europea en la materia).

<sup>544</sup> D. SARMIENTO, *El Derecho de la Unión Europea*, cit., p. 746.

<sup>545</sup> Su base jurídica es el art. 114 TFUE; Reglamento (UE) núm. 806/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de julio de 2014, por el que se establecen normas uniformes y un procedimiento uniforme para la resolución de entidades de crédito y de determinadas empresas de servicios de inversión en el marco de un Mecanismo Único de Resolución y un Fondo Único de Resolución y se modifica el Reglamento (UE) núm. 1093/2010, OJ L 225, 30.7.2014, p. 1–90 (Reglamento del MUR).

<sup>546</sup> D. SARMIENTO, *El Derecho de la Unión Europea*, cit., p. 746.

crédito<sup>547</sup>, los criterios mínimos para la garantía de los depositantes<sup>548</sup> y un marco jurídico para la prevención y gestión de las quiebras bancarias<sup>549</sup>.

El MUS se sustenta jurídicamente en el artículo 127.6 del TFUE y el Reglamento del MUS, adoptado por el Consejo mediante un procedimiento legislativo especial, previa consulta al Parlamento Europeo y al BCE<sup>550</sup>. A través de este Mecanismo se crea un sistema de supervisión europeo integrado del que forman parte el BCE y las Autoridades Nacionales Competentes (ANCs) de los Estados miembros participantes. Su objetivo es contribuir a la seguridad y la solidez de las entidades de crédito y a la estabilidad del sistema financiero dentro de la Unión y en cada uno de los Estados miembros, teniéndose en cuenta, además, la unidad e integridad del mercado interior<sup>551</sup>. Los países de la eurozona participan directamente en el MUS, aunque la adhesión voluntaria al mecanismo está abierta también a los Estados miembros de la Unión cuya moneda no sea el euro, mediante acuerdos de cooperación estrecha<sup>552</sup>.

---

<sup>547</sup> El paquete RRC/DRC IV, compuesto por el Reglamento (CE) núm. 575/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión, y por el que se modifica el Reglamento (UE) núm. 648/2012 (DOUE L-176, de 27.6.2013, pp. 1-337) y la Directiva 2013/36/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a la supervisión prudencial de las entidades de crédito y las empresas de inversión, por la que se modifica la Directiva 2002/87/CE y se derogan las Directivas 2006/48/CE y 2006/49/CE (DOUE L-176 de 27.6.2013, pp. 338-436). Este paquete implementa una reforma global en materia prudencial bancaria («Basilea III»), acordada por el G-20 en el 2010. Las medidas fueron desarrolladas por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea para reforzar la regulación, la supervisión y la gestión de riesgos del sector bancario. El 20 de mayo de 2019, la UE aprobó un nuevo paquete CRR2/CRD5, aplicable desde el 28 de junio de 2021; los cambios no afectan el marco de Basilea III. El código normativo único también incluye las normas técnicas de regulación de la ABE (BTS).

<sup>548</sup> Directiva 2014/49/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014, relativa a los sistemas de garantía de depósitos, OJ L 173, 12.6.2014.

<sup>549</sup> Directiva 2014/59/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, por la que se establece un marco para la reestructuración y la resolución de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión, y por la que se modifican la Directiva 82/891/CEE del Consejo, y las Directivas 2001/24/CE, 2002/47/CE, 2004/25/CE, 2005/56/CE, 2007/36/CE, 2011/35/UE, 2012/30/UE y 2013/36/UE, y los Reglamentos (UE) no 1093/2010 y (UE) núm. 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo, OJ L 173, 12.6.2014, p. 190–348.

<sup>550</sup> Reglamento (UE) núm. 1024/2013, del Consejo, de 15 de octubre de 2013, que encomienda al BCE tareas específicas respecto de políticas relacionadas con la supervisión prudencial de las entidades de crédito, DOUE núm. 287, de 29 de octubre de 2013, p. 63-89 (Reglamento del MUS).

<sup>551</sup> Reglamento del MUS, art. 1. Se excluyen del ámbito de aplicación de este Reglamento, las empresas de seguros.

<sup>552</sup> Con los requisitos enunciados en el art. 7.2 del Reglamento del MUS.

Con la entrada en vigor del MUS, la supervisión prudencial se convirtió en competencia exclusiva de la Unión<sup>553</sup>. Su ejercicio se rige según los principios de integridad y descentralización<sup>554</sup>, lo que implica que las ANCs llevan a cabo sus poderes bajo la vigilancia última del BCE. Por otro lado, la distribución interna de tareas entre el BCE y las ANCs se realiza en virtud del carácter significativo o menos significativo de las entidades financieras<sup>555</sup>, que a su vez se determina en función del tamaño de la entidad, la importancia para la economía de la Unión (o de cualquier Estado miembro participante) y el carácter significativo de sus actividades transfronterizas<sup>556</sup>. Hoy, el BCE es responsable de la supervisión directa de 113 de entidades de crédito significativas de los países participantes, representando casi el 82 % del total de los activos bancarios de esos países<sup>557</sup>. Sin embargo, indirectamente el BCE es responsable de todas las entidades supervisadas en el marco del MUS, dado el carácter integrado de tal competencia.

En su funcionamiento, el MUS deberá garantizar la coherencia y el respeto del mercado único<sup>558</sup>. De ahí que, en el ejercicio de sus funciones de supervisión, el BCE deberá aplicar toda la legislación supranacional y «cooperar estrechamente» con la Autoridad Bancaria Europea (ABE)<sup>559</sup>. Esta última es un organismo de la Unión

---

<sup>553</sup> Cfr. Sentencia del Tribunal General de 16 de mayo de 2017, asunto T-122/15, *Landeskreditbank/BCE*, EU:T:2017:337, esp. párr. 54, 57-58, 65; interpretación confirmada en casación, en la STJUE *Landeskreditbank/BCE*, *cit.*

<sup>554</sup> L. ARRANZ ALONSO, «Aspectos legales del MUS», en UREÑA SALCEDO, J.A., (coord.), *Unión Bancaria Europea. Lecciones de Derecho Público*, Iustel, Madrid, 2019, pp. 15-34, p. 24.

<sup>555</sup> Reglamento del MUS, Considerando 5 y art. 6.4, primer párrafo.

<sup>556</sup> Reglamento del MUS, Artículo 6.4; Reglamento (UE) núm. 468/2014 del BCE, de 16 de abril de 2014, por el que se establece el marco de cooperación en el MUS entre el BCE y las autoridades nacionales competentes y con las autoridades nacionales designadas (Reglamento Marco del MUS) (BCE/2014/17), OJ L 141, 14.5.2014, p. 1-50, art. 39; véase, en el mismo sentido, la sentencia del Tribunal General en el asunto *Landeskreditbank/BCE*, párr. 26.

<sup>557</sup> BCE, «Mecanismo Único de Supervisión», <https://www.bankingsupervision.europa.eu/about/thessm/html/index.es.html> (últ. consulta: 1.9.2023)

<sup>558</sup> L. ARRANZ ALONSO, «Aspectos legales del MUS», *cit.*, p. 27.

<sup>559</sup> Así como con el resto de las autoridades supervisoras que forman parte del Sistema Europeo de Supervisión Financiera (SESF), creado en el 2010 por el Reglamento (UE) núm. 1092/2010 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre de 2010, relativo a la supervisión macroprudencial del sistema financiero en la Unión Europea y por el que se crea una Junta Europea de Riesgo Sistémico, DO L 331, 15.12.2010, p. 1-11. Una explicación breve sobre su composición

cuya función es garantizar un nivel efectivo y coherente de regulación en el sector bancario europeo<sup>560</sup>. Para este fin, se le encomienda la potestad de elaborar proyectos de normas técnicas (BTS, aprobados por la Comisión<sup>561</sup>) y de formular directrices y recomendaciones dirigidas a las autoridades competentes o a las entidades financieras<sup>562</sup>. El BCE no deberá sustituir a la ABE, ejerciendo sus potestades asegurando la garantía y sujeción a las BTS que esta elabora<sup>563</sup>. Sin embargo, aquél podrá «contribuir, cuando sea necesario, en cualquier calidad participativa a la elaboración de proyectos de BTS o de normas técnicas de ejecución por la ABE» o señalarle «la posible necesidad de presentar a la Comisión proyectos de normas que modifiquen las BTS o [las normas] de ejecución existentes»<sup>564</sup>.

---

y objetivos se puede consultar en: <https://www.europarl.europa.eu/factsheets/es/sheet/84/el-sistema-europeo-de-supervision-financiera-sesf> (últ. consulta: 1.9.2023).

El SESF insertó en el Derecho de la Unión múltiples organismos de supervisión financiera del mercado único, implementando las recomendaciones del Grupo de expertos liderado por Jaques de Larosière, dentro del contexto más amplio de la crisis financiera de 2008. Cfr. J. DE LAROSIÈRE *et al.*, «The de Larosière Group», *Report of the High-Level Group on Financial Supervision in the EU*, Bruselas, 2009.

Para asegurar la uniformidad y coherencia de la supervisión financiera en la Unión, intervienen actualmente los siguientes entes: las tres Autoridades Europeas de Supervisión (ABE, la Autoridad Europea de Valores y Mercados—AEVM, y la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación—ESPJ), el Comité Mixto de las Autoridades Europeas de Supervisión y los supervisores nacionales. Las otras dos agencias supervisoras (además de la ABE) se crearon mediante el Reglamento (UE) núm. 1094/2010 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre de 2010, por el que se crea una Autoridad Europea de Supervisión (Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación), se modifica la Decisión núm. 716/2009/CE y se deroga la Decisión 2009/79/CE de la Comisión, *DO L 331*, 15.12.2010, p. 48-83; y Reglamento (UE) núm. 1095/2010 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre de 2010, por el que se crea una Autoridad Europea de Supervisión (Autoridad Europea de Valores y Mercados), se modifica la Decisión núm. 716/2009/CE y se deroga la Decisión 2009/79/CE de la Comisión, *DO L 331*, 15.12.2010, p. 84-119. De manera sucinta sobre la independencia de estas autoridades de supervisión, cfr. D. SARMIENTO, *El Derecho de la Unión Europea*, *cit.*, p. 746. Con un análisis crítico desde el punto de vista de su encaje institucional, véase J. PAYNE, «The Institutional Design of Financial Supervision and Financial Stability», en F. AMTENBRINK, C. HERRMANN, R. REPASI (eds.), *The EU law of Economic and Monetary Union*, *cit.*, pp. 566-614.

<sup>560</sup> Reglamento (UE) núm. 1093/2010. A partir de la reforma del año 2019, la ABE también tiene encomendada la prevención del uso del sistema financiero para el blanqueo de capitales y la financiación del terrorismo.

<sup>561</sup> Reglamento (UE) núm. 1093/2010, Artículos 10-15.

<sup>562</sup> Reglamento (UE) núm. 1093/2010, Artículo 16.

<sup>563</sup> Reglamento del MUS, Considerando 32.

<sup>564</sup> Reglamento del MUS, Artículo 4.3. Sobre la división «innecesariamente ambigua» entre el BCE y la ABE, véase M. LAMANDINI, «Limitations on supervisory powers based upon fundamental rights and SSM distribution of enforcement competences», en *ECB Legal Conference 2015: From*

El ejercicio de la función de supervisión prudencial se lleva a cabo a través de las potestades clásicas que giran en torno a la idea de organización del mercado<sup>565</sup>. En la fase de entrada, el BCE concede o retira la autorización de las entidades financieras a través del procedimiento de autorización<sup>566</sup>. Las decisiones sobre la permanencia en el mercado se llevan a cabo a través del procedimiento de adquisición e incremento de participaciones cualificadas, «el procedimiento de pasaporte» (establecimiento de sucursales o la libre prestación de servicios en el territorio de otro Estado miembro) o la imposición de requisitos más elevados de capital. Por último, en el caso de incumplimiento del Derecho de la UE directamente aplicable, el BCE también tiene atribuida la potestad sancionadora. En cuanto a la fase de salida del mercado, el BCE deberá evaluar si una entidad de crédito se encuentra en graves dificultades financieras o si existe la probabilidad de que lo esté; también averiguará si existen perspectivas razonables para que alguna medida de supervisión o del sector privado impidan la inviabilidad de la entidad financiera en un plazo razonable<sup>567</sup>. La adopción del instrumento de resolución corresponderá, sin embargo, a la Junta Única de Resolución (JUR). A pesar de no tener la consideración de institución de la Unión, la JUR se clasifica de agencia independiente con

---

*Monetary Union to Banking Union, on the way to Capital Markets Union. New opportunities for European integration*, Frankfurt am Main, 2015, pp. 121-137, p. 123. En igual sentido, refiriéndose a una división originariamente «incierta» entre la competencia de regulación (correspondiente a la ABE) y de supervisión prudencial estricta (correspondiente al BCE y a las ANC), M. EVERSON, «Banking on Union: EU Governance between Risk and Uncertainty», en M. DAWSON, H. ENDERLEIN, C. JOERGES (eds.), *Beyond the Crisis: The Governance of Europe's Economic, Political, and Legal Transformation*, Oxford University Press, Oxford, 2015, pp. 137-163, p. 156.

<sup>565</sup> R.M. LASTRA, «Banking Union and Single Market: Conflict or championship?», *Fordham International Law Journal*, vol. 36, núm. 5, 2013, pp. 1190-1224, pp. 1993 y 1205. En igual sentido, D. SARMIENTO, *El Derecho de la Unión Europea*, cit., p. 746.

<sup>566</sup> El procedimiento de autorización persigue asegurar que todas las entidades que pretenden acceder al mercado financiero cumplen con los requisitos de capital correspondientes. Será de aplicación, al respecto, el paquete RRC/DRC IV. Véase una explicación básica sobre el funcionamiento de este procedimiento y sus retos desde la perspectiva del control judicial, G. BUONO, «Banking authorisations and the acquisition of qualifying holdings as unitary and composite procedures and their judicial review», en C. ZILIOLI, K.-P. WOJCIK (dir.), *Judicial Review in the European Banking Union*, Edward Elgar Publishing, 2021, pp. 251-284.

<sup>567</sup> Reglamento del MUS, Artículo 5.

personalidad jurídica propia, creada por una norma de Derecho derivado (el Reglamento del MUR)<sup>568</sup>.

Indudablemente, los distintos pilares de la UB están intrínsecamente conectados, y este hecho se refleja con claridad a través del procedimiento efectivo de iniciación de la resolución bancaria (y la consiguiente jurisprudencia del Tribunal de Justicia de la Unión al respecto). Conviene observar los contornos jurídicos imprecisos de la llamada declaración «*Failing Or Likely To Fail (FOLTF)*», en la cual participan directamente la JUR, la Comisión, e, indirectamente, el BCE. Este ejemplo servirá para ilustrar la natural continuación material y procedimental entre la supervisión y la resolución bancaria según el Derecho vigente de la Unión, así como la relevancia sustancial de las decisiones del BCE dentro del contexto político-constitucional de la Unión Bancaria.

La resolución bancaria dentro de la eurozona se lleva a cabo sobre la base del código normativo único, en el cual destaca, para los efectos que aquí interesan, la Directiva 2014/59/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, por la que se establece un marco para la reestructuración y la resolución de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión. El término de «resolución bancaria» engloba todas las medidas adoptadas para evitar y limitar la exposición de la hoja de balance de las entidades de crédito a una situación de insolvencia<sup>569</sup>. Al introducir un marco jurídico armonizado para la resolución bancaria en el mercado único, la Unión Bancaria persigue asegurar la estabilidad financiera de la zona monetaria común y de sus Estados miembros; en particular, garantizando la salida

---

<sup>568</sup> Reglamento (UE) núm. 806/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de julio de 2014, Artículos 42 y ss. En particular, según el artículo 42.1 del Reglamento mencionado, «[q]ueda establecida la Junta. La Junta será una agencia de la Unión con una estructura específica en consonancia con sus funciones. Tendrá personalidad jurídica. [2] En cada uno de los Estados miembros, la Junta gozará de la más amplia capacidad jurídica que las legislaciones nacionales reconocen a las personas jurídicas. En particular, podrá adquirir o enajenar bienes muebles e inmuebles, así como ser parte en acciones judiciales». Por su parte, el artículo 47 del mismo Reglamento dispone lo siguiente: «cuando lleven a cabo las funciones que les confiere el presente Reglamento, la Junta y las autoridades nacionales de resolución actuarán con independencia y en el interés general». Véase al respecto, D. SARMIENTO, *El Derecho de la Unión Europea, cit.*, p. 746.

<sup>569</sup> C.V. GORTSOS, «Banking resolution. The EU Framework Governing the Resolution of Credit Institutions», en F. AMTENBRINK, C. HERRMANN, R. REPASI (eds.), *The EU law of Economic and Monetary Union, cit.*, pp. 1145-1180, p. 1146.

ordenada del mercado de las entidades de crédito o su mantenimiento en el mercado condicionado a la adopción de medidas aptas para sanear su posición potencialmente contaminante para el sector bancario en su conjunto.

Por otro lado, el término de «resolución bancaria» en el contexto institucional del MUR hace referencia a un tipo específico de liquidación de las entidades de crédito. Tal especificidad se deriva del objetivo más amplio de la Unión Bancaria de garantizar la estabilidad financiera de la Unión, que, en el ámbito concreto del MUR, se traduce en la finalidad de proteger mínimamente los depósitos de los ciudadanos europeos (actualmente hasta los 100,000 EUR<sup>570</sup>) y de evitar los rescates bancarios con dinero público (*bail out*)<sup>571</sup>. Estas dos finalidades se distinguen con claridad del objetivo clásico de las liquidaciones bancarias llevadas a cabo de acuerdo con el Derecho concursal<sup>572</sup>, que persigue garantizar los derechos de cobro y el patrimonio real de los acreedores<sup>573</sup>.

---

<sup>570</sup> Directiva 2014/49/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014, relativa a los sistemas de garantía de depósitos, Artículo 6.1.

<sup>571</sup> Directiva 2014/49/UE, Considerando 5.

<sup>572</sup> En España, véase el Real Decreto Legislativo 1/2020, de 5 de mayo, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley Concursal, BOE núm. 127, de 7.5.2020, BOE-A-2020-4859.

<sup>573</sup> C.V. GORTSOS, «Banking resolution. The EU Framework Governing the Resolution of Credit Institutions», *cit.*, p. 1147. El principio del *bail-in* queda limitado, a su vez, por el llamado principio «no creditor worse-off» (evitar perjuicios superiores a los acreedores). Este último supone una garantía patrimonial de los acreedores de la entidad, y supone que la resolución bancaria de acuerdo con el principio del *bail-in* se podrá implementar «siempre que ningún acreedor haya incurrido en pérdidas mayores de las que habría sufrido si la entidad hubiera sido liquidada con arreglo a los procedimientos de insolvencia ordinarios». Directiva 2014/49/UE, Considerando 5 y Capítulo VI («Medidas de salvaguarda»). Véase el razonamiento subyacente a tal garantía en D. SARMIENTO, *El Derecho de la Unión Europea*, *cit.*, p. 772. Es interesante recordar que el Tribunal de Justicia ha incidido en la necesidad de garantizar los derechos de los acreedores de acuerdo con el principio *no creditor worse-off*, definiéndolo como un «mecanismo de salvaguardia para los accionistas y acreedores de una entidad de crédito o de una empresa de servicios de inversión objeto del procedimiento de resolución» [...] «[a] efectos de valorar si los accionistas y acreedores habrían recibido mejor trato en el supuesto de que a la entidad de crédito o a la empresa de servicios de inversión de que se trate se le hubieran aplicado procedimientos de insolvencia ordinarios, es preciso comparar a posteriori el trato que se ha dado a accionistas y acreedores y el trato que habrían recibido con arreglo a procedimientos de insolvencia ordinarios. A tal fin, los Estados miembros deben velar por que la valoración la realice lo antes posible una persona independiente una vez ejecutada la medida de resolución. [...] [s]i se constata que, en el marco de un procedimiento de resolución, los accionistas y los acreedores recibieron, como pago o compensación de sus créditos, menos de lo que habrían recibido con arreglo a los procedimientos de insolvencia ordinarios, tendrán derecho al pago de la diferencia. [...] [ú]nicamente se garantiza el pago de la diferencia entre las pérdidas soportadas en el marco de la resolución y las que se habrían sufrido en el marco de un procedimiento de liquidación



Este hecho saca a luz uno de los principios fundacionales de la Unión Bancaria, esto es, el *bail in*, que exige que las pérdidas potenciales sean asumidas, en primer lugar, por los accionistas de la entidad, y después por los acreedores, evitando de esta manera que el contribuyente asuma el riesgo de la actividad bancaria transnacional<sup>574</sup>. Una manifestación principal del principio del *bail-in* se encuentra en los requisitos mínimos de los fondos propios y los pasivos elegibles, que obligan a las entidades de crédito a mantener los fondos suficientes para asegurar que su resolución potencial se implementaría efectivamente a través de los instrumentos previstos por la UB; en otras palabras, asegurando que el estado financiero de la entidad permite que la asunción de pérdidas se lleve a cabo en primer lugar por sus accionistas y acreedores<sup>575</sup>. De acuerdo con la Directiva 2014/59/UE, dichos requisitos se deberán expresar «porcentualmente con respecto al total de pasivos y fondos propios de la entidad»<sup>576</sup>.

La Directiva 2014/59/UE establece tres grupos de medidas de resolución bancaria, que se ordenan secuencialmente en el tiempo<sup>577</sup>. En primer lugar, se introduce una regulación básica de las medidas «preparatorias»<sup>578</sup>, entre las cuales destacan los planes de reestructuración y resolución bancaria, generalmente aprobados al nivel de cada entidad y grupo bancario<sup>579</sup>. En segundo lugar, la Directiva hace referencia a las medidas de actuación temprana, que le permite al supervisor prudencial intervenir en situaciones de deterioro rápido de la situación

---

ordinario». Sentencia del Tribunal de Justicia de 5 de mayo de 2022, *Banco Santander S.A. c. A. C. y M. C. P. R.* (cuestión prejudicial), asunto C-410/20, EU:C:2022:351, párr. 48-50.

<sup>574</sup> Artículo 15 (1, letras a, b) del Reglamento del MUR. Cfr. Al respecto, D. SARMIENTO, *El Derecho de la Unión Europea*, cit., p. 768.

<sup>575</sup> D. SARMIENTO, *El Derecho de la Unión Europea*, cit., p. 770.

<sup>576</sup> Artículo 45.

<sup>577</sup> C.V. GORTSOS, «Banking resolution. The EU Framework Governing the Resolution of Credit Institutions», cit., p. 1147.

<sup>578</sup> Directiva 2014/49/UE, Artículos 4 al 26.

<sup>579</sup> Los planes de resolución indican las opciones aplicables al grupo o la entidad bancaria en el caso de que la necesidad de resolución bancaria se materialice. Dichos planes deberán contener, entre otros aspectos, un análisis de los escenarios, los activos calificables como garantías, las acciones de resolución que la autoridad de resolución podría adoptar si la entidad cumple con las condiciones de resolución... D. SARMIENTO, *El Derecho de la Unión Europea*, cit., p. 769.

financiera de la entidad<sup>580</sup>. Por último, se establecen las medidas de resolución en sentido estricto<sup>581</sup>, que solo se podrán adoptar por la Junta de Resolución si se cumplieran simultáneamente las tres siguientes condiciones<sup>582</sup>: (a) que la entidad de crédito esté en graves dificultades o probablemente vaya a estarlo (*Failing or Likely To Fail*); (b) que no existan perspectivas razonables de que otras medidas alternativas del sector privado o de supervisión emprendidas en relación con la entidad [incluidas, por ejemplo, las medidas de actuación temprana] puedan impedir su inviabilidad en un plazo de tiempo razonable y (c) que la medida de resolución sea necesaria para el interés público<sup>583</sup>. En el caso de que el último requisito no se cumpliera, la resolución de la entidad se llevaría a cabo según las normas de Derecho concursal aplicables en el ordenamiento jurídico nacional.

Lo cierto es que la primera condición necesaria para iniciar un procedimiento de resolución bancaria a través del MUR es el reflejo por excelencia de la interconexión sustancial y procedimental entre la supervisión y la resolución bancaria

---

<sup>580</sup> Directiva 2014/59/UE, Artículos 27-30. Aquí se debe insertar la saga jurisdiccional derivada de la Decisión ECB-SSM-2019-ITCAR-11 del BCE, de 1 de enero de 2019 por la que se sometía a la entidad Banca Carige SpA. a administración provisional: la Sentencia del Tribunal General de 12 de octubre de 2022, *Francesca Corneli c. BCE*, *cit.*; y el recurso de anulación interpuesto por *Malacalza Investimenti y Malacalza c. BCE*, de 16.4.2021, asunto T-134/21.

<sup>581</sup> Directiva 2014/59/UE, Artículos 31-86. La elección del instrumento concreto de resolución deberá realizarse de acuerdo con el principio de proporcionalidad, y en particular, tomando en consideración «la naturaleza de las actividades [de la entidad concreta], la estructura de su accionariado, su forma jurídica, su perfil de riesgo, su tamaño y su estatuto jurídico, su interconexión con otras entidades o con el sistema financiero en general, el ámbito y la complejidad de sus actividades...», Artículo 1.1 de la Directiva 2014/59/UE. Sobre el principio de proporcionalidad aplicado al MUR, véase B. JOOSEN, M. LEHMANN, «Proportionality in the Single Rule Book», en M.P. CHITI, V. SANTORO (eds.), *The Palgrave Handbook of European Banking Union Law*, *cit.*, pp. 65-90.

<sup>582</sup> Reglamento del MUR, Artículo 18.1. Véase también C.V. GORTSOS, «Banking resolution. The EU Framework Governing the Resolution of Credit Institutions», *cit.*, p. 1168.

<sup>583</sup> Según el Artículo 18.5 del Reglamento del MUR, se considera que una resolución bancaria cumple la condición del interés público cuando aquella resulte necesaria y proporcional a alguno de los objetivos perseguidos por los instrumentos concretos de resolución bancaria (sobre todo, asegurar la continuidad de ciertas funciones «críticas» de la entidad para la economía o evitar los efectos de contagio sobre el sistema bancario en su conjunto y, por lo tanto, sobre la estabilidad financiera de la eurozona); y cuando, además, una liquidación de la entidad a través de los procedimientos de insolvencia ordinarios no permitiría alcanzar en la misma medida los citados objetivos. Véase asimismo C.V. GORTSOS, «Banking resolution. The EU Framework Governing the Resolution of Credit Institutions», *cit.*, p. 1171.

dentro de la Unión Bancaria<sup>584</sup>. Volvamos sobre el presupuesto de hecho: «que la entidad de crédito esté en graves dificultades o probablemente vaya a estarlo». Según el Reglamento del MUR, tal supuesto se cumple en una o más de las siguientes circunstancias: que el ente haya incumplido o existan elementos objetivos que indiquen que incumplirá, en un futuro cercano, los requisitos necesarios para conservar su autorización bancaria, de forma tal que resulte justificada su retirada por parte del BCE, incluso, pero sin limitarse a ello, por haber incurrido el ente, o ser probable que incurra, en pérdidas que agoten o mermen significativamente sus fondos propios; que el activo del ente sea inferior a su pasivo, o existan elementos objetivos que indiquen que lo será en un futuro cercano; que el ente no pueda hacer frente al pago de sus deudas o demás pasivos a su vencimiento, o existan elementos objetivos que indiquen que no podrá en un futuro cercano; que se necesite ayuda financiera pública extraordinaria, excepto cuando, a fin de solventar perturbaciones graves de la economía de un Estado miembro y preservar la estabilidad financiera, esa ayuda financiera pública extraordinaria adopte alguna de las formas admitidas por el Reglamento del MUR<sup>585</sup>.

Lo que interesa retener en este punto es a quién corresponde la decisión sobre la primera condición de la resolución bancaria y el procedimiento al que dicha decisión da lugar. Concretamente, será el BCE el que deberá declarar si una entidad de crédito se encuentra en graves dificultades financieras o probablemente vaya a estarlo (*FOLTF*). El BCE comunicará inmediatamente su decisión a la JUR y a la Comisión. Sobre la base de la decisión *FOLTF* del BCE, y siempre que las demás condiciones de iniciación de la resolución [condiciones (b) y (c)] quedaran probadas según la JUR, esta última adoptará el dispositivo de resolución —sometiendo a la entidad financiera a un procedimiento de resolución— y lo tramitará a la Comisión. El dispositivo de resolución solo entrará en vigor si ni el Consejo ni la Comisión

---

<sup>584</sup> C.V. GORTSOS, «Banking resolution. The EU Framework Governing the Resolution of Credit Institutions», *cit.*, p. 1169.

<sup>585</sup> Artículo 18.4 del Reglamento del MUR, letras a-d.

presentaran objeciones al mismo en el plazo de 24 horas tras su transmisión por la Junta<sup>586</sup>.

La adopción del instrumento de resolución conllevará la aplicación del principio del *bail in* y, supletoriamente, el uso de los fondos específicamente creados al respecto dentro del MUR: el Fondo Único de Resolución (FUR). Además de recoger aportaciones comunes de las entidades bancarias sometidas a la supervisión prudencial, el FUR pone en común las distintas piezas constitucionales de la UEM analizadas hasta aquí. Ciertamente, la relevancia del FUR se comprende bien a la luz de los argumentos de teoría político-constitucional que explican, simultáneamente, la actual configuración de la UB y su función más amplia de reconstruir la ficción de la deuda soberana como «safe asset» dentro de la eurozona. Sin embargo, antes de reflexionar sobre las razones constitucionales subyacentes a la UB —y el protagonismo del FUR en este sentido—, merece la pena esbozar la interpretación del Tribunal de Justicia de la Unión acerca de la naturaleza jurídica de las declaraciones *FOLTF* del BCE.

Para ello, se dará cuenta del razonamiento jurídico empleado en la Sentencia del TJ de 6 de mayo de 2021, *ABLV Bank AS y otros contra el Banco Central Europeo*<sup>587</sup>. La sentencia resuelve un recurso de anulación contra la decisión *FOLTF* del BCE

---

<sup>586</sup> Reglamento del MUR, Artículo 18, apartados 6 y 7. Hasta la fecha, el BCE ha adoptado tres decisiones *FOLF* en relación, primero, con el Banco Popular (decisión de 6 de junio de 2017, disponible en línea: [https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.2017\\_FOLTF\\_ESPOP.en.pdf](https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.2017_FOLTF_ESPOP.en.pdf)); segundo, con dos entidades de crédito establecidas en Italia (Banco Popolare di Vicenza y Veneto Banca, decisión de 23 junio de 2017, [https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.2017\\_FOLTF\\_ITPVI.en.pdf](https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.2017_FOLTF_ITPVI.en.pdf)); y, por último, en relación con el banco letón ABLV Bank (decisión de 23 de junio de 2018, [https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.2019\\_FOLTF\\_assessment\\_ABLV\\_Bank\\_Lux\\_SA~665e342603.en.pdf](https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.2019_FOLTF_assessment_ABLV_Bank_Lux_SA~665e342603.en.pdf)). Sin embargo, la JUR consideró que el requisito (c), la existencia de un interés público para la resolución, había quedado cumplido solo en el caso del Banco Popular. La inexistencia del interés público conlleva la liquidación de la entidad según el derecho concursal nacional. Un análisis de las distintas consecuencias sobre la entidad y sobre los fondos aportados, en S. MERLER, «Bank liquidation in the European Union: clarification needed», *Bruegel Policy Contribution*, núm. 1. 2018. Sobre los problemas jurídicos planteados en el procedimiento de resolución del Banco Popular y la respuesta del Tribunal General, cfr. J. URBANEJA CILLÁN, «Los mecanismos de gestión de crisis bancarias como garantía de estabilidad financiera en la Unión Europea. El Tribunal General desestima los recursos contra la resolución del Banco Popular», *Revista de Derecho Comunitario Europeo*, núm. 73, 2022, pp. 995-1039.

<sup>587</sup> Asuntos acumulados C-551/19 P y C-552/19 P, EU:C:2021:369.

de 23 de junio de 2018 respecto del tercer mayor banco letón, *ABLV Bank*. Los recurrentes alegaban que la declaración *FOLTF* del BCE habría producido un cambio sustancial en su situación económica y jurídica, dando lugar a un procedimiento de liquidación nacional (puesto que el requisito ligado al interés público de la resolución de *ABLV Bank* no se había considerado cumplido por la JUR).

El Tribunal de Justicia admite a trámite el recurso de casación. No obstante, confirma el razonamiento del Tribunal General según el cual una constatación *FOLTF* realizada por el BCE se definiría simplemente como un acto preparatorio. Según el TJ, un acto intermedio preparatorio de una decisión administrativa definitiva no es susceptible de recurso de casación<sup>588</sup>. Posteriormente, el TJ examina la declaración *FOLTF* del BCE a la luz de su «esencia», en particular, sobre la base de «criterios objetivos» (el contexto, el contenido y las competencias del órgano que adoptó el acto administrativo)<sup>589</sup>. En este sentido, el Tribunal rechaza la presunción alegada por los recurrentes, según la cual la existencia de ciertos elementos subjetivos en la declaración controvertida bastaría para admitir la vinculatoriedad jurídica del acto (en particular, se referían los recurrentes al análisis de proporcionalidad realizado por el BCE, el anuncio público de la constatación *FOLTF* y su comunicación a los bancos afectados, así como su declaración pública de que la liquidación era inevitable)<sup>590</sup>. Recuerda el TJ que el criterio subjetivo de la intención del autor del acto solo puede emplearse como una apreciación complementaria del acto jurídico<sup>591</sup>. Por otro lado, el Tribunal rechaza que una constatación *FOLTF* del BCE tenga efectos jurídicos vinculantes sobre la esfera jurídica de intereses de los recurrentes:

«la evaluación por el BCE acerca de si *ABLV Bank* y *ABLV Bank Luxembourg* estaban en graves dificultades o probablemente iban a estarlo no produjo, como tal, ningún efecto jurídico obligatorio que pudiera afectar a los intereses de los recurrentes, modificando sustancialmente su situación jurídica, ya que solo la adopción y posterior entrada en vigor de un dispositivo de resolución, así como la aplicación de instrumentos de resolución [...]

---

<sup>588</sup> Párr. 39-40.

<sup>589</sup> Párr. 40-41.

<sup>590</sup> Párr. 45.

<sup>591</sup> Párr. 42.

podían modificar esa situación. Por lo tanto, el procedimiento de resolución debe considerarse un procedimiento administrativo complejo en el que intervienen varias autoridades y cuyo resultado final, derivado del ejercicio, por parte de la Junta, de su competencia, es el único que puede ser objeto del control jurisdiccional»<sup>592</sup>.

Finalmente, el TJ estima que la situación de los recurrentes no se había visto alterada por la publicación de la evaluación *FOLTF* por el BCE: «si bien no es inconcebible que dicha publicación haya tenido un efecto sobre la situación, incluida la económica, de dichas entidades, no ha supuesto ninguna modificación de su situación jurídica»<sup>593</sup>. Por lo tanto, de la jurisprudencia del TJUE se deduce que el poder de decisión sobre la iniciación del procedimiento de resolución en el marco del MUR corresponde exclusivamente a la JUR (con el acuerdo de la Comisión y al Consejo). Desde esta perspectiva, en cuanto a la rendición de cuentas jurisdiccional y política en el contexto del MUR, el objeto exclusivo de control judicial será la decisión de la JUR (que, según el TJUE, comprende asimismo la declaración preparatoria *FOLTF* del BCE). La decisión de la JUR podrá impugnarse asimismo por la vía administrativa frente al Panel de Recurso establecido expresamente para este fin por el Reglamento del MUR<sup>594</sup>. Por último, en términos de control político, la Junta será responsable ante el Parlamento Europeo, el Consejo y la Comisión<sup>595</sup> así como ante los parlamentos nacionales<sup>596</sup>.

## **B. Las razones político-constitucionales la Unión Bancaria**

Indudablemente, el diseño institucional de la Unión Bancaria presenta una considerable originalidad. Sin embargo, este mismo carácter original conlleva, a la vez, una opacidad estructural que imposibilita descubrir de inmediato la vocación fiscal de la UB en relación con la sostenibilidad material de la zona monetaria común, y más concretamente, su función de reconstruir, por vías laberínticas, la credibilidad de las deudas soberanas de los Estados miembros del euro en cuanto que activos (igualmente) seguros en el mercado internacional. En estas páginas se identifican tres

---

<sup>592</sup> Párr. 66.

<sup>593</sup> Párr. 77.

<sup>594</sup> Reglamento del MUR, Artículo 85.

<sup>595</sup> Reglamento del MUR, Artículo 45.1.

<sup>596</sup> Reglamento del MUR, Artículo 46 (1 a 3).

cambios institucionales introducidos a través de la Unión Bancaria, a saber, el refuerzo sustancial de los poderes de prevención y gestión de crisis sistémicas a nivel de la UEM; la desarticulación juridificada de la relación intrínseca entre los riesgos de insolvencia bancaria y los riesgos de insolvencia soberana, y la introducción de mecanismos que ejercen de respaldo fiscal del euro. Sin embargo, dichos mecanismos presentan relevantes limitaciones que, en términos de teoría político-constitucional, solo se explican a la luz del principio de democracia nacional<sup>597</sup>.

En primer lugar, la conexión sustancial y procedimental entre los pilares de supervisión, resolución y garantía de los depósitos bancarios demuestra un compromiso político institucionalizado por limitar la tendencia expansiva de los riesgos intrínsecos de la actividad bancaria. Por otra parte, la Unión Bancaria supone un avance sin precedentes para la garantía de la estabilidad financiera de la Unión y de sus Estados miembros, en tanto en cuanto toma en consideración, por primera vez, la dimensión transnacional de la actividad bancaria, consiguiendo reforzar — esta vez a nivel supranacional— los instrumentos prudenciales clásicos de anticipación y de evaluación de los riesgos financieros. Por ejemplo, el propio enfoque de la supervisión prudencial dentro de la UB prueba —por sí solo— el éxito de esta construcción jurídica en un sentido preventivo.

Según el modelo de supervisión internacional vigente, la tarea natural del supervisor prudencial es aquella de anticipar y evaluar el riesgo potencial dentro del mercado bancario. Al respecto, el Principio 8 de Basilea establece que el enfoque de la supervisión se deberá basar en la evaluación prospectiva del perfil de riesgo de los bancos, proporcionada a su importancia sistémica. En este sentido, la Unión Bancaria internaliza una clara vocación anticipadora, dado que el enfoque adoptado

---

<sup>597</sup> Sobre la historia jurídica de la Unión Bancaria, presentando como línea rectora la búsqueda del equilibrio entre la integración europea (y del mercado financiero de la Unión) y el respeto a lo que sería el «núcleo» de la soberanía nacional de los Estados miembros (esto es, la incidencia en la esfera fiscal), véase P.G. TEIXEIRA, «The Legal History of the Banking Union», *European Business Organization Law Review*, núm. 18, 2017, pp. 535-565. El autor identifica el llamado «Informe Spaak» de 1956 como un elemento fundacional de la integración europea, en cuanto que avisaba sobre el hecho de que la plena integración europea solo se alcanzaría mediante la cesión por los Estados miembros de la política macroeconómica a la Unión. Cfr. P.H. SPAAK, «Intergovernmental Committee on European Integration. The Brussels Report on the General Common Market» (abridged, English translation of document commonly called the Spaak Report), junio de 1956. Disponible en línea: [http://aei.pitt.edu/995/1/Spaak\\_report.pdf](http://aei.pitt.edu/995/1/Spaak_report.pdf) (últ. consulta: 1.9.2023).

en el marco del MUS se basa precisamente en la evaluación prospectiva del riesgo. Teniendo en cuenta que la acción de anticipar implica ejercer —siquiera mínimamente— una labor de reconfiguración del futuro<sup>598</sup>, no sería erróneo definir la supervisión bancaria dentro de la UB como una función de reconfiguración del futuro económico de las entidades de crédito, con el fin de evitar los escenarios de crisis. En efecto, «los riesgos no se agotan en consecuencias y daños que ya han tenido lugar, sino que contienen esencialmente un componente futuro [...]. En este sentido, los riesgos se refieren a un futuro que hay que evitar»<sup>599</sup>.

Sin embargo, la crisis del 2008 ha demostrado que el poder de supervisión prudencial no se agota en un poder de reconfigurar —por la vía jurídica— el futuro (micro)económico de los depositantes y accionistas de una entidad de crédito. Por el contrario, desde la creación de la UB, garantizar la estabilidad financiera supone, sobre todo, una responsabilidad de frenar las posibilidades de perturbación sistémica y gestionar las consecuencias sociopolíticas de las insolvencias bancarias. Recuérdese que, antes de la crisis financiera global, la resiliencia del sector bancario se consideraba asegurada mediante la aplicación de un enfoque microprudencial de la supervisión prudencial<sup>600</sup>, según el cual la estabilidad de cada entidad bancaria aseguraría, implícitamente, la estabilidad del sistema. La incorporación de la perspectiva macroprudencial (esto es, frente al riesgo sistémico) a través de la UB supuso una transformación del objeto de supervisión, en tanto en cuanto este pasa a identificarse con el sector bancario en su conjunto, y no solo con las entidades individualmente consideradas.

De esta forma, con la entrada en vigor de la UB, la banca privada se identifica simultáneamente como un «tema» (esto es, como objeto de regulación, supervisión y resolución), pero también como un «problema» sociopolítico<sup>601</sup>. En particular, porque el surgimiento de riesgos sistémicos puede llevar a crisis de liquidez

---

<sup>598</sup> E. BOYD, B. NYKVIST, S. BORGSTRÖM, I.A. STACEWICZ, «Anticipatory governance for social-ecological resilience», *A Journal of Environment and Society*, 2015, p. 150.

<sup>599</sup> U. BECK, *La sociedad del riesgo: hacia una nueva modernidad*, Paidós, Barcelona, 2002, pp. 39-40.

<sup>600</sup> J. DE LAROSIÈRE *et al.*, *Report of The High-Level Group on Financial Supervision in the EU*, *cit.* p. 39.

<sup>601</sup> Esta idea se formula sobre la base de la obra de U. BECK, *La sociedad del riesgo: hacia una nueva modernidad*, *cit.*, p. 26.



(imposibilitándose la transmisión del crédito a la economía real) o incluso a crisis de insolvencia, que requerirían —siquiera parcialmente— rescates públicos para su resolución, es decir, la intervención de los contribuyentes. Al ser el sector bancario una fuente potencial de inestabilidad sociopolítica, el MUS (y, la UB en su conjunto, dada la interconexión procedimental y sustancial de sus pilares) adquieren en sí mismos una relevancia destacada para la realidad sociopolítica de la Unión y de sus Estados miembros.

En segundo lugar, la UB rompe (parcialmente) el «círculo vicioso» entre el sector bancario y la deuda soberana. En este sentido, entre las razones fundacionales de la UB se encuentra su pretensión de desarticular la intrínseca relación entre el riesgo de insolvencia bancaria y la insolvencia soberana<sup>602</sup>. Recuérdese, en este sentido, que las entidades de crédito suelen asumir en sus hojas de balance una cantidad considerable de títulos de deuda soberana<sup>603</sup>, lo que, a la vez que permite la ampliación de los recursos ficiales del Estado, expande la necesidad potencial de un «autorescate» soberano en el caso de desajustes macroeconómicos dentro de la zona monetaria común (provenientes, a su vez, de crisis financieras). Más allá de su función preventiva respecto de futuras crisis bancarias que pudieran surgir en la eurozona, la UB da una respuesta supranacional al problema político de los rescates públicos, i.e., relativo a quién debe asumir las pérdidas económicas cuando los riesgos intrínsecos de la actividad bancaria se materializan<sup>604</sup>. Se ha visto, al respecto, que la normativa adoptada por el legislador supranacional en 2014 (confirmada por el Tribunal de Justicia de la Unión) introduce por primera vez el principio del *bail in*, según el cual los riesgos de la actividad bancaria (una actividad, en esencia, orientada al aumento de las propias ganancias) serán internalizados en primer lugar por los

---

<sup>602</sup> C. ZILIOLI, K-P. WOJCIK, «European Banking Union: a giant step towards European integration and a challenge for judicial review», en *Idem*, *Judicial Review in the European Banking Union*, *cit.*, pp. 1-15, p. 3.

<sup>603</sup> De hecho, existe en la Unión una tradicional dependencia económica del Estado en cuanto a la financiación del presupuesto público mediante el sector bancario. R.M. LASTRA, «Multilevel Governance in Banking Regulation», en M.P. CHITI, V. SANTOROPP (eds.), *The Palgrave Handbook of European Banking Union Law*, *cit.*, pp. 3-17, p. 5.

<sup>604</sup> Sobre los efectos sociales de las crisis bancarias en general (que son, a su vez, fundamento del problema político mencionado), véase R.M. LASTRA, «Multilevel Governance in Banking Regulation», *cit.*, esp. pp. 3-6.

sujetos directamente responsables de la gestión de la entidad de crédito, es decir, los accionistas y los acreedores.

Dicho de otra manera, la UB positiviza la prohibición de rescatar a las entidades financieras inviables de la eurozona con el dinero de los contribuyentes<sup>605</sup>. Dado que la recapitalización bancaria por la vía pública se lleva a cabo con cargo al presupuesto estatal, el principio del *bail in* se orienta asimismo a limitar las necesidades de expansión de la deuda fiscal, reforzando, indirectamente, el principio constitucional de la disciplina fiscal. Desde este entendimiento, la UB supone una garantía de la Constitución económica de la Unión en sentido amplio: limitando el *moral hazard* de las entidades bancarias —esto es, la asunción de riesgos financieros incrementados bajo la certeza de que los costes de una mala gestión de la hoja de balance serían asumidos externamente por los ciudadanos— se reduce un riesgo básico para el potencial desequilibrio presupuestario de los Estados miembros de la Unión.

Con todo, la operación institucional de desvinculación financiera del Estado respecto del sector bancario es parcial dentro la UB—y solo puede mantenerse parcial, dado el carácter único de la zona monetaria supranacional. En ausencia de mecanismos fiscales centralizados de redistribución transnacional del dinero, la banca privada constituye un mecanismo primordial de transmisión de los fondos de inversión entre los Estados miembros del euro, así como un canal esencial de transmisión de la política monetaria única (léase un canal para que, en tiempos de crisis, el BCE pueda reducir los tipos de interés de las deudas soberanas mediante compras en el mercado secundario, la modificación de la política de colaterales exigibles o la modulación de la tasa de interés nominal). De manera que, aunque ciertamente la conexión banca privada-Estado puede (y, de hecho, ha dado) dar lugar a un «círculo vicioso» con altos costes sociales, la sostenibilidad de la UEM también depende, por ahora, precisamente de esta relación para sobrevivir.

A la luz de estas reflexiones se comprenderán los dos componentes adicionales que le atribuyen a la UB una clara vocación fiscal, consolidando la frágil

---

<sup>605</sup> D. SARMIENTO, *El Derecho de la Unión Europea*, cit., p. 771.

continuidad de una moneda única que carece de las anclas macroeconómicas propias del Estado constitucional contemporáneo. Ciertamente, los dos elementos cumplen una misma función, conjugando las complejas asimetrías existentes en la UEM; en particular, construyen las vías jurídicas para recapitalizar directamente el sector bancario con dinero público «europeo», respetando el principio de democracia nacional, y consiguiendo, a la vez, eliminar la presión ejercida por los mercados financieros sobre los tipos de interés del Estado en cuyo territorio se hubiera detectado inicialmente el riesgo de insolvencia bancaria. En otras palabras, se sitúan aquí los elementos «laberínticos» de la UB que permiten reconstruir en cierto grado la presunción de activo seguro de (toda) deuda soberana emitida dentro de la eurozona.

El primero de ellos se refiere a la posibilidad de recapitalizar directamente a las entidades de crédito supervisadas por el BCE (sobre la base de su competencia atribuida dentro del MUS) a través del MEDE. El segundo de ellos es una red común de soporte fiscal introducida mediante el Fondo Único de Resolución, que se activa cuando los mecanismos de rescate conforme al principio del *bail in* sean insuficientes para finalizar la operación de recapitalización bancaria. En efecto, las dos vías jurídicas mencionadas encuentran como denominador común al MEDE: una institución financiera internacional predestinada, según la interpretación del *Bundesverfassungsgericht*, a una transmisión transnacional de fondos eternamente condicional y limitada en cantidad (por la clave de contribución inicial).

Por un lado, la recapitalización directa de las entidades bancarias significativas para la economía de la Unión queda habilitada a través del artículo 15 del Tratado del MEDE, interpretado juntamente con el Reglamento del MUS. El Tratado del MEDE establece, entre los instrumentos de apoyo disponibles, los «préstamos afectados a la finalidad específica de recapitalizar las entidades financieras del miembro del MEDE». De acuerdo con la normativa reguladora del MUS, se podrán conceder, de manera directa y «sobre la base de la condicionalidad adecuada», préstamos acordados a través del MEDE a las entidades de crédito que se

encontrasen bajo la supervisión prudencial directa del BCE<sup>606</sup>. Tal cláusula se explica a la luz de los debates políticos que motivaron finalmente su positivización en el Derecho de la Unión<sup>607</sup>.

En la Cumbre del euro del verano de 2012<sup>608</sup>, Francia y otros países periféricos impulsaron la adopción de medidas directas de recapitalización bancaria sobre la base del artículo 15 del MEDE, con el propósito de evitar la intermediación del propio Estado en la solicitud del rescate. Esta opción permitiría, por consiguiente, inyectar crédito interestatal a las entidades de crédito infracapitalizadas sin convertir al Estado de residencia automáticamente en un «Estado deudor»<sup>609</sup>. La posición de Francia en el debate político europeo perseguía, por lo tanto, impedir que la troika pudiera imponer los paquetes de medidas condicionales a los Estados periféricos; reforzando, con ello, la autonomía de las políticas macroeconómicas nacionales.

Por su parte, Alemania accedió a dicha propuesta bajo la condición de que el BCE ejerciera la supervisión prudencial directa sobre las entidades de crédito potencialmente recapitalizadas de manera directa a través del MEDE. En otras palabras, el artículo 15 del MEDE debía encontrar un contrapeso (léase un control) en el Derecho supranacional, y este tomaría la forma de la Unión Bancaria. La razón subyacente del compromiso entre Alemania y los Estados periféricos residía en la convicción de la primera de que la puesta en marcha de la UB (junto con el MUS) se demoraría lo suficiente para que el compromiso no tuviera que materializarse en la

---

<sup>606</sup> Reglamento del MUS, Considerando 9. Esta posibilidad se materializa en los artículos 61 y 62 del Reglamento marco del MUS [Reglamento (UE) núm. 468/2014, del Banco Central Europeo, de 16 de abril de 2014, que establece el marco de cooperación en el Mecanismo Único de Supervisión entre el Banco Central Europeo y las autoridades nacionales competentes y con las autoridades nacionales designadas] como un criterio interno de reparto de funciones entre el BCE y ANCs en el seno del MUS, provocando a su vez la avocación de la supervisión directa por el BCE de las entidades de crédito que hubieran solicitado asistencia financiera al MEDE.

<sup>607</sup> Sobre el contexto político en el que se llevaron a cabo las negociaciones acerca de la Unión Bancaria y la concreta configuración del MUS, incidiendo en el episodio referente a la potencial recapitalización directa de las entidades de crédito directamente a través del MEDE, véase R.A. EPSTEIN, M. RHODES, «The political dynamics behind Europe's new banking union», *West European Politics*, vol. 39, núm. 3, 2016, pp. 415-437, esp. 422 y ss.

<sup>608</sup> Recordemos que la Cumbre del euro reúne a los jefes de Estado o de Gobierno de los Estados miembros del euro, al presidente de la Cumbre del euro y el presidente de la Comisión Europea.

<sup>609</sup> M.K. BRUNNERMEIER, H. JAMES, J.-P. LANDAU, *The Euro and the Battle of Ideas*, cit., p. 220.

práctica<sup>610</sup>. En otras palabras, se esperaba que la crisis financiera de la eurozona encontrase gestión a través de los instrumentos vigentes en el 2012 (esto es, mediante la propia solicitud del rescate por el Estado miembro del MEDE, bajo la forma de préstamos afectados a la recapitalización de las entidades bancarias).

Con todo, la expectativa de la Alemania se materializaría solo en parte. Mientras que en las declaraciones inmediatamente posteriores a la Cumbre del euro de 29 de junio de 2012 se solicitaba al Consejo que «tomara en consideración urgentemente» el compromiso alcanzado «hasta finales del 2012», el entonces presidente de la Comisión, Herman van Rompuy, declaraba el mismo día en un comunicado de prensa que los Estados miembros del euro habían solicitado al Consejo que «trabajara con urgencia a fin de obtener los resultados antes de finales del 2012»<sup>611</sup>. La formidable diferencia entre las dos visiones políticas condicionaría el propio calendario establecido para las negociaciones subyacentes a la adopción de la UB, retrasado por Alemania, que defendía presuntamente la calidad de la nueva

---

<sup>610</sup> *Ibid.*, p. 220.

<sup>611</sup> El contraste entre las dos declaraciones está evidenciado en M.K. BRUNNERMEIER, H. JAMES, J.-P. LANDAU, *The Euro and the Battle of Ideas*, *cit.*, p. 221. Merece la pena transcribir las palabras textuales en los dos casos. En cuanto a las declaraciones tras la Cumbre del euro: «[w]e affirm that it is imperative to break the vicious circle between banks and sovereigns. The Commission will present Proposals on the basis of Article 127(6) for a single supervisory mechanism shortly. *We ask the Council to consider these Proposals as a matter of urgency by the end of 2012.* When an effective single supervisory mechanism is established, involving the ECB, for banks in the euro area the ESM could, following a regular decision, have the possibility to recapitalize banks directly. This would rely on appropriate conditionality, including compliance with state aid rules, which should be institutionspecific, sector-specific or economy-wide and would be formalised in a Memorandum of Understanding» («Euro Area Summit Statement», Bruselas, 29.6.2012, disponible en línea: <https://www.consilium.europa.eu/media/21400/20120629-euro-area-summit-statement-en.pdf>. Cursiva añadida). En cuanto a las declaraciones del entonces presidente de la Comisión Europea: «[l]et me start with the financial sector: here, beyond general agreement on the longer term view, we already achieved a hugely important first result. Last night, we agreed that, under certain circumstances and under certain conditions, the ESM could recapitalise banks directly. The biggest and most important condition is setting up a single supervisory mechanism for banks. *The Eurozone leaders have asked the Council to work in a very speedy way so that we can have results by the end of the year. This is a major breakthrough.* It is a first step also to break the vicious circle between banks and sovereigns and it is already a first result of our common report. I said last week that the building block of banking integration is the most important one, in the sense that we can achieve results in a short timeframe. A few days after we presented our report, the idea of a European supervisory system for banks is accepted» («Remarks by President Herman Van Rompuy following the European Council», Bruselas, 29.6.2012, EUCO 128/12, Presse 309, disponible en línea: [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/PRES\\_12\\_309](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/PRES_12_309). Cursiva añadida).

construcción institucional frente a un potencial acuerdo contrarreloj<sup>612</sup>. Destacable, en este sentido, ha sido la presión política del entonces presidente del BCE, Mario Draghi, hacia los Estados miembros del euro por adoptar cuanto antes un acuerdo que diera forma jurídica a la UB y, en particular, al MUS. El Reglamento del Consejo que atribuía al BCE tareas específicas de supervisión prudencial se publicó en octubre de 2013, mientras que las operaciones de supervisión a través del MUS se iniciaron solo en el 2014<sup>613</sup>.

Lo cierto es que la posición política de Alemania solo se comprende a la luz de la teoría constitucional desarrollada exhaustivamente por la jurisprudencia del *Bundesverfassungsgericht*. En efecto, la misma posibilidad de recapitalizar directamente entidades de crédito situadas en las jurisdicciones de los Estados periféricos, empleando las contribuciones dinerarias de los Estados miembros del MEDE —y sin una participación cualificada del Parlamento nacional en dicha decisión— sería de inmediato contestada por la vía de la jurisdicción constitucional. En este sentido, la afección del artículo 15 del Tratado del MEDE a la supervisión directa por el BCE de la entidad recapitalizada y, con ello, a la entrada en vigor de la UB, permitió en cierto grado el acomodo interpretativo de este instrumento financiero que, a todas luces, se traduce en una transferencia de crédito transnacional en la eurozona. En efecto, según el Tribunal Constitucional Federal Alemán,

«[e]l Gobierno Federal y el *Bundestag* no deben participar en la adopción o aplicación del Derecho derivado de la Unión Europea que exceda los límites [inicialmente establecidos] de la integración europea. El legislador no puede autorizar al Gobierno Federal a aprobar actos *ultra vires* de instituciones, órganos y organismos de la Unión Europea. [Sin embargo] la participación del Gobierno Federal y del *Bundestag* en la adopción y aplicación del Reglamento del MUS [...] y del Reglamento del MUR [...] no plantea serias dudas con arreglo a la Ley Fundamental»<sup>614</sup>.

---

<sup>612</sup> M.K. BRUNNERMEIER, H. JAMES, J.-P. LANDAU, *The Euro and the Battle of Ideas*, cit., p. 221.

<sup>613</sup> Dato observado nuevamente por M.K. BRUNNERMEIER, H. JAMES, J.-P. LANDAU, *The Euro and the Battle of Ideas*, cit., p. 221.

<sup>614</sup> BVerfG, Judgment of the Second Senate of 30 July 2019 - 2 BvR 1685/14 -, paras. 1-320, ECLI:DE:BVerfG:2019:rs20190730.2bvr168514 [Headnotes of the Judgment, trad. propia al español]. Disponible en línea, en inglés y alemán: [https://www.bundesverfassungsgericht.de/SharedDocs/Entscheidungen/EN/2019/07/rs20190730\\_2bvr168514en.html](https://www.bundesverfassungsgericht.de/SharedDocs/Entscheidungen/EN/2019/07/rs20190730_2bvr168514en.html) (últ. consulta: 1.9.2023).

¿Cómo se configura la segunda vía «laberíntica» de la UB que permite introducir directamente apoyo fiscal para reforzar el sector bancario europeo (y, por conexión, la deuda soberana de los Estados miembros)? Mientras que la recapitalización directa de las entidades de crédito a través del artículo 15 del MEDE es una posibilidad jurídica admitida en el Derecho supranacional vigente, el segundo instrumento está todavía pendiente de aprobación por los parlamentos nacionales, en el contexto de la reforma del Tratado del MEDE. Su comprensión exige volver sobre el diseño jurídico del MUR.

Se ha visto en las páginas anteriores que la premisa conceptual del MUR se construye sobre el principio del *bail in*, según el cual los accionistas y los acreedores internalizan los riesgos financieros en primer lugar. Además, el reconocimiento jurídico de este principio a través del Derecho derivado de la Unión supuso la introducción de una regla fundacional para la UB, esto es, el rechazo del *bail out* como herramienta de gestión de las crisis financieras dentro de la eurozona. Desde esta perspectiva, el FUR es una clara manifestación del principio del *bail in*, a la vez que responde a la necesidad de compartir los riesgos financieros dentro de una zona monetaria común. En efecto, el FUR se adecúa (en la superficie) a la cosmovisión sustentada en el *bail in*, en conexión con el principio de democracia nacional, configurándose como un instrumento de mutualización privada de los riesgos de la actividad bancaria transnacional, a disposición de la JUR<sup>615</sup>.

En esencia, el FUR refleja la voluntad política de redistribuir los riesgos de la actividad bancaria de manera internalizada (por las propias entidades de crédito y, dentro de éstas, por los accionistas y acreedores) y privatizada, porque se compone de las aportaciones obligatorias de las entidades de crédito supervisadas en el contexto de la UB. Sobre la base de un acuerdo internacional de mayo de 2014, los Estados miembros de la UB se comprometieron a recaudar gradualmente —desde el 2016— las contribuciones de las entidades de crédito autorizadas a operar en sus territorios, y a transferir tales recaudaciones al FUR hasta alcanzar el nivel de financiación establecido por la Directiva 2014/59/UE en la fecha máxima de 31 de

---

<sup>615</sup> P.G. TEIXEIRA, «The future of the European Banking Union: Risk-Sharing and Democratic Legitimacy», *cit.*, pp. 139-142.

diciembre de 2024<sup>616</sup>. En concreto, la dotación final del FUR está fijada en al menos un 1 por 100 del importe de los depósitos garantizados de todas las entidades autorizadas en el territorio de cada Estado miembro (esto es, aproximadamente 55,000 millones de euros)<sup>617</sup>. Los Estados miembros deberán garantizar asimismo que la obligación de pago de las contribuciones establecidas en la Directiva 2014/59/UE es ejecutiva con arreglo al Derecho nacional, y que las contribuciones son íntegramente desembolsadas<sup>618</sup>.

Por otro lado, el poder para especificar el sistema de cuantificación de las contribuciones se delega en la Comisión y se deberá basar principalmente en el perfil de riesgo de las entidades<sup>619</sup>. En este sentido, el Reglamento Delegado 2015/63<sup>620</sup> y el Reglamento de Ejecución 2015/81 establecen los criterios concretos de cuantificación de las contribuciones, en desarrollo de la Directiva 2014/59/UE<sup>621</sup>. Finalmente, corresponderá exclusivamente a la JUR (previa consulta al BCE o a la autoridad nacional competente y en estrecha cooperación con las autoridades nacionales de resolución) calcular cada año las contribuciones individuales ex ante

---

<sup>616</sup> Instrumento de ratificación del Acuerdo sobre la transferencia y mutualización de las aportaciones al Fondo Único de Resolución, hecho en Bruselas el 21 de mayo de 2014, BOE núm. 302, 18.12.2015, p. 119033-119052, BOE-A-2015-13769, Artículo 3. Véase una explicación básica del MUR en D. SARMIENTO, *El Derecho de la Unión Europea*, cit., p. 771.

<sup>617</sup> Directiva 2014/59/UE, Artículo 102.1. Sin embargo, los Estados miembros podrán fijar niveles de financiación por encima de dicha cantidad.

<sup>618</sup> Directiva 2014/59/UE, Artículo 103.4.

<sup>619</sup> Directiva 2014/59/UE, Artículo 103.7. En particular, se tomarán en consideración, entre otros aspectos: la estabilidad y variedad de las fuentes de financiación y el estado de liquidez de la entidad; la situación financiera de la entidad; la probabilidad de que la entidad sea objeto de resolución; el grado en que la entidad se ha beneficiado con anterioridad de ayudas financieras públicas extraordinarias o la importancia de la entidad para la estabilidad del sistema financiero o la economía de uno o varios Estados miembros o de la Unión (letras a-h del mismo artículo).

<sup>620</sup> Reglamento Delegado (UE) 2015/63 de la Comisión, de 21 de octubre de 2014, por el que se completa la Directiva 2014/59/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo que respecta a las contribuciones *ex ante* a los mecanismos de financiación de la resolución, DO L 11, 17.1.2015, p. 44–64.

<sup>621</sup> Reglamento de Ejecución (UE) 2015/81 del Consejo, de 19 de diciembre de 2014, que especifica condiciones uniformes de aplicación del Reglamento (UE) núm. 806/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las aportaciones ex ante al Fondo Único de Resolución, DO L 15, 22.1.2015, p. 1-7.



debidas por cada entidad autorizada en el territorio de todos los Estados miembros participantes<sup>622</sup>.

Aunque la proveniencia de las contribuciones recaudadas para el FUR le convierte a este, en principio, en una red de soporte financiero de esencia privada, las normas de Derecho supranacional atribuyen la propiedad y la administración del Fondo a la JUR<sup>623</sup>. Ciertamente, el diseño del FUR y los poderes reconocidos a la JUR al respecto refuerzan la eficacia del principio del *bail in* y garantizan, a la vez, el principio de democracia nacional<sup>624</sup>. En primer lugar, porque la decisión para la utilización efectiva del FUR en un procedimiento de resolución bancaria corresponde exclusivamente a la JUR. En segundo lugar, la legalidad de tal decisión está condicionada al presupuesto de hecho según el cual los instrumentos ordinarios de resolución bancaria (esto es, los propios fondos de la entidad financiera afectada) resultan insuficientes para garantizar los fines del procedimiento de resolución. En otras palabras, el FUR se configura como un mecanismo subsidiario respecto de los instrumentos de resolución basados en el *bail in*, acordados asimismo por la JUR.

Una vez que la JUR decidiera hacer uso del FUR, los fondos efectivos procederían según el orden establecido por el legislador supranacional: en primer lugar, se emplearán las contribuciones ex ante (transferidas hacia el FUR desde las entidades de crédito a través de los Estados miembros). En el caso de que las contribuciones ex ante resultaran insuficientes para el objeto de la resolución, la JUR está habilitada para recaudar fondos adicionales, en particular, exigiendo la realización de contribuciones ex post extraordinarias a las entidades de crédito que estuvieran autorizadas a operar en los territorios de los Estados miembros participantes<sup>625</sup>. Por fin, si las contribuciones ex post resultaran, a su vez, insuficientes, la JUR podría recabar financiamiento de aquellas entidades de crédito

---

<sup>622</sup> Sobre la base de la interpretación del TJ acerca del Reglamento del MUR y Reglamento de Ejecución 2015/81, Sentencia del Tribunal de Justicia (Gran Sala), de 3 de diciembre de 2019, *Iccrea Banca SpA y Banca d'Italia*, asunto C-414/12, EU:C:2019:1036, párr. 45.

<sup>623</sup> Según el artículo 67.2 del Reglamento del MUR, «la Junta será propietaria del Fondo».

<sup>624</sup> En lugar de «democracia nacional», P.G. TEIXEIRA se refiere al «respeto de la soberanía fiscal de los Estados miembros», en «The future of the European Banking Union: Risk-Sharing and Democratic Legitimacy», *cit.*, p. 143.

<sup>625</sup> Reglamento del MUR, Artículo 71.1.

o terceros que ofrezcan mejores condiciones financieras en el momento más adecuado, a fin de optimizar el coste de la financiación y preservar su reputación. La Unión no responderá de los gastos incurridos por la JUR en la consecución y utilización de los fondos adicionales para la resolución bancaria<sup>626</sup>.

Las normas sobre la gestión del FUR contienen algunas garantías adicionales que dan efectividad al principio del *bail in* y, por conexión, a la regla de *no bail out* en el mercado bancario único<sup>627</sup>. En primer lugar, el Reglamento del MUR establece que «[l]as decisiones o medidas de la Junta no exigirán la concesión de una ayuda financiera pública extraordinaria por parte de los Estados miembros ni afectarán a la soberanía ni a las competencias presupuestarias de los Estados miembros»<sup>628</sup>. Además, la Junta deberá «utilizar el Fondo exclusivamente con el fin de garantizar la aplicación eficiente de los instrumentos de resolución y el ejercicio eficiente de las competencias de resolución»<sup>629</sup>. En segundo lugar, la utilización (como último recurso) del FUR deberá decidirse en sesión plenaria de la Junta<sup>630</sup>, y podrá dirigirse a la absorción de un máximo del 5 por ciento de los pasivos de la entidad de crédito, siempre que esta última hubiera absorbido previamente, mediante sus propios fondos (*bail in*), al menos el 8 por ciento del total de los pasivos. La decisión sobre el uso de contribuciones ex ante del FUR requieren la mayoría simple de los miembros de la Junta que represente al menos un 30 % de las aportaciones<sup>631</sup>. Por

---

<sup>626</sup> Reglamento del MUR, Artículo 73.

<sup>627</sup> P.G. TEIXEIRA, «The future of the European Banking Union: Risk-Sharing and Democratic Legitimacy», *cit.*, p. 143.

<sup>628</sup> Reglamento del MUR, Artículo 6.6. En igual sentido, su Considerando 19 prevé que [e]l Fondo debe ser financiado por las aportaciones de los bancos recaudadas a escala nacional y agruparse a nivel de la Unión de conformidad con un acuerdo intergubernamental sobre la transferencia y progresiva mutualización de dichas aportaciones (el «Acuerdo»), aumentando así la estabilidad financiera y limitando el vínculo entre la percepción de la situación presupuestaria de los distintos Estados miembros y los costes de financiación de los bancos y las empresas que operan en cada uno de ellos. Para romper aún más ese vínculo, las decisiones tomadas en el marco del MUR no deben afectar a las competencias presupuestarias de los Estados miembros».

<sup>629</sup> Reglamento del MUR, Artículo 67.2.

<sup>630</sup> Según el artículo 43 del Reglamento del MUR, la Comisión y el BCE tendrán un representante con derecho a participar en las reuniones de las sesiones plenarios y ejecutivos como observador permanente. Los representantes de la Comisión y del BCE tendrán derecho a participar en los debates y tendrán acceso a todos los documentos.

<sup>631</sup> Reglamento del MUR, Artículo 52.

último, es de destacar que el Consejo mantiene el poder de objeción sobre la activación del FUR en la operación de resolución bancaria, mientras que la Comisión vigilará su compatibilidad con las normas sobre ayudas estatales<sup>632</sup>.

En un contexto institucional en el que los esfuerzos políticos indicarían una firme voluntad por consolidar una red de mutualización de los riesgos bancarios desligada del presupuesto estatal, ¿dónde se averigua la vocación fiscal de la UB? Dicho de otro modo, ¿qué razones descomponen la apariencia del FUR como un mecanismo financiero en absoluta desconexión con la base fiscal de los Estados miembros del euro? Evidenciando una capacidad de improvisación jurídica inagotable, el Tratado del MEDE —en este caso, su artículo 3.2, pendiente de aprobación por los parlamentos nacionales— establece que «el MEDE podrá proporcionar el mecanismo de respaldo a la JUR para que el FUR pueda apoyar la aplicación de los instrumentos de resolución y el ejercicio de las competencias de resolución de la JUR, según lo establecido en el Derecho de la Unión Europea»<sup>633</sup>. En cuanto que el MEDE se financia precisamente a través de las contribuciones de los Estados miembros del euro, es innegable que su reforma pretende institucionalizar —siquiera por la vía intergubernamental— instrumentos que hagan posible caminar en la sombra de la prohibición del *bail out* y, con ello, de la cosmovisión constitucional alemana acerca de los límites inherentes a la integración política alrededor de una moneda única.

En efecto, observados conjuntamente, los dos instrumentos expuestos en estas páginas permiten traspasar las fronteras prohibidas de las transferencias transnacionales de riqueza con cargo al presupuesto nacional. Desde esta perspectiva, la UB supone un silencioso intento político de adecuar el contexto institucional interno del euro a sus exigencias materiales intrínsecas. Sin perjuicio del

---

<sup>632</sup> Reglamento del MUR, Artículo 19. Véase asimismo P.G. TEIXEIRA, «The future of the European Banking Union: Risk-Sharing and Democratic Legitimacy», *cit.*, p. 143.

<sup>633</sup> Por contraste a la propuesta (hoy paralizada) de la Comisión en 2017, que habría integrado el MEDE en el Derecho supranacional, transformándolo en un llamado *European Monetary Fund*. Véase, al respecto, EUROPEAN PARLIAMENT, «Establishment of a European monetary fund (EMF)», disponible en línea: [https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2019/635556/EPRS\\_BRI\(2019\)635556\\_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2019/635556/EPRS_BRI(2019)635556_EN.pdf) (últ. consulta: 1.9.2023).

complicado funcionamiento de las dos líneas de crédito potencialmente concedidas por el MEDE directamente a las entidades de crédito, la consecuencia práctica es idéntica en ambos casos. Los Estados miembros del MEDE se alejan paulatinamente de las posiciones originariamente ocupadas en el momento de firmar el Tratado constitutivo del mecanismo (deudor-acreedor), y se sitúan conjuntamente en el lugar del acreedor que concede préstamos precisamente a aquellas entidades de crédito cuya insolvencia resultaría automáticamente en una quiebra soberana. De manera que, por el momento —y siempre en el ámbito de la política económica—, al interrogante constitucional de una zona monetaria común europea (i.e., qué herramientas tiene la UEM para absorber los impactos económicos asimétricos) se le añade, de manera inédita, una respuesta distinta de la originariamente prevista en los Tratados fundacionales (que consistía en la quiebra soberana del Estado miembro). Además, el empeño imaginativo de los responsables políticos de la UEM solo confirma una premisa latente desde 1999, hoy reconocida explícita e implícitamente por todos los actores institucionales relevantes: el diseño del euro resulta difícilmente sostenible desde un punto de vista material, sin un ancla fiscal apto para ofrecerle acomodo macroeconómico y social.

#### ***4. La consecuencia (parcial) del fracaso de estabilizar (fiscalmente) a la UEM. La estabilidad financiera como nuevo objetivo postcrisis del BCE***

Es un hecho sobradamente conocido que la crisis financiera de 2008 marcó el fin de la época neoliberal de autorregulación bancaria, incorporándose la «estabilidad financiera» como nuevo objetivo de la intervención pública en la economía<sup>634</sup>. Su positivización se inició a nivel internacional a través de normas de *soft law*<sup>635</sup>, a la vez que en el plano institucional global se introdujo un Consejo de Estabilidad Financiera. La inserción de la estabilidad financiera en el ordenamiento

---

<sup>634</sup> Véase, p. ej., J. DE MIGUEL BÁRCENA, «Estabilidad financiera en entornos federales: la nueva Constitución Económica del riesgo», *ReDCE*, año 13, núm. 26, julio-diciembre, 2016, pp. 49-85, esp. pp. 56 ss.

<sup>635</sup> COMITÉ DE SUPERVISIÓN BANCARIA DE BASILEA, «Principios Básicos para una supervisión bancaria eficaz», Banco de Pagos Internacionales (diciembre de 2011). Los Principios Básicos configuran un «marco voluntario de normas mínimas sobre mejores prácticas de supervisión», p. 10.

jurídico de la Unión se ha llevado a cabo mediante la reforma del artículo 136 del TFUE, que habilita la creación de un mecanismo de estabilidad por los Estados miembros cuya moneda es el euro<sup>636</sup>. La UB ha consolidado tal reorientación de la Constitución económica de la Unión hacia el nuevo objetivo internacional. Recordemos que, de acuerdo con el Reglamento del Mecanismo Único de Supervisión<sup>637</sup>, también el BCE actuará en aras de alcanzar el objetivo «superior» de la Unión Económica y Monetaria<sup>638</sup>.

El concepto de «estabilidad financiera» tiene una esencia multifacética, ya que permite distintas definiciones complementarias<sup>639</sup>. En las páginas que siguen se pretende ilustrar, por una parte, la alta intensidad política del concepto de estabilidad financiera, contrastando con el contenido (presuntamente) técnico de la política monetaria. Esta interpretación se construye sobre la base de la sentencia del TJ recaída en el asunto *Pringle*<sup>640</sup>, en la que se enjuiciaba la compatibilidad MEDE con el Derecho de la Unión. Por otra parte, se explicará por qué la estabilidad financiera constituye una materia intermedia entre la política monetaria y la supervisión prudencial de las entidades de crédito<sup>641</sup>, y cómo esta vinculación sustancial entre las dos competencias supranacionales que hoy ejerce el BCE da lugar a que una función clásica de la banca central (el prestamista de última instancia para el sector bancario)

---

<sup>636</sup> Decisión 2011/199/UE del Consejo Europeo, de 25 de marzo de 2011, *DOUE* L-91, 6.4.2011.

<sup>637</sup> Reglamento (UE) núm. 1024/2013, del Consejo, de 15 de octubre de 2013, que encomienda al BCE tareas específicas respecto de políticas relacionadas con la supervisión prudencial de las entidades de crédito, *DOUE* núm. 287, de 29 de octubre de 2013, p. 63-89 (Reglamento del MUS).

<sup>638</sup> «El presente Reglamento atribuye funciones específicas en lo que respecta a las medidas relativas a la supervisión prudencial de las entidades de crédito, con objeto de contribuir (...) a la estabilidad del sistema financiero dentro de la Unión y en cada uno de los Estados miembros» (Reglamento del MUS, Artículo. 1).

<sup>639</sup> Sobre la evolución de este concepto jurídico, cfr. G. COMPARATO, «Financial stability in private law: Intersections, conflicts, choices», *Common Market Law Review*, vol. 58, núm. 2, 2021, pp. 391-430. Véase asimismo, desde una perspectiva económica, dando cuenta del debate al respecto y avisando (entre otros aspectos) sobre la necesidad de interpretar la «estabilidad financiera» como *continuum*: G.J. SCHINASI, «Defining Financial Stability», *International Monetary Fund*, núm. 187, 2004. Disponible en línea: <https://www.elibrary.imf.org/view/journals/001/2004/187/article-A001-en.xml> (últ. consulta: 1.9.2023).

<sup>640</sup> Sentencia *Pringle c. Irlanda y otros*, *cit.*, p. 135.

<sup>641</sup> T. PADOA-SCHIOPPA, *The euro and its central bank: Getting united after the union*, *cit.*, p. xii.

se convierta potencialmente en una financiación monetaria encubierta ex artículo 123 del TFUE.

#### 4.1. La intensidad política del concepto de estabilidad financiera

Recordemos que el MEDE es una «institución financiera internacional» cuya creación se basa en un tratado internacional negociado entre los Estados miembros de la eurozona y tiene por finalidad la movilización de fondos para la estabilidad<sup>642</sup>; especialmente la estabilidad del sector financiero de los Estados miembros. En la Sentencia *Pringle*, el TJ declaró, entre otros aspectos, que el MEDE no vulneraba la división originaria de competencias en las materias de política económica y política monetaria. Mientras que la primera se basa en la «estrecha coordinación de las políticas económicas de los Estados miembros», la segunda corresponde exclusivamente al BCE<sup>643</sup>.

Según el TJ, el objetivo del MEDE «se diferencia con claridad del objetivo de mantener la estabilidad de los precios, que constituye el objetivo principal de la política monetaria de la Unión». Además, «una medida de política económica no puede equipararse a una medida de política monetaria por el solo hecho de que pueda tener efectos indirectos en la estabilidad del euro»<sup>644</sup>. En suma, se deduce de la interpretación del TJ que una medida cuyo objeto es garantizar la estabilidad financiera de un Estado miembro o de la Unión mantendría una mayor cercanía sustancial con la política económica, diferenciándose «claramente» de la política monetaria.

Es cierto que también la política monetaria se define en los Tratados fundacionales de forma deliberadamente «general y abstracta», en función del objetivo concreto que se persiga conseguir, i.e., dentro del objetivo amplio de la estabilidad de precios<sup>645</sup>. De ahí que se le reconozca al BCE una «amplia facultad de

---

<sup>642</sup> Tratado del MEDE, Artículo 3.

<sup>643</sup> TFUE, Artículos 3 y 119.

<sup>644</sup> Sentencia *Pringle*, párr. 56.

<sup>645</sup> Sentencia *Weiss y otros*, párr. 55.

apreciación» en el ejercicio de la política monetaria<sup>646</sup>. No obstante, la sentencia *Pringle* permite concluir que una medida que pretenda garantizar la estabilidad financiera solo es lícita (a la luz del Derecho de la Unión) si se enmarca en el ámbito de la política económica. En otras palabras, el objetivo de la «estabilidad financiera» contendría, por su propia naturaleza polifacética, un considerable componente de oportunidad política; por el contrario, la política monetaria se definiría justamente por su (presunta) neutralidad política. Se explica, entonces, por qué el ejercicio del poder de supervisión «implica para el BCE [una] gran responsabilidad» que requiere una rendición de cuentas cualificada ante el Parlamento Europeo y los parlamentos nacionales<sup>647</sup>.

Ciertamente, la existencia de un componente intrínseco de oportunidad de política en el objetivo supranacional de la estabilidad financiera también extiende los límites del poder discrecional del BCE. De manera que, al menos cuando este actúa sobre la base de la competencia en materia de supervisión prudencial, su discrecionalidad traspasa las fronteras sustantivas del «prudente arbitrio», propio de toda potestad administrativa<sup>648</sup>. En palabras del TJUE, la atribución de la supervisión directa al BCE implica «la concesión [...] de amplios poderes de apreciación»<sup>649</sup>. Una prueba de esta discrecionalidad es el artículo 6.5 del Reglamento del MUS, que habilita al BCE decidir en cualquier momento, por iniciativa propia —previa consulta de las ANCs o a instancia de una ANC— «ejercer por sí mismo directamente todos los poderes pertinentes por lo que respecta a una o varias de las entidades de crédito menos significativas».

Dado que el ejercicio del poder de supervisión prudencial «implica para el BCE la gran responsabilidad de contribuir a la estabilidad financiera de la Unión»<sup>650</sup>,

---

<sup>646</sup> Sentencia *Gauweiler y otros*, párr. 68.

<sup>647</sup> Acuerdo interinstitucional entre el Parlamento Europeo y el Banco Central Europeo relativo a las normas prácticas de ejecución de la rendición de cuentas democrática y de supervisión del ejercicio de las tareas encomendadas al Banco Central Europeo en el marco del mecanismo único de supervisión. Acto no legislativo 2013/694/UE, DO L 320, 30.11.2013, pp. 1-6, Considerando 3.

<sup>648</sup> Cfr. al respecto, ROMANO, S., *Fragments de un diccionario jurídico*, cit. p. 310.

<sup>649</sup> STG *Landeskreditbank/BCE*, cit., párr. 61.

<sup>650</sup> Acuerdo interinstitucional 2013/694/UE, Considerando 3.

un aspecto esencial del MUS reside en los altos requisitos de rendición de cuentas democrática que se imponen al órgano supervisor. Existen cuatro mecanismos principales que perseguirían «contrapesar»<sup>651</sup> el poder de supervisión prudencial del BCE. Primero, la obligación de presentar informes anuales al Parlamento Europeo, en audiencia pública<sup>652</sup>. Segundo, la participación del presidente del Consejo de Supervisión en dos audiencias públicas anuales ordinarias, a petición de la comisión competente del Parlamento Europeo, o la posibilidad de llevar a cabo reuniones especiales confidenciales con el presidente del Consejo de Supervisión<sup>653</sup>. En tercer lugar, el Parlamento Europeo podrá realizar preguntas al BCE, a las que este deberá contestar por escrito «lo antes posible, y en cualquier caso en un plazo de cinco semanas a partir de su transmisión al BCE»<sup>654</sup>.

Por último, y, sobre todo, se establece la intervención de los parlamentos nacionales en el control democrático del BCE. En concreto, este deberá remitirles simultánea y directamente los informes anuales, respecto de los cuales aquéllos podrán contestar con observaciones motivadas. También podrán los parlamentos nacionales realizar preguntas por escrito o, individualmente, invitar al presidente o a un representante del Consejo de Supervisión a participar en un cambio de impresiones en relación con la supervisión de entidades de crédito del Estado miembro correspondiente (junto con un representante de la ANC)<sup>655</sup>. En resumidas cuentas, la competencia en materia de supervisión prudencial del BCE contiene requisitos elevados de rendición de cuentas, observándose no solo una dimensión procedimental del control ex post, sino también sustantiva, al existir la posibilidad

---

<sup>651</sup> Acuerdo interinstitucional 2013/694/UE, Considerando 4.

<sup>652</sup> Acuerdo interinstitucional 2013/694/UE, disposición I.1; Reglamento del MUS, Artículo 20.2.

A fin de evitar una potencial «contaminación» de la política monetaria, la competencia en materia de supervisión prudencial se lleva a cabo por un órgano independiente adscrito al BCE, el Consejo de Supervisión (Reglamento del MUS, Considerando 65 y art. 26.1). No obstante, la toma de decisiones se le encomienda al Consejo de Gobernadores del BCE (Reglamento del MUS, Artículo 26.8)

<sup>653</sup> Acuerdo interinstitucional 2013/694/UE, disposición I.2.

<sup>654</sup> *Ibid.*

<sup>655</sup> Reglamento del MUS, Artículo 21.



de debate democrático acerca de las decisiones del BCE<sup>656</sup>. Tal vertiente sustantiva contrasta con el control esencialmente procedimental en la competencia de política monetaria, en el cual predominan las obligaciones de información<sup>657</sup> y no existe intervención de los parlamentos nacionales.

#### 4.2. La estabilidad financiera como «*land in between*»

Según una interpretación dogmática del Derecho de la Unión, las competencias en materia de política monetaria y de supervisión prudencial conformarían dos esferas materiales autónomas de actuación del BCE. Sin embargo, hoy es un hecho comúnmente aceptado que los dos ámbitos supranacionales están interrelacionados sustancialmente a través del objetivo de la estabilidad financiera de la zona del euro y de sus Estados miembros, conformando este último un ilustrativo «*land in between*»<sup>658</sup>, en el cual el BCE se erige nuevamente como protagonista institucional<sup>659</sup>. Dando un paso más, esta misma interconexión sustancial entre las medidas fiscales, financieras y monetarias dentro del laberinto constitucional de la UEM consigue explicar por qué, en una situación de crisis financiera donde las primeras de las medidas son insuficientes —por el alto coste político de intervenir de los Estados miembros con superávit—, la presión sociopolítica por actuar económicamente se dirigirá con aumentada intensidad hacia el propio BCE. Se ilumina, de este modo, una función clásica de la banca central contemporánea, que

---

<sup>656</sup> M. DAWSON, A. BOBIĆ, A. MARICUT-AKBIK, «Reconciling independence and accountability at the European Central Bank: The false promise of proceduralism», *European Law Journal*, núm. 25, 2019, pp. 75-93, p. 92.

<sup>657</sup> Con la excepción de los diálogos monetarios, en el marco de los cuales el presidente del BCE y los miembros del Consejo Ejecutivo podrán ser oídos por las comisiones competentes del Parlamento Europeo. TFUE, Artículo 283.3.

<sup>658</sup> T. PADOA-SCHIOPPA, *The euro and its central bank: Getting united after the union*, cit., p. xii.

<sup>659</sup> La propia Comisión Europea reconocía en 2012 que «la fragmentación de los mercados bancarios de la Unión socava considerablemente el mercado único de los servicios financieros y entorpece la transmisión efectiva de la política monetaria a la economía real en toda la zona del euro», COMISIÓN EUROPEA, «Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo y al Consejo: Hoja de ruta hacia una unión bancaria», COM (2012) 510 final, *DOUE C 11*, 15.1.2013, pp. 34-38.

le permite a la autoridad monetaria ejercer, en tiempos de inestabilidad financiera, como prestamista de última instancia de la banca privada<sup>660</sup>.

Desde la perspectiva del objetivo de la estabilidad financiera, la definición del BCE como prestamista de última instancia se conformaría por la potestad de aquél de inyectar fondos adicionales a las entidades de crédito temporalmente ilíquidas aunque solventes, evitando de este modo (o directamente gestionando, una vez producidos) los pánicos bancarios<sup>661</sup>. Lo que es lo mismo, pero visto desde la óptica de la competencia en materia de política monetaria, la función de prestamista de última instancia implica la activación de las medidas no convencionales dirigidas a prestar apoyo a la banca privada, configurándose el BCE como un «Banco de bancos»<sup>662</sup>. La necesidad de actuar como prestamista de última instancia desde la

---

<sup>660</sup> La bibliografía en este punto es inabarcable. Por primera vez en la historia del capitalismo sobre la función de LoLR: H. THORNTON, *An Enquiry into the Nature and Effects of the Paper Credit of Great Britain* AM Kelley, Fairfield, 1991 [1802]; doctrina matizada posteriormente por W. BAGEHOT, *Lombard Street: A Description of the Money Market*, H.S. King, London, 1873. Acerca de los medios más recientes de los bancos centrales para ejercer como prestamista de última instancia, cfr. BANCO DE PAGOS INTERNACIONALES, «Re-thinking the lender of last resort», *BIS Papers*, núm. 79, septiembre, 2014. Disponible en línea: [https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap79a\\_rh.pdf](https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap79a_rh.pdf) (últ. consulta: 1.9.2023). Sobre el silencio de los Tratados fundacionales acerca de la función de prestamista de última instancia del BCE, véase J. GARCÍA-ANDRADE GÓMEZ, «Capítulo IV: El sistema monetario en una Unión Europea de Derecho», *cit.*, (esp. pp. 270 ss). Más en general sobre esta función de la banca central contemporánea, su evolución más reciente y sus consecuencias sobre las instituciones de la eurozona (en particular, la UB y el BCE), cfr. R.M. LASTRA, «Reflections on Banking Union, lender of last resort and supervisory discretion», *ECB Legal Conference: From Monetary Union to Banking Union, on the way to Capital Markets Union. New opportunities for European integration*, 2015, pp. 154-173. Disponible en línea: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/frommonetaryuniontobankingunion201512.en.pdf> (últ. consulta: 1.9.2023).

<sup>661</sup> J. DE HAAN, C. PATTIPEILOHY, *Advanced Introduction to Central Banks and Monetary Policy*, *cit.*, p. 55. En efecto, «[a]s was often to be observed in the future, however desperately people want their money from a bank, when they are assured they can get it, they no longer want it» (J. KENNETH GALBRAITH, *Money: Whence It Came, Where It Went*, Houghton Mifflin Harcourt, Massachusetts, 1975, p. 16).

Esta ha sido precisamente la razón que motivó inicialmente la creación de la Reserva Federal de los Estados Unidos: «[t]he direct cause for wanting to establish a central bank was not so much concern over price stability, but the recurrence of banking crises, the most recent one of which had taken place in 1907. Bank runs, apart from the damage done directly to the deposit holders, also let to short-term interest rate spikes, sometimes of over 10 percentage points. Also, there was a pronounced seasonal pattern in short-term interest rates. The withdrawal of interbank balanced in peak agricultural and holiday periods, in combination with the practice of the pyramiding reserves within the banking system, tended to exacerbate seasonal pressures on the banking system» (C.C.A. VAN DEN BERG, *The making of the Statute of the European System of Central Banks...*, *cit.*, p. 58).

<sup>662</sup> J. GARCÍA-ANDRADE GÓMEZ, «Capítulo IV: El sistema monetario en una Unión Europea de Derecho», *cit.* (p. 271) señala cómo esta función se le atribuía expresamente al Banco de España («actuará como Banco de Bancos»), en el artículo 3 de Ley 30/1980, de 21 de junio, por la que se

perspectiva de la estabilidad de los precios se deriva del hecho de que las entidades de crédito son también instituciones monetarias privadas, al introducir dinero en la economía a través de la apertura de depósitos y la concesión de créditos<sup>663</sup>. Además, se ha visto en las páginas anteriores que el sector bancario es el objeto básico de actuación monetaria del BCE, en cuanto que la efectiva internalización, por las entidades de crédito, de las señales emitidas por el BCE —predominantemente a través de la modulación de los tipos de interés nominal— condiciona el funcionamiento eficiente del mecanismo de transmisión de la política monetaria en la zona del euro.

En definitiva, aunque la provisión de fondos a través del préstamo de última instancia se efectúa sobre la base de la competencia en materia de política monetaria, las razones que motivan la activación de tal función se vinculan, sobre todo, a riesgos relacionados con la estabilidad financiera. En efecto, la decisión de actuar como prestamista de última instancia puede justificarse a la luz de dos (sub)finalidades esenciales. En particular, el apoyo financiero puede buscar salvar bien a un único banco que esté en una situación de iliquidez temporal (esto es, desde una perspectiva microeconómica, interviniendo a fin de solventar un riesgo que podría transformarse en una situación de insolvencia en un momento posterior) o bien para preservar la estabilidad del sistema bancario en su conjunto, suministrando liquidez adicional a todas las entidades de crédito que estén experimentando grandes retiradas de efectivo (perspectiva macroeconómica). La crisis financiera global ha demostrado cómo una crisis bancaria individual puede convertirse rápidamente en un problema del sistema en su conjunto (por la paralización del mercado interbancario)<sup>664</sup>.

---

regulan los órganos rectores del Banco de España [«BOE» núm. 154, de 27 de junio de 1980, pp. 14637-14639 (hoy derogada)].

<sup>663</sup> Por ejemplo, los «depósitos a la vista» se integran en los análisis monetarios del BCE como integrantes esenciales de la masa monetaria en circulación («M1»). BANCO CENTRAL EUROPEO, «Monetary aggregates», Disponible en línea: [https://www.ecb.europa.eu/stats/money\\_credit\\_banking/monetary\\_aggregates/html/index.en.html](https://www.ecb.europa.eu/stats/money_credit_banking/monetary_aggregates/html/index.en.html) (últ. consulta: 1.9.2023).

<sup>664</sup> R.M. LASTRA, «Reflections on Banking Union, lender of last resort and supervisory discretion», *cit.*, p. 157.

Una característica esencial de la función de prestamista de última instancia reside en la amplia discrecionalidad del banco central para activarla; una discrecionalidad que se deriva de la exigencia de evitar el riesgo moral de la banca privada, puesto que las entidades de crédito aumentarían supuestamente los riesgos asumidos en las hojas de balance, al saber con certeza que la autoridad monetaria intervendría para evitar una situación de iliquidez temporal<sup>665</sup>. Tras el estallido de la gran crisis de 2008, se instaló a nivel internacional un nuevo consenso entre los responsables políticos, economistas y banqueros centrales acerca de la intensificada exigencia de supervisar prudencialmente a las entidades de crédito, tanto a nivel micro como macroeconómico: «[a]ssistance on a rainy day requires surveillance on a sunny day»<sup>666</sup>.

En términos institucionales, esta premisa replanteó los debates acerca de la manera concreta de organizar las competencias en materia de política monetaria y de supervisión bancaria dentro de la Unión. Los estudios jurídicos relativos al diseño institucional de la supervisión prudencial convergen en la idea de que esta competencia se puede encomendar a la institución encargada de asegurar la estabilidad monetaria (el banco central) o a una institución distinta (es decir, el banco central se encargaría de la política monetaria, mientras que la supervisión bancaria se llevaría a cabo bien de forma autónoma por una agencia independiente, bien por un órgano dependiente del gobierno)<sup>667</sup>. Entre los economistas, este asunto todavía se encuentra sometido a debate<sup>668</sup>.

Lo que interesa destacar en este punto es el argumento esencial que justificaría separar orgánicamente el ejercicio de las funciones de política monetaria y de supervisión prudencial; en particular, se trata del potencial conflicto de intereses al que podría verse sometida la autoridad monetaria a la luz de un objetivo dual

---

<sup>665</sup> *Ibid.*, *cit.*, p. 158.

<sup>666</sup> *Ibid.*, p. 160.

<sup>667</sup> M. GOLDMANN, «United in Diversity? The relationship between monetary policy and prudential supervision in the Banking Union», *European Constitutional Law Review*, núm. 14, 2018, pp. 283-310, p. 288.

<sup>668</sup> Por todos, cfr. C. GOODHART, D. SCHOENMAKER, «Should the functions of monetary policy and banking supervision be separated?», *Oxford Economic Papers*, New Series, vol. 47, núm. 4, 1995, pp. 539-560, p. 544.

(estabilidad de precios y estabilidad financiera). En primer lugar, se sostiene que la atribución simultánea de las dos funciones al banco central podría crear en las entidades de crédito la expectativa de que, al fijar el tipo de interés nominal, aquél tendría en consideración sobre todo las condiciones del sistema financiero, desconsiderando las necesidades de la política monetaria. En otras palabras, el conflicto surgiría cuando las valoraciones de naturaleza monetaria (el objetivo de inflación) recomendarían un tipo de interés nominal más alto, pero el banco central decide mantener un tipo de interés más bajo debido a los riesgos de iliquidez del sistema financiero (o de sus partes individualmente consideradas)<sup>669</sup>. Recordemos que los bajos tipos de interés suponen una «relajación» de la política monetaria y pretenden estimular el consumo, la predisposición de las entidades de crédito a conceder préstamos, y, con ello, la liquidez disponible en la economía.

En segundo lugar, se argumenta que la atribución simultánea de las dos funciones al banco central daría lugar a riesgos reputacionales para la propia autoridad monetaria. En tiempos de inestabilidad financiera, los responsables políticos y los ciudadanos tenderían a responsabilizar en primer lugar a las autoridades supervisoras por la supuesta gestión deficiente de sus tareas, situándolas en el punto de mira por su incapacidad de prevenir las crisis de liquidez (y potencialmente de solvencia de las entidades de crédito). El riesgo reputacional se incrementa toda vez que se toma en consideración la diferencia entre las expectativas de los ciudadanos (i.e., referidas a que en ningún caso debería producirse una pérdida de partes de los depósitos cuando un banco individual esté en situación de insolvencia) y el objetivo preciso del supervisor prudencial (i.e., en principio, evitar las posibilidades de colapso del sistema financiero en su conjunto)<sup>670</sup>.

Por otro lado, el argumento principal que defiende la atribución al banco central de ambas funciones se vincula a las consecuencias de un potencial rescate bancario temprano. Al estar el banco central en condiciones de introducir liquidez ilimitada en momentos críticos, se crearía en los demás participantes en el mercado la confianza sobre la solidez del sistema bancario y, con ello, se aseguraría el

---

<sup>669</sup> *Ibid.*, pp. 545-547.

<sup>670</sup> *Ibid.*, pp. 547-548.

funcionamiento del mercado interbancario. Dicho más claramente, interviniendo puntualmente y de manera inminente, el banco central reestablecería la vía ordinaria de financiación de las entidades de crédito (i.e., el mercado interbancario), evitando la propagación de los riesgos de liquidez y, con ello, la necesidad adicional de ejercer como prestamista de última instancia en un momento posterior<sup>671</sup>.

El Reglamento del MUS positiviza un modelo de separación funcional (distinta de la separación institucional), en tanto en cuanto le atribuye al BCE la función de supervisión prudencial pero ordena, a la vez, la separación intraorgánica entre aquella y la política monetaria. En efecto, la separación funcional dentro de los órganos rectores del BCE responde a la necesidad de «evitar posibles conflictos de intereses y asegurar la autonomía en la adopción de decisiones en el desempeño de estas tareas»<sup>672</sup>. En este sentido, el BCE deberá garantizar que «en el funcionamiento del Consejo de Gobierno estén completamente diferenciadas las funciones monetarias y las de supervisión. Dicha diferenciación debe suponer, como mínimo, reuniones y órdenes del día estrictamente separados»<sup>673</sup>. El artículo 25 del Reglamento del MUS estipula tal separación funcional, creándose un nuevo Consejo de Supervisión que se incorpora en la arquitectura orgánica del BCE.

El Consejo de Supervisión se compone de un presidente, un vicepresidente, cuatro representantes del BCE y un representante de la ANC de cada Estado miembro participante. Los cuatro representantes del BCE tendrán derecho de voto y serán nombrados por el Consejo de Gobierno del BCE, con la condición de que no ejerzan funciones directamente relacionadas con la función de política monetaria del BCE. El presidente y el vicepresidente del Consejo de Supervisión son nombrados por el Consejo de la Unión por mayoría cualificada (sin contar con los votos de los miembros del Consejo que no sean Estados miembros participantes en el MUS), a propuesta del BCE y con la aprobación del Parlamento Europeo<sup>674</sup>. El presidente será elegido mediante un procedimiento abierto de selección, «de entre

---

<sup>671</sup> *Ibid.*, p. 554.

<sup>672</sup> Dictamen del BCE 2013/C 30/05, párr. 1.8.

<sup>673</sup> *Ibid.*

<sup>674</sup> Reglamento del MUS, Artículo 26.

personas de reconocido prestigio y experiencia en asuntos bancarios y financieros y que no sean miembros del Consejo de Gobierno del BCE», del que se informará «debidamente» al Parlamento Europeo y al Consejo de la Unión<sup>675</sup>. Su mandato durará cinco años y no será renovable<sup>676</sup>.

El Consejo de Supervisión ejercerá las tareas de planificación y ejecución de las funciones de supervisión<sup>677</sup>, preparando los proyectos de decisión que posteriormente se trasladarán al Consejo de Gobierno del BCE para su aprobación<sup>678</sup>. La aprobación de las decisiones de supervisión se lleva a cabo a través del procedimiento de no objeción: todo proyecto de decisión quedará adoptado salvo que el Consejo de Gobierno se oponga dentro de un plazo de diez días hábiles<sup>679</sup>. Se observa, por tanto, que el Reglamento del MUS garantiza un principio de separación funcional relativo: a pesar de que la preparación y la ejecución de las decisiones de supervisión se realizan de forma autónoma por el órgano creado con el fin único de la supervisión prudencial (el Consejo de Supervisión), el órgano decisorio sigue siendo el Consejo de Gobierno del BCE, que dirige asimismo la política monetaria del SEBC.

Se ha afirmado en este sentido que la creación del Consejo de Supervisión podría ser ilegal desde la perspectiva del Derecho de la Unión, ya que sus normas originarias no prevén ni la existencia de este órgano ni la posibilidad de su inserción posterior en la arquitectura interna del BCE<sup>680</sup>. Sin embargo, esta objeción puede salvarse por la vía hermenéutica si se recuerda que los propios Tratados originarios han previsto la atribución obligatoria de la función de supervisión prudencial al BCE en el art. 127.6 TFUE. Además, al ser el Consejo de Gobierno —y no el Consejo de Supervisión— el órgano decisorio en materia de supervisión prudencial, se consigue

---

<sup>675</sup> *Ibid.*

<sup>676</sup> *Ibid.*

<sup>677</sup> *Ibid.*, Artículo 26.1.

<sup>678</sup> *Ibid.*, Artículo 26.8.

<sup>679</sup> *Ibid.*

<sup>680</sup> «[T]he establishment of a new Board with wide discretionary decision-making powers can reasonably be considered to be a step beyond the modalities of internal organization», E. FERRAN, A. BABIS, «The European Single Supervisory Mechanism», *Research Paper Series of University of Cambridge Faculty of Law Legal Studies*, núm. 10, marzo, 2013, p. 15.

mantener el equilibrio orgánico plasmado en los Tratados constitutivos<sup>681</sup>, precisamente porque el Consejo de Gobierno es el único órgano habilitado constitucionalmente para expresar las manifestaciones de voluntad del BCE<sup>682</sup>.

Por otro lado, también se ha sostenido que la fórmula de separación funcional positivizada por el Reglamento del MUS es jurídicamente adecuada en tanto que, a pesar de que el Consejo de Gobierno sea el órgano decisorio también en la materia de supervisión, este solo podrá aprobar o rechazar los proyectos de decisión de supervisión, pero no está habilitado para modificarlos<sup>683</sup>. En efecto, el Reglamento del MUS no le otorga al Consejo de Gobierno la potestad expresa de modificar los proyectos de decisión. Con todo, lo cierto es que un proyecto de decisión del Consejo de Supervisión no podrá aprobarse sin la aceptación del Consejo de Gobierno, lo que implica que, en el caso de que el Consejo de Supervisión no introdujera las modificaciones derivadas de las objeciones del Consejo de Gobierno del BCE (a su vez, vinculadas primordialmente a consideraciones de política monetaria), la decisión de supervisión no será aprobada sino que volverá a la fase de preparación.

En conclusión, a pesar de que el Consejo de Supervisión se configura como «centro de gravedad de la función supervisora del BCE»<sup>684</sup>, el órgano rector del MUS es el propio Consejo de Gobierno del BCE, responsable a la vez de las decisiones de política monetaria. La dualidad orgánica configurada por el Reglamento del MUS garantiza una separación funcional relativa. En este sentido, es evidente que un potencial conflicto de intereses entre la consecución del objetivo de estabilidad financiera y el de estabilidad monetaria deberá resolverse por el propio Consejo de Gobierno del BCE mediante una operación discrecional de ponderación de los bienes en juego.

---

<sup>681</sup> L.M. HINOJOSA-MARTÍNEZ, «Chapter 5: The Role of the ECB in the Supervision of Credit Institutions», en L.M. HINOJOSA-MARTÍNEZ, J.M. BENEYTO (eds.): *European Banking Union. The New Regime*, Kluwer, La Haya, 2015, p. 59.

<sup>682</sup> M. GOLDMANN, «United in Diversity? The relationship between monetary policy and prudential supervision in the Banking Union», *cit.*, p. 285.

<sup>683</sup> *Ibid.*

<sup>684</sup> Dictamen del BCE 2013/C 30/05, párr. 1.8.



Más allá de la ampliación de los objetivos del BCE a partir de la crisis financiera —llevando asimismo a un incremento de su discrecionalidad—, el problema fundamental que se plantea en el contexto de las medidas monetarias heterodoxas del Consejo de Gobierno del BCE (léase el ejercicio de la función de prestamista de última instancia para el sector bancario en su conjunto) se vincula a la propia ausencia de discrecionalidad —o incluso de autonomía del órgano monetario—, en la activación de las compras de bonos soberanos en los mercados secundarios de deuda. Recordemos que la característica esencial de la función de prestamista de última instancia reside precisamente en la autonomía decisoria del banco central respecto a la conveniencia económica de ejecutarla en un momento determinado. Además, el objeto de esta inyección sobrevenida de liquidez por el banco central debe limitarse bien a la «salvación» de una entidad de crédito temporalmente ilíquida aunque solvente («individual bank liquidity») o al sector bancario en su conjunto («market liquidity») <sup>685</sup>.

Teniendo en cuenta, por un lado, la intrínseca interrelación entre la potencial quiebra bancaria y la quiebra soberana en la eurozona y, por otro lado, la ausencia de herramientas fiscales de redistribución transnacional del crédito en la eurozona, ¿es todavía posible definir la actuación anti-crisis del BCE como discrecional? Dicho de otro modo, ¿cuál es la frontera que distingue una medida de apoyo al sector financiero (prestamista de última instancia) de una financiación encubierta de las deudas soberanas de los Estados miembros del euro, prohibida por el artículo 123 del TFUE? Precisamente esta había sido la pregunta constitucional de fondo en las sentencias *Gaumeiler* y *Weiss*. En un área monetaria que, desde los orígenes había estado predispuesta a la crisis, la respuesta jurisdiccional solo habría admitido una alternativa interpretativa: validar la actuación del BCE, negando los evidentes vínculos sustanciales entre las medidas heterodoxas del Eurosistema y los tipos de interés de los Estados miembros «deudores» de la UM.

---

<sup>685</sup> R.M. LASTRA, «Reflections on Banking Union, lender of last resort and supervisory discretion», *cit.*, p. 157.

## VI. Recapitulación. Los dilemas existenciales de los Estados-nación de la eurozona. La independencia técnica del BCE como solución recurrente

El tercer capítulo de esta tesis doctoral ha contemplado al BCE desde el entendimiento de que esta institución supranacional constituye la manifestación determinante del principio contemporáneo de independencia técnica de la banca central y, quizás, el punto de no retorno de las concesiones metodológicamente posibles del principio democrático (nacional). En primer lugar, se ha señalado cómo, desde la perspectiva de los dirigentes políticos alemanes y del *Bundesbank*, la independencia del SEBC y del BCE había sido una condición indispensable para transferir íntegramente el ejercicio del poder monetario al nivel supranacional. Además, el principio de independencia técnica —y su excepcionalidad a la luz del principio del Estado democrático— se justificaría por el correlativo objetivo de garantizar la estabilidad de precios en la UM; un objetivo que contendría, en principio, una esencia predominantemente técnica y estaría limitado por la propia jerarquía teleológica sobre los demás objetivos potencialmente atribuidos al SEBC<sup>686</sup>.

La constitución supranacional de un sistema europeo de bancos centrales independiente introdujo un cambio cualitativo en la estructura interna de poderes de los Estados miembros del euro, esto es, la constitucionalización del principio de independencia técnica de la banca central. Ciertamente, antes de Maastricht, solo el *Bundesbank* tenía reconocido (legislativamente) un considerable nivel de autonomía frente al poder político. En este sentido, conviene recordar que la independización de los BBCCNN respecto de los legisladores y los gobiernos nacionales ha sido uno de los criterios de convergencia dentro del Eurosistema, a partir del Tratado de la Unión Europea de 1992<sup>687</sup>.

---

<sup>686</sup> Dicho en las palabras del Abogado General Jacobs: «está claro que la independencia de este modo establecida no es un fin en sí mismo, sino que está al servicio de un objetivo específico», en concreto el de «mantener la estabilidad de precios y, sin perjuicio de ese objetivo, apoyar las políticas económicas de la Comunidad». Conclusiones presentadas el 3 de octubre de 2002 al asunto C-11/00, *Comisión/BCE*, EU:C:2002:556, párr. 150.

<sup>687</sup> El artículo 108 del Tratado de Maastricht establecía la obligación de los Estados miembros de la UM de llevar a cabo reformas legislativas para compatibilizar los estatutos de sus BBCCNN con los nuevos requerimientos de independencia establecidos en la normativa originaria europea: «[a] más tardar en la fecha de constitución del SEBC, cada uno de los Estados miembros velará por que su

La lógica que subyace al nacimiento orgánico del BCE (y por extensión, del SEBC) parte de la atribución al mismo de un objetivo constitucional restringido (la estabilidad de los precios), cuya garantía deberá realizarse sin intromisiones políticas nacionales o europeas, observándose una presunta voluntad de los legisladores de Maastricht de «neutralizar políticamente»<sup>688</sup> al BCE, configurándolo de forma exclusiva como guardián de la estabilidad de la moneda. De este modo, el BCE adquiriría una legitimidad basada en los objetivos (*output legitimacy*), distinta de la legitimidad democrática ordinaria (*input legitimacy*). En efecto, la legitimidad de la institución monetaria supranacional se justificaría esencialmente por la naturaleza técnica del objetivo encomendado, exigiendo, por extensión, una amplia discrecionalidad tanto para definir la «estabilidad de los precios» como para diseñar los medios para conseguirla<sup>689</sup>.

En segundo lugar, se ha observado que los debates legislativos desarrollados en los orígenes del SEBC indicarían una voluntad superficial de crear un BCE con contornos orgánicos que mimetizaran en lo esencial al *Bundesbank*. Destacaba, en este sentido, la resistencia inicial de Francia (aunque nunca formulada expresamente), para la cual el beneficio primordial de una moneda común residía en la consolidación de una mejor protección de las divisas europeas frente a los «riesgos externos» (léase el protagonismo del dólar estadounidense en el sistema monetario internacional)<sup>690</sup>. Finalmente, y a pesar de conformarse la independencia técnica del SEBC como «una espina en el costado» de Francia<sup>691</sup>, esta aceptaría dicha condición a fin de conseguir un euro que ejerciera potencialmente una influencia

---

legislación nacional, incluidos los estatutos de su banco central nacional, sea compatible con el presente Tratado y con los Estatutos del SEBC». El artículo 109 E) del mismo Tratado reiteraba la exigencia de que, «durante la segunda fase [de la UEM], cada Estado miembro inicie en la forma pertinente el proceso que llevará a la independencia de su banco central».

<sup>688</sup> L.A. POMED SÁNCHEZ, *op. cit.*, p. 253.

<sup>689</sup> Según el TJ, «[t]eniendo en cuenta el carácter controvertido que habitualmente presentan las cuestiones de política monetaria y la amplia facultad de apreciación del SEBC, lo único que cabe exigir a este último es que utilice sus conocimientos especializados en economía y los medios técnicos necesarios de que dispone para realizar dicho análisis con la máxima diligencia y precisión». Sentencia *Gauweiler y otros*, párr. 75.

<sup>690</sup> C.C.A. VAN DEN BERG, *The making of the Statute of the European System of Central Banks...*, *cit.*, p. 101.

<sup>691</sup> *Ibid.*, p. 103.

monetaria (y política) global. Para Alemania, la independencia técnica del BCE constituyó una vía de «atar» al *Bundesbank* en el proyecto de una moneda común y cumplir de este modo la visión política de una Alemania reunificada<sup>692</sup>, puesto que la participación del *Bundesbank* en la tercera fase de la UEM conseguiría la aceptación y el apoyo de los Estados miembros de la Comunidad respecto del proyecto político de reunificación liderado por Kohl<sup>693</sup>.

Dicho más claramente, el interés de los protagonistas políticos de Maastricht se centró menos en el diseño concreto del SEBC que en la efectiva consecución de la moneda única<sup>694</sup>. Puesto que los actores políticos delegarían implícitamente la decisión sobre la configuración específica del SEBC al CoG, el *Bundesbank* conseguiría, por un lado, reproducir sus características básicas a nivel supranacional y, por otro lado, defender un relevante grado de autonomía operacional para los BBCCNN dentro del SEBC<sup>695</sup>. Con todo, el pilar monetario de la UEM se organizaría a través de los principios de toma de decisiones centralizada, atribuyendo a los BBCCNN la función primordial de ejecutar la política monetaria; todo ello sin perjuicio de las responsabilidades puntuales que todavía ejercerían autónomamente los BBCCNN, salvo objeción del Consejo de Gobierno del BCE al respecto.

A la luz de los objetivos, los instrumentos y los límites originarios del BCE, cabe advertir que los Tratados de la Unión absorbieron —por habilitación constitucional de sus Estados miembros— el ejercicio exclusivo de la competencia monetaria solo para envolverlo de inmediato (y con ello, al mismo BCE) en una ontología basada en la disciplina fiscal. La adecuación de esta cosmovisión en cuanto que teoría político-constitucional es plausible cuando su aplicación se limita a justificar las funciones soberanas del Estado constitucional (alemán), de un lado, y, de otro, los poderes de un banco central adscrito exclusivamente al marco jurídico estatal (p.ej., el *Bundesbank*). Sin embargo, cuando su espacio jurídico-constitucional

---

<sup>692</sup> K. DYSON, K. FEATHERSTONE, *The Road to Maastricht: Negotiating Economic and Monetary Union*, cit., p. 349.

<sup>693</sup> *Ibid.*, p. 344.

<sup>694</sup> C.C.A. VAN DEN BERG, *The making of the Statute of the European System of Central Banks...*, cit., p. 103.

<sup>695</sup> *Ibid.*

de aplicación se amplía y se transforma sustancialmente —por trasladarse al ordenamiento jurídico supranacional, en el cual los Estados miembros todavía conservan sus poderes fiscales—, la idoneidad de esta teoría político-constitucional (i.e., la disciplina fiscal) decrece hasta el punto de menoscabar los poderes del BCE y, por extensión, del resto de los bancos nacionales participantes en el SEBC. La crisis financiera global y la consiguiente ampliación de los objetivos del BCE pondrían de manifiesto, por un lado, la inadecuación de la ontología de la UEM basada en la disciplina fiscal para lidiar con los desequilibrios innatos de una zona monetaria y, por otro lado, la presión sociopolítica dirigida hacia un banco central supranacional singular que «respira» un «oxígeno»<sup>696</sup> que ni le es propio ni contiene la legitimidad política necesaria para suplir las carencias materiales de su contexto institucional (la UEM).

Al respecto, se han expuesto los déficits constitucionales de una moneda única cuya garantía se encomienda exclusivamente a una Institución de la Unión, pero se encuentra desprovista de cualquier mecanismo incondicional y compensatorio de redistribución transnacional del crédito que sea capaz de estabilizar sus desequilibrios económicos inherentes. Se ha visto cómo, a fin de cuentas —e independientemente del diseño concreto—, tales mecanismos redistributivos son indispensables para toda unión monetaria que pretenda reproducirse con éxito a largo plazo, es decir, sin costes constitucionales desproporcionados para sus Estados miembros. De manera que el BCE se definiría, en última instancia, como una institución supranacional adscrita a una estructura institucional *sui generis* y se identificaría precisamente por su posición constitucional peculiar, en particular porque ni la Unión es un Estado constitucional ni el euro ha dado lugar a una zona monetaria óptima.

En las páginas anteriores se ha señalado que la única alternativa para «responder» a los *shocks* asimétricos en la zona del euro (según su configuración político-constitucional originaria) sería la quiebra soberana del Estado fiscalmente

---

<sup>696</sup> En la Sentencia 10912/1992, del Tribunal Supremo español (Sala de lo Contencioso), de 8 de junio de 1992, se hacía referencia a los principios constitucionales que construirían la «atmósfera en que se desarrolla la vida jurídica, el oxígeno que respiran las normas» (FJ 2).

derrochador. En este sentido, ni los criterios de convergencia de Maastricht ni el Pacto de Estabilidad y Crecimiento conseguirían suplir las carencias originarias de la U(E)M. Por otro lado, se han puesto de relieve las razones que explicarían la insuficiencia sistémica de las medidas de «salvación» del euro adoptadas por los responsables políticos en el marco del pilar económico de la UEM a partir de 2008. Principalmente, dicha insuficiencia se justificaba por la cuantía y el carácter puntual y condicional de las «ayudas», observándose la imposición de las políticas económicas basadas en la austeridad desde los Estados con superávit a los Estados con déficit, a través de instrumentos jurídicos intergubernamentales.

Por su parte, la UB trataría de romper parcialmente con las carencias innatas de la UEM, aunque por vías «laberínticas» que buscarían salvaguardar (siquiera superficialmente) la cláusula fundacional de no corresponsabilidad financiera del artículo 125 del TFUE. En efecto, la UB introduce, por primera vez, mecanismos jurídicos supranacionales dirigidos a la prevención y gestión de los riesgos derivados de la actividad bancaria transnacional, obligando a las propias entidades de crédito a asumir sus pérdidas económicas. Teniendo en cuenta que el FUR se vincula orgánicamente a las líneas de crédito disponibles dentro del MEDE (por ahora, recordemos, un mecanismo financiero intergubernamental), cabría identificar en la UB una señal político-constitucional —dirigida sobre todo a los mercados internacionales— de compromiso potencial de los Estados miembros del euro con las transferencias de fondos transnacionales (a través de la hoja de balance de las entidades de crédito de la eurozona).

Por lo demás, se ha advertido sobre la vinculación intrínseca del artículo 123 del TFUE (la cláusula de no financiación monetaria) con el principio organizativo del BCE basado en la independencia técnica. En principio, siempre que las acciones de este órgano no incidan en las dinámicas presuntamente disciplinadoras del mercado (cuya proyección se centra sobre todo en los presupuestos de los Estados miembros), aquél se situará en el ámbito lícito de las competencias y objetivos atribuidos por los Tratados fundacionales; destacando aquí, dada su posición jerárquicamente superior respecto a otros fines, la estabilidad de los precios.

En este capítulo se han aclarado las consideraciones de teoría constitucional que ofrecerían acomodo metodológico a la operación de transferencia de la potestad monetaria desde los Estados miembros del euro a la Unión. Al respecto, conviene advertir que la aplicación de un entendimiento funcional de la democracia —propio de la teoría político-constitucional de la delegación de poderes— presentaría al menos dos ventajas para los Estados miembros de la UEM. Ambas ventajas conseguirían compensar el carácter irreversible de la integración monetaria supranacional (es decir, ofrecerían una contrabalanza a la dilución de lo que tradicionalmente se ha identificado por «soberanía monetaria» del Estado<sup>697</sup>).

En primer lugar, incluso una definición funcional de la democracia (por contraposición a una concepción sustantiva) sería suficiente para limitar el ámbito de actuación del BCE, de acuerdo con un criterio teleológico de atribución de competencias (esto es, la garantía primordial de la estabilidad de precios). En segundo lugar, y vinculado a lo anterior, este particular entendimiento de la democracia lograría mantener intacto —siquiera teóricamente— el poder de los «señores» de los Tratados sobre el presente y el futuro de la organización supranacional y de sus Instituciones. Dentro de esta cosmovisión constitucional respecto del proceso de integración europea, los Estados miembros de la Unión se erigirían en las únicas entidades políticas dotadas de legitimidad democrática originaria. Este tipo exclusivo de legitimidad originaria del Estado-nación se justificaría por la existencia de un pueblo apto —cultural y socialmente— para ejercer, una y sola vez, de poder constituyente y dar luz a las Constituciones normativas<sup>698</sup>.

---

<sup>697</sup> El término de soberanía monetaria se emplea aquí en el sentido de una capacidad unilateral de determinar la oferta monetaria interna de acuerdo con las necesidades de la economía nacional. Recientemente sobre el concepto de soberanía monetaria, K. PISTOR, «From Territorial to Monetary Sovereignty», *Theoretical Inquiries in Law*, vol. 18, núm. 2, 2017, pp. 491-517.

<sup>698</sup> Como representante intelectual por excelencia de esta tesis, D. GRIMM, *Constitutionalism: past, present, and future*, Oxford University Press, Oxford, 2016. En palabras resumidas, esta concepción de la integración europea se fundaría en el siguiente razonamiento: «[a]ccording to the standard set by the American and French Revolutions as the origins of modern constitutionalism, it is in the constitution that a society determines the form and content of its political unity. In so doing, society exercises its right to self-determination vis-à-vis the ruling order, thereby demonstrating that it is sovereign and the sole source of public authority. It is for this very reason that constitutions are normally adopted by the people, or at least attributed to them as origins of all public authority, while state organs derive their existence and powers from the people and exercise these in their name.

Con todo, la realidad socio-jurídica de la UEM es muy distinta de aquella tesis constitucional basada en la irremediable legitimidad derivada la Unión y de sus Instituciones. La ausencia de mecanismos incondicionales de redistribución del crédito dentro del área monetaria única produce una considerable presión sobre el BCE para intervenir en un sentido político (redistributivo), a fin de estabilizar los desequilibrios intrínsecos de la zona del euro. De este modo, a las actuaciones esencialmente técnicas del BCE (justificadas por medio de los objetivos que se le encomiendan, i.e., estabilidad monetaria y estabilidad financiera) se superpone la expectativa (política) de un resultado que solo un poder fiscal estaría legitimado para alcanzar: la generación de un principio de solidaridad territorial dentro de la UEM.

Por consiguiente, la expansión sustancial de los objetivos del BCE —hasta el punto de contestar el propio criterio de legitimidad que lo sostiene conceptualmente, la independencia técnica— es un síntoma potencial de que el Estado-nación (europeo) ha agotado las concesiones metodológicas que le permitieron históricamente reafirmarse como unidad política fundamental en el escenario global. A la luz de las necesidades materiales (redistributivas) de la UEM, el dilema al que se enfrentan hoy sus Estados miembros se plantea en los siguientes términos: (i) gobernar políticamente por medio de una institución monetaria supranacional que, de acuerdo con su principio organizativo y con la teoría de la delegación de poderes, no está legitimada para hacerlo—renunciando, por lo tanto, a las propias exigencias del principio democrático (i.e., la legitimación y responsabilidad democrática del poder político) o (ii) diseñar (políticamente) mecanismos fiscales de redistribución del crédito dentro del área monetaria europeo—renunciando, por lo tanto, a la autonomía presupuestaria que, por definición, los califica de «soberanos», diluyéndose de este modo en una organización política federal.

---

The basic legal order of the EU, by contrast, has neither originated in a decision made by its citizens, nor is it attributed to them. It is a matter for the member states to contractually agree upon a basic legal order, which is then ratified by each member state. This is not an act of self-determination, but of external determination» (p. 156).



## **Capítulo 4**

# **LA EXTENSIÓN METODOLÓGICA DEL PRINCIPIO DE INDEPENDENCIA TÉCNICA EN EL MODELO DISCRECIONAL DE BANCA CENTRAL. EL EJEMPLO DE LA RESERVA FEDERAL**

## I. Introducción

A lo largo de los años ochenta, la definición de la independencia técnica de la banca central desde la ciencia económica neoclásica se construiría sobre la exigencia constitucional (o como mínimo legislativa) de un alcance teleológico limitado del banco central. De ahí que la estabilidad de los precios conforme, hoy, el objetivo primordial de la mayoría de los bancos centrales que operan en el entorno internacional capitalista; entre ellos, también del BCE. Sin embargo, este hecho podría señalar equívocamente que el principio de independencia técnica de la banca central solo admitiría la discrecionalidad monetaria en cuanto los instrumentos, pero nunca en cuanto a los fines en sí mismos atribuidos al órgano monetario. En el capítulo cuarto de esta tesis doctoral se plantea una pregunta final en relación con el alcance metodológicamente admisible de la independencia técnica de la banca central, desde la perspectiva del principio democrático: ¿se debilitaría automáticamente la fuerza legitimadora del principio organizativo de la independencia ante un órgano monetario que garantiza un objetivo dual? En cuanto que autoridad monetaria independiente que asegura discrecionalmente un doble objetivo, el ejemplo de la Reserva Federal de los Estados Unidos servirá para averiguar las expansiones plausibles del principio de independencia técnica, a la luz de su (necesaria) interconexión vital con el principio democrático.

Considerando que la aprobación de la ley de la Reserva Federal se produjo en un período histórico en el cual el llamado *modern Administrative State* se estaba instalando en la vida constitucional de los Estados Unidos, se dará cuenta de los caracteres esenciales del nuevo modelo de gobierno por agencias y de los debates teóricos que todavía se están desarrollando en torno a su legitimidad, a la luz del principio democrático y del principio de separación de poderes (punto II.1). Después, se describirán las características distintivas del principio de independencia técnica manifestado en la Reserva Federal de los Estados Unidos (punto III).

Se atenderá, por un lado, a la amplia discrecionalidad del órgano, derivada del objetivo dual que se le encomienda legislativamente y, por otro lado, a la complejidad político-constitucional de gobernar la materia monetaria en el territorio federal, reconciliando, a la vez, los múltiples intereses subyacentes a los distintos centros de

poder (regionales y nacional) que componen su estructura institucional. Puesto que la configuración actual de la Reserva Federal es el resultado de una evolución institucional desarrollada a lo largo de más de seis décadas, se dará cuenta de los tres «momentos fundacionales» que configurarían el estatus jurídico-constitucional que hoy conocemos, i.e., como banco central independiente que garantiza simultáneamente dos objetivos, en supuesta tensión inherente (punto IV).

La sistematización de la historia institucional de la Fed a través de una secuencia de tres momentos fundacionales del órgano se apoya en la contribución teórica de Peter Conti-Brown<sup>1</sup> y resulta especialmente ilustrativa para observar la intrínseca relación del banco central norteamericano con las transformaciones sustanciales del *higher law* estadounidense, identificadas a partir de una definición dualista de la democracia constitucional de los Estados Unidos<sup>2</sup>. Por lo tanto, el punto de mira que orienta el discurso teórico se articula en torno a la organización de las instituciones nacionales (en este caso, el banco central independiente) a la luz del principio federalista de división de poderes.

Sobre la base de las consideraciones metodológicas aquí avanzadas, se esbozará la tesis según la cual, de acuerdo con la teoría constitucional (neofederalista) que la sostiene, la Reserva Federal sería una expresión institucional de la voluntad directa del «We The People», al constituir aquélla un ejemplo de delegación constitucional que presenta un nivel considerable de intermediación democrática. En particular, porque la voluntad que habría ido orientando las transformaciones de su ley fundacional no derivarían exclusivamente de la decisión expresada por el Congreso o del impulso político del Presidente de la nación, sino directamente de aquélla manifestada por el pueblo norteamericano, en nombre del cual habrían hablado (conjuntamente) los poderes constituidos en dos «momentos constitucionales» de los Estados Unidos (la Reconstrucción republicana y el *New Deal*).

---

<sup>1</sup> P. CONTI-BROWN, «Central banking and institutional change in the United States: punctuated equilibrium in the development of money, finance and banking», en P. CONTI-BROWN, R.M. LASTRA (dirs.), *Research Handbook in Central Banking*, cit., pp. 6-33.

<sup>2</sup> B. ACKERMAN, *We the People. Volume I: Foundations*, cit.

## **II. La Reserva Federal en el contexto histórico del *modern Administrative State***

Las agencias independientes de los Estados Unidos de América abren una vía de reflexión especialmente oportuna para comprender la extensión constitucionalmente plausible del principio de independencia técnica producida por medio de un órgano monetario federal (independiente) con un *telos* dual. Especial interés merecen aquí las cuestiones relacionadas con la difícil conjugación de dichas agencias (incluida la Fed) con los principios de separación de poderes y de legitimidad democrática<sup>3</sup>. Es preciso realizar una aclaración de partida, y es que no todas las agencias administrativas son independientes, ni todas ellas plantean idénticos problemas constitucionales. Mientras que las agencias con funciones de mera ejecución se incardinan con naturalidad en la esfera de influencia del poder ejecutivo, que culmina con la enérgica posición constitucional del Presidente (Art. II de la Constitución)<sup>4</sup>, las agencias independientes o «reguladoras» se caracterizan justamente por su incierto encaje en cualquiera de las funciones estatales clásicas.

En efecto, las administraciones independientes tienen encomendadas, además de las funciones de ejecución, otras de esencia legislativa (declarando reglas de Derecho positivo aplicables a una clase indefinida de sujetos) o incluso de esencia judicial (interpretando el alcance de las leyes de delegación). De ahí que las agencias independientes se identifiquen particularmente con las administraciones con funciones cuasi-legislativas y cuasi-judiciales; caracterización que condicionará también el poder de libre destitución de los comisarios por el Presidente de los Estados Unidos<sup>5</sup>. Tras esta puntualización esencial, conviene atender, primero, al origen y la evolución histórica de las agencias independientes; después, se expondrán

---

<sup>3</sup> La estructuración del discurso teórico en torno a los dos principios mencionados (legitimidad democrática y separación de poderes) se basa en V. TORRE DE SILVA, «Sobre la independencia de las agencias federales en los Estados Unidos de América», *Revista de Administración Pública*, núm. 167, mayo-agosto, 2005, pp. 475-496.

<sup>4</sup> Para un estudio exhaustivo acerca de la «esencia» de la función ejecutiva en Estados Unidos, con una aproximación histórica: S. PRAKASH, «The Essential Meaning of Executive Power», *University of Illinois Law Review*, núm. 3, 2003, pp. 701-820.

<sup>5</sup> S. MARTÍ SÁNCHEZ, «Las Agencias Administrativas en Estados Unidos: en la encrucijada de poderes», *Revista de las Cortes Generales*, vol. 67, 2006, pp. 97-136, p. 101.

sus características principales y la razón de ser de su independencia. Finalmente, se abordarán las críticas más relevantes desde la perspectiva constitucional (su conjugación con los dos principios mencionados), así como la respuesta interpretativa —no siempre pacífica— del Tribunal Supremo (TS) de los Estados Unidos<sup>6</sup>.

La «administración por agencias» es un tipo específico de regulación surgida a finales del siglo XIX en los Estados Unidos. La creación de la primera agencia independiente se sitúa en el año 1871, con la Comisión ferroviaria del Estado de Illinois (*Railroad and Warehouse Commission*), ejerciendo aquella importantes poderes de regulación en materia de seguridad del tráfico y tarifas<sup>7</sup>. A pesar de tratarse de una agencia estatal, el precedente es ilustrativo para comprender las necesidades que motivaron su instauración por la vía de la delegación parlamentaria. En efecto, en un momento histórico en que el proceso de industrialización estaba generando necesidades sociales cada vez más numerosas y complejas desde el punto de vista técnico, tanto la intervención legislativa como la federal ejecutiva resultaban insatisfactorias o directamente insuficientes: la primera, por su generalidad y rigidez características; la segunda, por su escasa presencia en la vida social<sup>8</sup> —coherente por lo demás con los deberes de abstención del Estado liberal y la delegación de los poderes de regulación (mínima) de la economía a los Estados<sup>9</sup>.

---

<sup>6</sup> Para análisis detallado de las administraciones independientes en Estados Unidos desde el Derecho Comparado, cfr., por todos, M. SALVADOR MARTÍNEZ, *Autoridades independientes*, Ariel, Barcelona, 2002.

<sup>7</sup> Aunque las agencias meramente ejecutivas existían con anterioridad, p. ej., la Oficina de Correos dependiente del Departamento de Interior. S. MARTÍ SÁNCHEZ, «Las Agencias Administrativas en Estados Unidos: en la encrucijada de poderes», *Revista de las Cortes Generales*, vol. 67, 2006, pp. 97-136, p. 102. Otros autores encuentran el primer precedente en la Agencia de Inspección de Buques a Vapor (*Steamboat Inspection Service*), instituida en el 1838 y dependiente del Departamento de Justicia. Cfr. G. MAJONE, A. LA SPINA, «El Estado regulador», *Gestión y Política Pública*, vol. II, núm. 2, julio-diciembre, 1993, pp. 197-261, p. 220.

<sup>8</sup> V. TORRE DE SILVA, «Sobre la independencia de las agencias federales en los Estado Unidos de América», *Revista de Administración Pública*, núm. 167, mayo-agosto, 2005, pp. 475-496, p. 480.

<sup>9</sup> C.R. SUNSTEIN, «Constitutionalism after the New Deal», *Harvard Law Review*, vol. 101, núm. 2, 1987. Para una defensa reciente y apasionada de las agencias independientes en el ordenamiento constitucional norteamericano, basada en la búsqueda del «bien común», cfr. A. VERMEULE, C.R. SUNSTEIN, *Law and Leviathan: Redeeming the Administrative State*, The Belknap Press of Harvard University Press, Cambridge, 2020.

Sin perjuicio de su creación inédita en la jurisdicción de Illinois, el alcance geográfico limitado de la Comisión ferroviaria de 1871 le impedía resolver los problemas interestatales en la materia. En este sentido, un reto fundamental se planteó en la conocida sentencia del TS de los Estados Unidos, *Wabash v. Illinois*, de 1886, en la que precisamente se denegaba cualquier capacidad del Parlamento estatal para regular el mercado nacional:

«[t]his Court holds now, and has never consciously held otherwise, that a statute of a state, intended to regulate or to tax or to impose any other restriction upon the transmission of persons or property or telegraphic messages from one state to another, is not within that class of legislation which the states may enact in the absence of legislation by Congress, and that such statutes are void even as to that part of such transmission which may be within the state»<sup>10</sup>.

Los acontecimientos fácticos y jurídicos mencionados llevaron a la activación, en el año 1887, de la llamada «cláusula de comercio interestatal» (*Commerce Clause*, Art. 1 S. 8 de la Constitución de los Estados Unidos), que le reconoce al Congreso la facultad de regular el comercio con las naciones extranjeras y entre los distintos Estados. Dicha activación se llevó a cabo a través de la *Interstate Commerce Act*, por la que el Congreso introducía una regulación extensa de las tarifas ferroviarias y creaba la *Interstate Commerce Commission* (ICC), en la que delegaba sus nuevos poderes. La ICC se componía de cinco comisarios, nombrados por el Presidente de los Estados Unidos, con el consentimiento del Senado<sup>11</sup>.

La configuración parlamentaria de agencias independientes ha proliferado a lo largo del siglo XX, siendo la época de la Gran Depresión el punto histórico de

---

<sup>10</sup> *Wabash, St. Louis & Pacific Railway Company v. Illinois*, 118 U.S. 557, 118 U.S. 558 (1886). La ley establecía una sanción por discriminación injusta para cualquier compañía ferroviaria que, dentro del Estado de Illinois, cobrara o recibiera por el transporte, por la misma vía férrea, de pasajeros o mercancías de la misma clase, un precio superior en razón a una mayor distancia (*Revised Statutes of Illinois, 1873, chapter 114, § 112*). El demandado realizó dos transportes de la misma clase de mercancías, por la misma vía férrea, desde Peoria (Illinois) y desde Gilman (Illinois) a Nueva York, cobrando más por el segundo transporte que por el primero (desde Peoria), encontrándose Gilman a ochenta y seis millas más cerca de Nueva York que Peoria.

<sup>11</sup> Sobre la base del Art. II, S. 2 de la Constitución de los Estados Unidos, que dispone:

«[...] The President [...] shall nominate, and by and with the advice and consent of the Senate, shall appoint ambassadors, other public ministers and consuls, judges of the Supreme Court, and all other officers of the United States, whose appointments are not herein otherwise provided for, and which shall be established by law: but the Congress may by law vest the appointment of such inferior officers, as they think proper, in the President alone, in the courts of law, or in the heads of departments...».

referencia para comprender tanto la razón de ser de las mismas como los debates constitucionales básicos que las acompañan hasta hoy. En efecto, tras un primer período que podría denominarse de nacimiento de las agencias independientes (1889-1930)<sup>12</sup>, el *New Deal* y las circunstancias de posguerra abrieron una nueva etapa de impulso de estos entes jurídicos (1930-1964)<sup>13</sup>. Sin perjuicio de su naturalización paulatina en el ordenamiento constitucional norteamericano —incluso concibiéndose informalmente por algunos autores como una «*fourth branch of government*»<sup>14</sup>—, especialmente desde la década de los noventa se inició una época de intensa crítica y control de las agencias, reforzándose, en algunos casos, el poder del Presidente<sup>15</sup>.

En definitiva, tanto el origen como la evolución de las agencias independientes modernas se han vinculado a las necesidades de cada contexto histórico. En este sentido, las agencias son «hijas de la necesidad»<sup>16</sup>, especialmente de las necesidades de una clase media desprovista de cualquier fórmula de protección social<sup>17</sup>. Tras el freno inicial del TS de Estados Unidos frente a las políticas progresistas del Presidente Franklin Roosevelt<sup>18</sup>, las agencias con poderes cuasi-legislativos y cuasi-judiciales han prosperado como solución óptima de intervención federal en la Economía; una intervención presuntamente externa a la lucha partidista y desligada incluso del control político del Presidente.

---

<sup>12</sup> Destaca en este período la creación de la Reserva Federal de los Estados Unidos, a través de la *Federal Reserve Act*, de 23 de diciembre de 1913.

<sup>13</sup> S. MARTÍ SÁNCHEZ, *op. cit.*, pp. 103-104.

<sup>14</sup> P. L. STRAUSS, «The place of agencies in government: Separation of powers and the fourth branch», *Columbia Law Review*, 1984, vol. 84, núm. 3, pp. 573-669. G. MAJONE, A. LA SPINA, «El Estado regulador», *cit.*, p. 221.

<sup>15</sup> V. TORRE DE SILVA, *op. cit.*, p. 481.

<sup>16</sup> S. MARTÍ SÁNCHEZ, *op. cit.*, p. 105.

<sup>17</sup> C. DEMUTH, «Can the Administrative State be Tamed?», *Journal of Legal Analysis*, vol. 8, núm. 1, pp. 121-190, p. 157.

<sup>18</sup> Empezando por *Panama Refining Co. v. Ryan*, 293 U.S. 388 (1935); siguiendo con los llamados «*Gold Clause Cases*» de 1935 (véase al respecto el análisis de J.P. DAWSON, «The Gold Clause Decisions», *Michigan Law Review*, vol. 33, núm. 5, 1935, pp. 647-684) y culminando con *Humphrey's Executor v. United States* 295 U.S. 602 (1935).

La naturaleza híbrida de las agencias independientes de los Estados Unidos se manifiesta desde el propio momento constitutivo, al ser creación primordial del poder legislativo (Artículo I, S.8 de la Constitución)<sup>19</sup> que solo puede materializarse con el nombramiento de los comisarios por el Presidente, con el consentimiento del Senado (Artículo II, S. 2 de la Constitución). Conviene detenerse, a continuación, sobre el alcance de las dos bases constitucionales mencionadas a la luz de la interpretación del TS de Estados Unidos, reflexionando, a la vez, sobre el encaje de las agencias reguladoras en la arquitectura tradicional de poderes. En este sentido, el primer reto planteado ha sido el de establecer si la Constitución efectivamente encomienda al Congreso el poder de delegar funciones de regulación a las agencias federales o al propio Presidente.

La respuesta inicial del TS consistió en la formulación de la llamada «*nondelegation doctrine*», según la cual se entiende que la atribución del poder legislativo en la Constitución se realiza exclusivamente al Congreso (Artículo I), de modo que su delegación supondría una vulneración de la separación de poderes establecida en la norma constitucional<sup>20</sup>. En años posteriores, la doctrina de la no delegación se ha visto modulada por una comprensión más deferente del TS, sobre la base de la «cláusula de los poderes implícitos» («*necessary and proper clause*») del mismo Artículo I, S.8<sup>21</sup>. De acuerdo con esta interpretación —vigente hasta hoy— la delegación de poderes por el Congreso (sea en las agencias o en el propio Presidente) se puede llevar a cabo en la medida suficiente en que se alcancen los objetivos por él pretendidos. Partiendo de la premisa fáctica de que «in our increasingly complex society, replete with ever-changing and more technical problems, Congress simply

---

<sup>19</sup> «The Congress shall have power [...] to make all laws which shall be necessary and proper for carrying into execution the foregoing powers, and all other powers vested by this Constitution in the government of the United States, or in any department or officer thereof».

<sup>20</sup> «Congress cannot, under the Constitution, delegate its legislative power to the President», *Field v. Clark*, 143 U.S. 649, 143 U.S. 692 (1892); en igual sentido, *Panama Refining Co. v. Ryan*, 293 U.S. 388 (1935).

<sup>21</sup> Cláusula definida por primera vez en *McCulloch v. Maryland*, 17 U.S. 316 (1819), según la cual se le reconocen amplios poderes de regulación al Congreso, siempre que las leyes promulgadas sean necesarias, adecuadas y que persigan llevar a cabo otros poderes federales encomendados por la Constitución.



cannot do its job absent an ability to delegate power under broad general directives»<sup>22</sup>, el TS razonó que:

«[t]he nondelegation doctrine is rooted in the principle of separation of powers that underlies our tripartite system of Government. The Constitution provides that “[a]ll legislative Powers herein granted shall be vested in a Congress of the United States”, U.S.Const., Art. I, § 1, and we long have insisted that “the integrity and maintenance of the system of government ordained by the Constitution” mandate that Congress generally cannot delegate its legislative power to another Branch. *Field v. Clark*, 143 U. S. 649, 143 U. S. 692 (1892). [...] however, [...] the separation of powers principle, and the nondelegation doctrine in particular, do not prevent Congress from obtaining the assistance of its coordinate Branches»<sup>23</sup>.

Por otro lado, el TS ha reconocido en su jurisprudencia la posición privilegiada de las agencias independientes para interpretar el alcance de las leyes de delegación, sin perjudicar, con ello, las funciones atribuidas por la Constitución al Poder Judicial Federal en el Artículo III<sup>24</sup>. Recordemos, sin embargo, que, además del poder legislativo, otro actor fundamental en la creación de las agencias independientes es el propio Presidente (con el consentimiento del Senado). ¿Significa ello que el Presidente tendría encomendada asimismo el poder de remoción de los comisarios? Esta es la pregunta constitucional básica que tuvo que afrontar el TS desde la convulsa época del *New Deal*. Tras confirmar el poder exclusivo del Presidente de destituir a los miembros de las administraciones con funciones de mera ejecución<sup>25</sup>, el TS dio un paso más en la histórica sentencia *Humphrey's Executor v. United States* (1935). En particular, declaró la constitucionalidad de las limitaciones legislativas —esto es, el establecimiento de las causas de remoción en la ley de

---

<sup>22</sup> *Mistretta v. United States*, 488 U.S. 361, 488 U.S. 372 (1989).

<sup>23</sup> *Ibid.*

<sup>24</sup> P. ej., tempranamente, *Crowell v. Benson*, 285 U.S. 22 (1932). Véase al respecto, H.M. HART JR, «The Power of Congress to Limit the Jurisdiction of Federal Courts: An Exercise in Dialectic», *Harvard Law Review*, vol. 66, 1952, pp. 1362-1402., esp. pp. 1375 y ss.

Por otro lado, es fundamental recordar aquí la doctrina «*Chevron*», que establece la deferencia judicial de los Tribunales hacia la interpretación (razonable) de las agencias independientes. De forma resumida, esta doctrina consiste en lo siguiente: cuando, en el marco de una delegación legislativa a una agencia regulatoria, el alcance de una cuestión concreta no es explícita sino implícita, el Tribunal no podrá sustituir la interpretación de la ley realizada por la agencia, siempre que dicha interpretación sea razonable. Sentencia del TS de Estados Unidos, *Chevron U.S.A., Inc. v. Natural Resources Defense Council, Inc.*, 467 U.S. 837 (1984).

<sup>25</sup> *Myers v. United States*, 272 U.S. 52 (1925).

delegación— en relación con la facultad de destitución del Presidente, en el caso de las agencias con funciones cuasi-legislativas y cuasi-judiciales.

A pesar de las distintas fórmulas hermenéuticas empleadas por el TS, el debate doctrinal acerca del «Estado regulador moderno» en los Estados Unidos todavía alberga posiciones polarizadas. Desde la perspectiva crítica, se subraya la potencial amenaza de las agencias independientes para el pacto constitucional originario, particularmente en relación con los principios de separación de poderes y de legitimidad democrática. En cuanto al primer principio, se sostiene, por un lado, que la delegación de amplios poderes discrecionales a las agencias reguladoras conllevaría una transferencia ilegítima de funciones legislativas a la rama ejecutiva del gobierno. De este modo, el Artículo I de la Constitución de los Estados Unidos representaría una base constitucional insuficiente para legitimar las funciones de las agencias independientes y, en definitiva, para justificar la propia existencia de dichos entes jurídicos. Por otro lado, se advierte también sobre el significado de las agencias para el poder ejecutivo, constatándose una invasión del poder del Presidente (Art. II de la Constitución); carente éste, además, de cualquier facultad de control político sobre aquéllas. Finalmente, en cuanto administraciones con poderes de interpretación de la norma, los críticos apuntan la posición *ultra vires* de las administraciones reguladoras respecto del Poder Judicial (Art. III de la Constitución)<sup>26</sup>.

Las suspicacias alcanzan también la garantía del principio fundacional de legitimidad democrática, observándose en la mera existencia de las agencias independientes una ruptura de la cadena de legitimidad y de rendición de cuentas democrática<sup>27</sup>. Ciertamente, es indispensable tener en cuenta que las agencias independientes ni son elegidas por el depositario último del poder —«*We the People of the United States*»— ni rinden cuentas al mismo, más allá de una fórmula de transparencia genérica y procedimental prevista en la Ley de Procedimiento

---

<sup>26</sup> Véase, por todos, G. LAWSON, «The rise and rise of the administrative state», *Harvard Law Review*, vol. 107, núm. 6, 1994, pp. 1231-1254. Dando cuenta del debate en términos exhaustivos: C. DEMUTH, «Can the Administrative State be Tamed?», *cit.*, pp. 152-157.

<sup>27</sup> Cfr., sobre todo, L.L. JAFFE, «The Illusion of Ideal Administration», *Harvard Law Review*, vol. 86, 1973, pp. 1183-1199.

Administrativo de 1946 (*APA, Administrative Procedure Act*). Por otro lado, la independencia (en términos jurídicos) de las agencias no exime plenamente al Presidente de rendir cuentas (en términos políticos) a la ciudadanía en relación con la eficacia y la acción de estas administraciones. En otras palabras, la independencia jurídica que sustenta al «*modern Administrative state*» no blindada al ejecutivo de su responsabilidad originaria frente a la opinión pública<sup>28</sup>.

En la otra cara del debate, las agencias independientes se presentan como piezas esenciales del Estado constitucional moderno, legitimadas tanto jurídica como políticamente a través de la garantía eficiente del bien común<sup>29</sup>. La creación jurídica de las administraciones reguladoras sería no solo útil, sino también necesaria en el contexto actual. Predomina entre sus defensores una interpretación dinámica o pragmática del principio de separación de poderes, según la cual la intervención delegante del Congreso supondría una base constitucional válida para justificar la existencia (y la legitimidad democrática mediata) de las agencias. Por otro lado, la facultad de nombramiento encomendada al Presidente por la Constitución otorgaría un grado suficiente de participación del ejecutivo en las distintas configuraciones internas de las agencias. En efecto, a pesar de que las causas de remoción se establezcan por ley, en la fase de nombramiento de los comisarios se buscaría naturalmente una orientación ideológica coherente con la del Presidente del momento. De manera que, lejos de tratarse de una «*headless fourth branch of government*», la administración por agencias estaría suficientemente interconectada y responsable ante los tres poderes clásicos, de lo que se derivaría también su legitimidad constitucional<sup>30</sup>.

Para concluir, cabe señalar que tampoco el TS de los Estados Unidos ha ofrecido una respuesta definitiva acerca del anclaje constitucional concreto de las agencias independientes. Sin perjuicio de sus características comunes, las administraciones independientes exigirán un análisis individualizado y

---

<sup>28</sup> V. TORRE DE SILVA, *op. cit.*, p. 488.

<sup>29</sup> Como culminación de una larga actividad teórica de defensa de las agencias independientes: A. VERMEULE, C.R. SUNSTEIN, *Law and Leviathan: Redeeming the Administrative State*, *cit.*

<sup>30</sup> *Ibid.*, p. 4.

contextualizado a los retos regulatorios que persiguen solucionar<sup>31</sup>. La Reserva Federal se inserta en el núcleo de este debate, añadiendo, a la vez, un elemento

---

<sup>31</sup> Merece la pena destacar, en este sentido, la reciente sentencia del TS, *West Virginia v. Environmental Protection Agency* (597 U.S. 2022), en la cual se sometió nuevamente a juicio el alcance de los poderes delegados por el Congreso a las agencias; esta vez en relación con la Agencia de Protección Medioambiental (EPA). La EPA es una agencia independiente creada en 1970 sobre la base de la Ley federal del Aire Limpio (*Clean Air Act*, CAA, 1967), que define y establece sus responsabilidades en materia de protección y mejora del aire de la Federación y de la capa de ozono estratosférico. La CAA autoriza en su Sección 7411(d) a la EPA para establecer «normas de rendimiento» de las centrales eléctricas en relación con sus emisiones de determinados contaminantes a la atmósfera (Título 42, Sección 7411(d) del Código Federal de los Estados Unidos o Sección 111(d) de la Ley de Aire Limpio).

Sin embargo, y según la misma Ley, más allá del límite de rendimiento decidido por la EPA, la regulación concreta de las centrales eléctricas corresponde a los Estados. Desde la aprobación de la Ley, la EPA había ejercido sus funciones estableciendo normas de rendimiento basadas en el «mejor sistema de reducción de emisiones que se haya demostrado adecuadamente» (*Best System of Emission Reduction*, BSER) para cada tipo de central eléctrica. Sin embargo, en el 2015, la EPA promulgó la «norma del Plan de Energía Limpia» (*Clean Power Plan rule*, CPP), según la cual el cálculo del BSER para las centrales eléctricas de carbón existentes debía incluir un requisito adicional; en concreto, que dichas instalaciones redujeran su propia producción de electricidad o subvencionaran su aumento mediante fuentes de energías alternativas (como el gas natural, viento o fuentes solares).

En agosto de 2015, veintiocho Estados y cientos de empresas demandaron a la EPA ante el Tribunal de Apelaciones de los Estados Unidos para el Circuito del Distrito de Columbia, rechazando la autoridad de esta para elaborar la norma CPP. Tras la instalación en el poder del nuevo Presidente Trump en el 2016, la EPA solicitó al Tribunal de Apelación que dejara en suspenso el caso, avisando su intención de introducir una norma más acorde con su autoridad delegada. En 2019, la EPA publicó la Regla de Energía Limpia Asequible [*Affordable Clean Energy (ACE) Rule*], que derogaba la norma CPP y establecía nuevas pautas de emisión destinadas a los Estados en sus competencias de desarrollar planes para limitar el CO<sub>2</sub> en las centrales eléctricas de carbón.

Tras una nueva demanda, esta vez por la reversión indebida de los objetivos climáticos mediante la *ACE rule*, el Tribunal de Apelación del Circuito del Distrito de Columbia entendió que la promulgación por la EPA de la norma ACE (y la derogación de la CPP) se basó en una interpretación fundamental errónea de la Ley de Aire Limpio [*American Lung Association v. EPA*, No. 19-1140 (D.C. Cir. 2021)].

A pesar de no tratarse de normas en vigor en el momento del juicio, el TS —de composición mayoritariamente conservadora— estableció que la Sección 111(d) de la Ley de Aire Limpio no concedía a la EPA el poder de concebir límites de emisiones basados en un enfoque amplio. Acudiendo a la «*major question doctrine*», la Corte razonó que la EPA carecía de una autorización legislativa específica para regular las normas de rendimiento: «Precedent teaches that there are “extraordinary cases” in which the “history and the breadth of the authority that [the agency] has asserted,” and the “economic and political significance” of that assertion, provide a “reason to hesitate before concluding that Congress” meant to confer such authority. [...] Under this body of law, known as the major questions doctrine, given both separation of powers principles and a practical understanding of legislative intent, the agency must point to “clear congressional authorization” for the authority it claims. [...] This is a major questions case. EPA claimed to discover an unheralded power representing a transformative expansion of its regulatory authority in the vague language of a long-extant, but rarely used, statute designed as a gap filler. That discovery allowed it to adopt a regulatory program that Congress had conspicuously declined to enact itself. Given these circumstances, there is every reason to “hesitate before concluding that Congress” meant to confer on EPA the authority it claims under Section 111(d)» (*West Virginia v. Environmental Protection Agency*, 597 U.S., p. 5, 2022).

cualitativamente distinto para comprender su posición jurídico-constitucional a la luz del principio democrático y de separación de poderes (esto es, debido a la materia que se le encomienda y a su correlativa independencia financiera respecto del poder ejecutivo y legislativo nacional)<sup>32</sup>.

### III. La «Fed» en la encrucijada de un objetivo dual y una estructura de gobierno de esencia federalista

Es bien sabido que uno de los debates constitucionales más destacados en la historia temprana de los Estados Unidos versó sobre la creación de un banco central federal. En esencia, un banco nacional sería, para algunos, la ilustración por excelencia de una temida concentración del poder político<sup>33</sup> dentro de un orden constitucional fundando precisamente sobre los principios de separación y división de poderes y la responsabilidad democrática<sup>34</sup>. En particular, la controversia giraba en torno a la potestad del Congreso de establecer una autoridad monetaria nacional sobre la base del Artículo I.8 de la Constitución federal, que le encomienda al órgano legislativo, entre otros, el poder de emitir y regular la moneda nacional<sup>35</sup>. Entre los

---

Resulta ilustrativa la opinión discrepante de la Jueza Kagan al respecto: «the Biden administration announced that, instead of putting the [CPP] Plan into effect, it would commence a new rulemaking. Yet this Court determined to pronounce on the legality of the old rule anyway. The Court today issues what is really an advisory opinion on the proper scope of the new rule EPA is considering. That new rule will be subject anyway to immediate, pre-enforcement judicial review. *But this Court could not wait—even to see what the new rule says—to constrain EPA’s effort to address climate change*» (cursiva añadida).

Recordemos que, según la «*major question doctrine*» del TS, se prohíbe la deferencia de los Tribunales hacia la interpretación de la norma efectuada por una agencia independiente, siempre que el caso consista en una cuestión de profunda importancia económica o política o que la cuestión interpretativa pueda suponer una expansión desproporcionada y transformadora de la autoridad reguladora. Cfr. K.O. LESKE, «Major Questions about the Major Questions Doctrine», *Michigan Journal of Environmental & Administrative Law*, núm. 5, 2015, pp. 479-500.

<sup>32</sup> P. CONTI-BROWN, «The Institutions of Federal Reserve Independence», *Yale Journal on Regulation*, núm. 32, 2015, pp. 257-310, p. 274.

<sup>33</sup> P. CONTI-BROWN, «The twelve federal reserve banks: governance and accountability in the 21st century», *Stanford University Working Paper*, núm. 203, 2015, p. 4.

<sup>34</sup> En efecto, «[t]hat all lawful power derives from the people and must be held in check to preserve their freedom is the oldest and most central tenet of American constitutionalism» (L.H. TRIBE, *American Constitutional Law. Volume One*, 3rd ed., Foundation Press, New York, 2000, p. 8).

<sup>35</sup> «The Congress shall have Power [...] To coin Money, regulate the Value thereof...». El Artículo I.8 se debe interpretar de acuerdo con la Sentencia del TS de los Estados Unidos, *McCulloch v. Maryland*, 17 U.S. 316 (1819), que confirmó la constitucionalidad de la ley nacional por la que se creaba el Primer Banco de los Estados Unidos.

defensores de un banco nacional se encontraba Alexander Hamilton, que veía en aquél un medio esencial para construir una fuerte economía nacional, y más concretamente, un instrumento de financiación monetaria que serviría para sustentar los gastos bélicos de la Federación. En el extremo opuesto del debate estaban Thomas Jefferson y James Madison, para quienes un banco nacional sería un claro reflejo institucional del abuso del poder por parte del Congreso (sobre todo, frente al poder de los Estados) y por las élites políticas y económicas<sup>36</sup>.

Lo que hoy conocemos como la «Reserva Federal de los Estados Unidos» tomó vida jurídica el 23 de diciembre de 1913, por vía legislativa, tras dos intentos previos de institucionalizar un banco central dentro de la arquitectura nacional de poderes<sup>37</sup>. Los objetivos de la Fed aparecen recogidos en el Artículo 2A de su ley fundacional: «[it] shall maintain long run growth of the monetary and credit aggregates commensurate with the economy's long run potential to increase production, so as to promote effectively the goals of maximum employment, stable prices, and moderate long-term interest rates». De inmediato se observa que una primera particularidad del órgano es la atribución legislativa de dos objetivos hallados en igual posición jurídica (contribuir a un alto nivel de empleo y crecimiento, así como a la estabilidad de precios y a la moderación de los tipos de interés a largo

---

<sup>36</sup> NATIONAL CONSTITUTIONAL CENTER, «Summary: Bank Veto Message (1832)», Disponible en línea: <https://constitutioncenter.org/the-constitution/historic-document-library/detail/andrew-jackson-bank-veto-message-1832> (últ. consulta: 1.9.2023).

<sup>37</sup> La renovación de la carta fundacional del Primer Banco de los Estados Unidos (1771-1811) había sido rechazada por un solo voto por el Congreso, mientras que la renovación de la ley constitutiva del Segundo Banco de los Estados Unidos (1816-1836) había encontrado, en 1832, el veto del Presidente Andrew Jackson, en el cual se advertían con claridad los dos motivos centrales de oposición frente a la posibilidad de construir un banco nacional: «[N]or is our Government to be maintained or our Union preserved by invasions of the rights and powers of the several States. In thus attempting to make our General Government strong we make it weak. Its true strength consists in leaving individuals and States as much as possible to themselves—in making itself felt, not in its power, but in its beneficence; not in its control, but in its protection; not in binding the States more closely to the center, but leaving each to move unobstructed in its proper orbit [...] Many of our rich men have not been content with equal protection and equal benefits, but have besought us to make them richer by act of Congress. By attempting to gratify their desires we have in the results of our legislation arrayed section against section, interest against interest, and man against man, in a fearful commotion which threatens to shake the foundations of our Union» [A. JACKSON, «Bank Veto Message (1832)», Disponible en línea: <https://constitutioncenter.org/the-constitution/historic-document-library/detail/andrew-jackson-bank-veto-message-1832> (últ. consulta: 1.9.2023). Cursiva añadida].

plazo). Tal particularidad es definitoria de un modelo discrecional de banca central, del cual la Reserva Federal es ejemplo por excelencia.

Las razones que explican la relevancia de dicha discrecionalidad se suelen retrotraer fundamentalmente a la «curva de Phillips»—la hipótesis que en su formulación inicial asumía la necesidad de un *trade-off* automático entre la garantía de un bajo nivel de desempleo y de inflación<sup>38</sup>. En términos jurídicos, lo dicho se traduciría en un conflicto inherente entre los dos objetivos primordiales de la Fed. A pesar de tratarse de una asunción sometida a debate constante en la ciencia económica, la curva de Phillips ha mantenido suficiente fuerza explicativa para guiar a lo largo de más de siete décadas las decisiones de política monetaria de los bancos centrales a nivel internacional. Sin embargo, desde 1998, la hipótesis ha ido perdiendo robustez empírica, convirtiéndose actualmente en una fórmula «durmiente» para la política monetaria más reciente<sup>39</sup>. Recordemos que lo que hoy permanece es la premisa de que el desempleo ejerce efectivamente un cierto impacto sobre la inflación (correlación), pero se rechaza la existencia de una causalidad entre los dos elementos. Con todo, el elemento jurídicamente relevante se mantiene: la ausencia de una jerarquía clara entre los distintos objetivos atribuidos a la Fed conllevaría implícitamente la discrecionalidad de la institución monetaria en la priorización de sus fines. En efecto, será la Reserva Federal la que deberá decidir en cada momento (del ciclo económico) sobre la conveniencia de actuar primordialmente para disminuir el desempleo o la inflación.

---

<sup>38</sup> En particular, se trataba de una hipótesis formulada en la década de los cincuenta por el economista neozelandés A.W. Phillips. Recordemos que el razonamiento empírico que sostenía la «curva de Phillips» se resumía en que un bajo nivel de desempleo presionaría al alza la inflación a través de los incrementados costes laborales (los sueldos). Basándose en datos empíricos, el autor señalaba haber observado que los salarios aumentaban de manera más veloz cuando el mercado laboral era tenso (alta oferta de trabajo y poca demanda, en otras palabras, bajo desempleo). Este hecho produciría a su vez un aumento de los precios en el resto de los sectores económicos, incrementando de este modo la inflación. En suma, existiría un impacto directo del desempleo sobre la inflación.

<sup>39</sup> Cfr. NATIONAL BUREAU OF ECONOMIC RESEARCH, «Is the Phillips Curve Still a Useful Guide for Policymakers?», *The Digest*, núm. 9, septiembre 2019. Disponible en línea: <https://www.nber.org/digest/sep19/philips-curve-still-useful-guide-policymakers> (últ. consulta: 1.9.2023)

La discrecionalidad de la Reserva Federal en cuanto a los objetivos se confirma atendiendo a los preceptos de su ley constitutiva. A diferencia del modelo reglado (en el cual se atribuye al banco central un único objetivo predominante, en concreto, la garantía de la estabilidad de los precios), la *Federal Reserve Act* carece de cláusulas que apunten a una preeminencia incondicional de la estabilidad de precios sobre los demás fines atribuidos al mismo órgano. Mas aún, la propia mención textual de la «estabilidad de precios» se introdujo tardíamente, mediante una reforma de 1977<sup>40</sup>. En igual sentido, una mera lectura de la versión inicial de la *Federal Reserve Act* de 1913 demuestra la ausencia de cualquier referencia expresa a la «estabilidad de precios», indicándose en su Preámbulo que el órgano bancario se constituiría con el fin de «disponer el establecimiento de bancos federales de reserva, *proporcionar una moneda elástica*, proveer medios de redescuento de papel comercial, establecer una supervisión más eficaz de la banca en los Estados Unidos, y para otros fines»<sup>41</sup>.

---

<sup>40</sup> *Federal Reserve Reform Act*, H.R. 9710 (95th), 1977.

<sup>41</sup> Cursiva añadida. El Preámbulo se encuentra disponible en línea: <https://www.federalreserve.gov/aboutthefed/officialtitle-preamble.htm> (últ. consulta: 1.9.2023).

La decantación por la fórmula inicial de la «moneda elástica» en lugar de la «estabilidad de los precios» se debe al entendimiento procíclico de la política monetaria de esa época, según el cual el banco central debía garantizar una oferta «elástica» de dinero, esto es, una oferta que respondiera directamente a las variaciones en la demanda interna de dinero. En otras palabras, en los períodos de expansión de la demanda, la Reserva Federal debía aumentar la oferta monetaria, concediendo una mayor cantidad de créditos a las entidades bancarias privadas. En cambio, en los períodos de contracción de la demanda, la Fed debía reducir también la oferta monetaria, siguiendo las tendencias concretas de la economía real (E. APEL, *Central banking systems compared: the ECB, the Pre-Euro Bundesbank and the Federal Reserve System*, Routledge, London / New York, 2003, p. 30). En este sentido, se asumía que la estabilidad de los precios quedaría garantizada siempre que la Fed hubiese acomodado sus políticas monetarias a las exigencias teóricas de la «real bills doctrine», esto es, asegurando que el crédito se expandiría y se contraería ni más ni menos que lo requerido por las necesidades derivadas del intercambio económico. Dicha doctrina se tradujo en un modo de ser de la Fed, incluso —y quizás, sobre todo— a lo largo de la Gran Depresión. La «real bills doctrine» se concretaba en la idea de que el banco central norteamericano suministraría crédito exclusivamente para usos productivos, i.e., vinculados a la economía real. De este modo, ejercer una política monetaria expansiva en tiempos de contracción de la demanda (en otras palabras, una política monetaria anticíclica) resultaba un hecho teóricamente inaceptable en los años iniciales de existencia de la Fed. Indudablemente, las consecuencias fueron cruciales en cuanto a la liquidez disponible en los momentos de depresión económica. Dado que los *shocks* externos afectan los niveles de producción, y que las entidades bancarias privadas suelen reducir los préstamos concedidos a los actores económicos en momentos de contracción de la demanda, es evidente que también la cantidad de activos disponibles en sus hojas de balance disminuiría (p. ej., letras de cambio). Por consiguiente, las posibilidades de los bancos de ofrecer letras de cambio como colateral en los préstamos con la Fed (mediante la ventanilla de descuento) quedaban muy reducidas (C. P. SKINNER, C. BINDER, «The Legitimacy of the Federal Reserve», *Stanford Journal of Law, Business, and Finance*, vol. 28, Disponible en línea: <https://ssrn.com/abstract=3956847>, p. 24).



El primer intento de atribuir a la Fed el objetivo de la «estabilidad de los precios» se encuentra en la *Employment Act* de 1946, adoptada con el fin de declarar «a national policy on employment, production, and purchasing power»<sup>42</sup>. Esta norma respondía sobre todo al temor político generalizado frente al alto desempleo, intensificado por el recuerdo trágico —todavía presente en la conciencia pública— de la Gran Depresión. Una vez finalizada la Segunda Guerra Mundial, tanto la clase política como la opinión pública mostrarían una sólida convicción acerca del impacto que la Gran Depresión —y con ella, el alto desempleo— habría tenido sobre el incremento del nacionalsocialismo en Europa. Aquellos factores considerados conjuntamente dieron lugar a una expectativa generalizada para que el gobierno federal interviniera de manera temprana y previsoría a fin de combatir el desempleo; en otras palabras, se esperaba que la demanda de trabajo que había resultado de la guerra encontrara equivalentes en los nuevos tiempos de paz<sup>43</sup>.

Ciertamente, en la posguerra temprana —a diferencia de la gestión inicial de la Gran Depresión, en la cual había dominado una cosmovisión constitucional liberal clásica— se había generalizado la creencia de que el mercado laboral constituía un asunto social demasiado importante «to be left to the vagaries of a roulette wheel»<sup>44</sup>. A estos efectos, los postulados macroeconómicos keynesianos supondrían una oportuna solución política a los problemas socioeconómicos del momento, en tanto en cuanto se defendía el protagonismo de las políticas fiscales anticíclicas que

---

Un último elemento que justifica potencialmente la ausencia de una preocupación inicial generalizada por la estabilidad de los precios entre los objetivos expresos de la Fed sería la concreta arquitectura monetaria internacional de principios de siglo veinte (el patrón oro). En particular, al existir una referencia cuantitativa al oro (establecida por ley), también la intervención del banco central se destinaría prioritariamente a garantizar la convertibilidad efectiva del dólar en oro (E. APEL, *Central banking systems compared: the ECB, the Pre-Euro Bundesbank and the Federal Reserve System*, cit., p. 30).

<sup>42</sup> *Employment Act of 1946*, Pub. L. 79-304, ch. 33, 60 Stat. 23 (1946).

<sup>43</sup> De ahí que la *Employment Act* atribuyera al gobierno federal la responsabilidad de crear «conditions under which there will be afforded useful employment for those able, willing, and seeking work» (Artículo 2 A).

<sup>44</sup> Es decir, en abierta oposición con la cosmovisión de la «real bills doctrine» dominante en los años treinta. G.J. SANTONI, «The Employment Act of 1946: Some History Notes», *Federal Reserve Bank of St. Louis*, noviembre de 1986, pp. 5-16, p. 8.

estimulasen la demanda agregada en períodos de contracción económica. La Ley de 1946 absorbería, en la realidad jurídica, las premisas de esencia keynesiana<sup>45</sup>.

Con todo, aunque fundamental para la evolución institucional de la Fed (ya que marcaba las nuevas pautas para comprender la relación entre el poder público y la economía de los Estados Unidos), la *Employment Act* de 1946 sería insuficiente para situarse como origen explícito del objetivo de la Reserva Federal de asegurar la «estabilidad de precios». La letra de esta ley solo mencionaba el objetivo de garantizar «el poder adquisitivo». Además, se recogían las responsabilidades económicas del gobierno federal en sentido amplio, pero no los objetivos específicos de la Fed<sup>46</sup>. En este sentido, dos normas adoptadas en la década de los setenta llevarían a cabo la positivización de este fin específico de la política monetaria: la *Federal Reserve Reform Act* de 1977 y la llamada *Humphrey–Hawkins Act (Full Employment and Balanced Growth Act)* de 1978.

La primera introdujo la formulación hoy vigente del Artículo 2A de la Ley de la Reserva Federal, disponiendo que la función del banco central norteamericano sería la de «promover eficazmente los objetivos de máximo empleo, precios estables y tipos de interés a largo plazo moderados». La segunda ley reforzó los objetivos de la *Employment Act* de 1946, estableciendo con claridad los fines de la economía nacional: «el pleno empleo y la producción, el aumento de la renta real, el crecimiento equilibrado, el presupuesto federal equilibrado [...] y la estabilidad de precios razonable»<sup>47</sup>. Recordemos que, en esos años, las economías capitalistas estaban experimentando un episodio generalizado de estanflación. Por otro lado, es un hecho notorio que la caída del sistema monetario internacional de Bretton Woods en 1971 provocó la dilución del corsé áurico de la banca central moderna, aumentando, con ello, la autonomía y la discrecionalidad de estas instituciones. En

---

<sup>45</sup> G.J. SANTONI, «The Employment Act of 1946: Some History Notes», *cit.*, p. 5

<sup>46</sup> E. APEL, *Central banking systems compared: the ECB, the Pre-Euro Bundesbank and the Federal Reserve System*, *cit.*, p. 31.

<sup>47</sup> *Full Employment and Balanced Growth Act*, Pub. L. No. 95-523, 92 Stat. 1887 (1978).

efecto, el derrumbamiento del patrón dólar-oro abrió un universo inexplorado para la banca central, necesitada ahora de nuevas formas de encorsetamiento<sup>48</sup>.

Desde esta perspectiva, la especificación legislativa de los objetivos de la Fed sería también un modo de limitar jurídicamente su poder, en tanto que se identifica —siquiera de manera amplia— la órbita material de la política monetaria. Mientras que la existencia de un sistema monetario internacional basado en el patrón dólar-oro delimitaba de manera implícita las fronteras de actuación del banco central —ya que a través de la política monetaria se debía asegurar la efectiva convertibilidad del dólar en oro de acuerdo con la tasa de convertibilidad establecida por ley federal—, el contexto de los cambios flotantes trasladó plenamente el foco de atención hacia las decisiones autónomas de los bancos centrales. Al respecto, todavía cabe preguntar, ¿quién decide, cuando nos referimos a la «Fed»?

La complejidad de la respuesta reside en el hecho de que «[t]here are Federal Reserve Banks, Federal Reserve Notes, a Federal Reserve Board, and, taken together, a Federal Reserve System, all created by the Federal Reserve Act of 1913 [...]. But there is no “Federal Reserve” by itself»<sup>49</sup>. Por lo tanto, el banco nacional estadounidense se configura jurídicamente como un sistema compuesto por dos «partes» que han tenido históricamente distintas trayectorias (el Consejo de los Gobernadores, de un lado, y doce Bancos de Reserva, de otro lado). Se añade un tercer componente orgánico, el *Federal Open Market Committee* (FOMC), cuya composición persigue asegurar, simultáneamente, la unidad de decisión en materia monetaria y la representación de los intereses individuales de los Bancos de Reserva. Todo ello da lugar a una dinámica típicamente federal dentro de la institución bancaria central<sup>50</sup>.

---

<sup>48</sup> C.P. SKINNER, C. BINDER, «The Legitimacy of the Federal Reserve», *cit.*, p. 21. En igual sentido, P. CONTI-BROWN, «The twelve federal reserve banks: governance and accountability in the 21st century», *cit.*, recordando que «the monetary policy context that existed under a gold standards and real-bills regime meant that the band of decision making we normally contemplate for central bankers [...] was simply not the relevant consideration» (p. 17).

<sup>49</sup> P. CONTI-BROWN, «The twelve federal reserve banks: governance and accountability in the 21st century», *cit.*, p. 3.

<sup>50</sup> En esta tesis doctoral, la referencia a la «Fed» indica el Sistema en su conjunto, salvo que se indique lo contrario.

El Consejo de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal se compone de siete miembros nombrados por el Presidente de los Estados Unidos, con el consentimiento del Senado, ejerciendo sus funciones por un período máximo de catorce años. El presidente del Consejo de Gobernadores es elegido por medio de un idéntico procedimiento, y su cargo (renovable una vez) dura cuatro años<sup>51</sup>. Este presidirá asimismo el FOMC.

Los Bancos de Reserva se constituyen como entidades de crédito regidas por estatuto jurídico federal (la Ley de la Reserva Federal y las cartas federales habilitantes para la entrada en funcionamiento de cada Banco)<sup>52</sup> y se componen cada uno de un presidente y nueve directores ejecutivos. Dos tercios de los directores ejecutivos de cada Banco de Reserva son elegidos por los propios accionistas del Banco de Reserva. La ley fundacional de la Fed establece tres clases de directores ejecutivos, cuyos cargos alcanzan una duración máxima de tres años<sup>53</sup>.

Los directores de clase A deberán ser accionistas de los Bancos de Reserva, elegidos por sus pares. Los mismos accionistas designarán a los directores de clase B, de entre banqueros que no sean accionistas del Banco de Reserva. Por último, los directores de clase C carecerán de la condición de banqueros, encomendándose su elección al propio Consejo de Gobernadores de la Reserva Federal. En cuanto a los presidentes de los Bancos de Reserva, la elección corresponderá a los directores ejecutivos del Banco en cuestión, previa aprobación del Consejo de Gobernadores de la Reserva Federal; el periodo del cargo será de cinco años. Los demás directores ejecutivos del Banco serán directamente responsables ante el presidente del Banco

---

<sup>51</sup> Artículo 10 de la *Federal Reserve Act*.

<sup>52</sup> En este sentido, el artículo 4.5 de la misma Ley establece que «no Federal reserve bank shall transact any business except such as is incidental and necessarily preliminary to its organization until it has been authorized by the Comptroller of the Currency to commence business under the provisions of this Act». Para constituirse como Bancos de Reserva, las entidades de crédito de un determinado Distrito (de entre los establecidos de acuerdo con el Artículo 2 de la *Federal Reserve Act*) deben suscribir un capital suficiente (que será el capital del Banco de Reserva), indicando el número de acciones correspondiente a cada inversor (art. 4.2 de la Ley de la Reserva Federal). Los accionistas recibirán un dividendo del 6% anual, después que el Banco de Reserva hubiera cumplido con los gastos necesarios (es decir, cuando el Banco incurriese en surplus). Se establece un límite de 6,785,000,000 dólares como surplus admitido para la totalidad de los Bancos de Reserva [art. 7(a) de la Ley].

<sup>53</sup> Artículo 4.9 de la Ley de la Reserva Federal.

de Reserva<sup>54</sup>. En el año 2010 se introdujo un notable cambio en el proceso de votación de los presidentes de los Bancos de Reserva, eliminando la participación de los directores de clase A y reduciendo, con ello, el poder decisorio de los accionistas de los Bancos de Reserva en la elección de los presidentes<sup>55</sup>.

Además de los dos órganos que justifican el atributo de «Federal» del Sistema de la Reserva Federal —el Consejo de Gobernadores representando el «interés nacional» y los Bancos de Reserva, los intereses locales de los Distritos en los que operan—, el FOMC configura el tercer elemento estructural que culmina la organización interna de la Fed. El FOMC se compone de los siete Gobernadores del Consejo de Gobernadores de la Reserva Federal y los presidentes de los doce Bancos de Reserva. Sin perjuicio del derecho de los presidentes de participar en las reuniones del FOMC, solo cinco de ellos tendrán derecho al voto. La identificación de los Bancos de Reserva con derecho al voto se establece anualmente a través de un procedimiento dispuesto en la propia Ley de la Reserva Federal<sup>56</sup>. En particular, se reconoce un derecho de voto permanente al Banco de Reserva de Nueva York, asignándose el resto de los votos de manera rotatoria entre los once Bancos de Reserva restantes<sup>57</sup>.

---

<sup>54</sup> Artículo 4.4 de la Ley de la Reserva Federal.

<sup>55</sup> La modificación se introdujo durante la Administración Obama, mediante la *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, No. 111-203 (07/21/2010), H.R.4173. Esta ley fue una de las medidas más destacadas entre las que perseguían reforzar la regulación del mercado financiero, en el contexto de la crisis financiera global de 2008. En particular, porque impone cargas regulatorias aumentadas a las entidades de crédito y crea, en su Título I, el *Financial Stability Oversight Council*, presidido por el Secretario del Tesoro.

<sup>56</sup> Artículo 12 A.a).

<sup>57</sup> La rotación se lleva a cabo dentro de los siguientes grupos de Bancos de Reserva: Boston, Philadelphia y Richmond; Cleveland y Chicago; Atlanta, St. Louis y Dallas; Minneapolis, Kansas City y San Francisco. Artículo 12 A.a) de la Ley de la Reserva Federal.

Con la excepción del mecanismo del tipo de descuento, todos los instrumentos de política monetaria de la Fed están centralizados desde el punto de vista operacional en el Banco de la Reserva Federal de Nueva York (la llamada *Trading Desk* de Nueva York, o simplemente la *Desk*). Desde la reforma que reestructuró la gobernanza de la Fed en 1935, todas las operaciones de mercado abierto se llevan a cabo por el Banco de Reserva de Nueva York, bajo la autoridad del FOMC. Los activos adquiridos a través de las compras de mercado abierto y los ingresos obtenidos en concepto de intereses se inscriben en una «Cuenta de Mercado Abierto del Sistema» (SOMA, por sus siglas en inglés, *System Open Market Account*). La distribución de los activos (y sus intereses) se realiza en el Sistema de manera proporcional a los billetes emitidos por cada Banco de la Reserva Federal. Partiendo de esta fórmula, el Banco de Reserva de Nueva York poseía en el 2017 algo más de la mitad de los títulos de la Reserva Federal. Otro dato relevante al respecto es que su cartera se componía principalmente

En cuanto a las funciones ejercidas por el FOMC, el artículo 12.A.b) de la Ley de la Reserva Federal le encomienda con carácter exclusivo el poder decisorio en el diseño de las operaciones de mercado abierto. De este modo, ni los Gobernadores del Consejo de Gobernadores de la Reserva Federal ni los presidentes de los Bancos de Reserva podrán decidir unilateralmente acerca de un instrumento esencial de la política monetaria (dada la intensa interacción del banco central con el mercado, en comparación con otros instrumentos de política monetaria): «[n]o Federal Reserve bank shall engage or decline to engage in open-market operations [...] except in accordance with the direction of and regulations adopted by the Committee. The Committee shall consider, adopt, and transmit to the several Federal Reserve banks, regulations relating to the open-market transactions of such banks». Por último, las reuniones del FOMC se celebran en Washington al menos cuatro veces al año, previa convocatoria del presidente del Consejo de Gobernadores de la Reserva Federal o a petición de tres miembros del Comité de Operaciones de Mercado Abierto<sup>58</sup>.

Hasta aquí se ha dado cuenta de la amplia discrecionalidad que le permite a la Fed alterar la prioridad de los dos objetivos que se le encomiendan por ley federal, ofreciendo una descripción general de su estructura de gobierno. A continuación se

---

de títulos del Estado y de las agencias federales estadounidenses (J. IHRIG, L. MIZE, G.C. WEINBACH, «How does the Fed adjust its Securities Holdings and Who is Affected?», *Finance and Economics Discussion Series 2017-2019*, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, 2017, pp. 1-28, esp. p. 6).

<sup>58</sup> Desde el 1982, el FOMC ha solido mantener ocho reuniones al año, sin contar con las reuniones remotas. El dato es de absoluta relevancia, ya que algunos estudios recientes han evidenciado la existencia de los llamados «pre-FOMC announcement drifts». En particular, se observó que, antes de que el FOMC realizara las declaraciones referentes a las decisiones de política monetaria adoptadas en la reunión, se habían producido amplios movimientos irracionales en los mercados de activos de renta variable (i.e., inversiones con rentabilidad no garantizada). En cambio, no se observaron anomalías ni en los días previos ni en los días posteriores a la reunión, ni tampoco en relación con los instrumentos financieros de renta fija. Por último, los estudios también señalaron haber observado que las reuniones del FOMC habrían tenido impacto en los mercados bursátiles internacionales. Cuanto más claras y precisas las declaraciones del FOMC a lo largo de las décadas, mayor la alteración irracional. La «irracionalidad» consiste en la excesiva rentabilidad de los instrumentos financieros en los momentos indicados y la imposibilidad de captar o explicar dichas anomalías mediante los modelos financieros existentes (p.ej., el llamado *Capital Asset Pricing Model*, empleado para calcular la rentabilidad esperada de una inversión). En cuanto al primer estudio que avanzó la hipótesis explicada, cfr. D.O. LUCCA, E. MOENCH, «The Pre-FOMC Announcement Drift», *Federal Reserve Bank of New York, Staff Report*, núm. 512, septiembre de 2011 (rev. agosto de 2013). Agradezco a Jaspal Singh haberme señalado este dato.

identificarán con mayor precisión los dos elementos (es decir, los objetivos y la estructura de gobierno) a la luz de la historia institucional de la Fed, con el propósito de señalar la manera en la cual el banco central norteamericano internalizaría, en su evolución, las decisiones soberanas expresadas a través de los grandes «momentos constitucionales» de los Estados Unidos. Para el objetivo de esta tesis, baste recordar que, de acuerdo con la definición ackermaniana de la democracia constitucional estadounidense, el elemento distintivo residiría en su carácter dualista<sup>59</sup>. En este sentido, la legitimidad de la Constitución norteamericana se vería potenciada en el tiempo por medio de las transformaciones sustantivas de sus principios fundacionales; transformaciones confirmadas no a través de un clásico poder de reforma constitucional (i.e., el Artículo V de la Constitución federal), sino mediante los «momentos constitucionales» en los cuales la decisión política se expresa directamente en nombre del «*We the People the United States*».

El carácter dualista de la democracia norteamericana se justificaría por la existencia de dos niveles o tipos de decisión política: «[t]he first is a decision by the American people [...]; the second, by their government». Las primeras ocurrirían «rarely [...], under special conditions [and] seriousness»; las segundas se mantienen en el ámbito del «normal lawmaking» que ocurre diariamente y «most importantly, key officials must be held accountable regularly at the ballot box»<sup>60</sup>. La legitimidad de la Constitución quedaría garantizada en el tiempo por el hecho de que ésta contendría, en su seno, mecanismos de democracia dualista que ofrecerían «good enough reasons»<sup>61</sup> para aceptar, a pesar del paso de los siglos, las decisiones soberanas manifestadas en el momento fundacional—produciéndose por medio de esta aceptación una «síntesis multigeneracional»<sup>62</sup>.

---

<sup>59</sup> B. ACKERMAN, *We The People. Volume I: Foundations*, cit., p. 6.

<sup>60</sup> *Ibid.*

<sup>61</sup> *Ibid.*, p. 297.

<sup>62</sup> *Ibid.*, pp. 87-89. La síntesis multigeneracional se entiende bien si recordamos uno de los problemas de fondo ligados a la legitimidad de la Constitución norteamericana: «[F]or the inescapable fact is that the Constitution is in no sense hard-wired. Its force over our lives is a function of words [...] The phenomenon to be explained is precisely how mere words may direct the life of a nation across the generations. For it is not *we*, but people who are long dead and with whom most of us have only the most limited link (if any at all) who tied us to this mast—not alien species, to be sure, but not ourselves either» (L.H. TRIBE, *American Constitutional Law. Volume One*, cit., p. 24). En este sentido,

En este sentido, el sistema ordinario de representación democrática sería un acomodo institucional que respondería a la imposibilidad práctica de gobernar solo a través de decisiones soberanas: «[n]ormally, the People just aren't spending the time and energy, and we had better design our normal lawmaking system with this in mind»<sup>63</sup>. En tiempos «ordinarios», ninguno de los poderes constituidos habla en nombre del pueblo: «[n]one of them speak for the People in normal politics. They are just stand-ins, that's all»<sup>64</sup>.

Mientras que en el nivel de las decisiones de política ordinaria, los ciudadanos intervendrían a través de un «voto blando», debido a su ignorancia, egoísmo y apatía<sup>65</sup>, los «momentos constitucionales» se generarían a través de la política constitucional, definida como un período en el que se produciría una especial movilización sociopolítica, una enérgica participación ciudadana que trascendería la dinámica de facciones y conseguiría expresar, por medio de la intervención simultánea de los tres poderes constituidos, la voluntad del pueblo<sup>66</sup>. En palabras del autor, la política constitucional consistiría en un serie de «political movements that have, from the Founding onward, called upon their fellow Americans to engage in acts of citizenship that, when successful, culminates in the proclamation of higher law in the name of We the People»<sup>67</sup>.

En las páginas que siguen se señalará cómo la Fed absorbería en su estructura de gobierno y en sus objetivos las innovaciones constitucionales más relevantes introducidas por medio de la Reconstrucción republicana (siglo XIX) y del *New Deal* (siglo XX). Ambos momentos constitucionales habrían producido el rechazo de algunas premisas constitucionales previamente expresadas por el soberano y la consiguiente introducción de nuevos principios constitucionales en nombre del

---

Bruce Ackerman apela metodológicamente a un ejercicio de «descubrimiento constitucional» que consistiría en un diálogo entre el pasado y el presente, a los efectos de extraer la voluntad soberana expresada en el «momento constitucional» más reciente (B. ACKERMAN, *We The People. Volume I: Foundations, cit.*, pp. 165-166).

<sup>63</sup> B. ACKERMAN, *We The People. Volume I: Foundations, cit.*, p. 242.

<sup>64</sup> *Ibid.*, p. 260.

<sup>65</sup> *Ibid.*, esp. 234.

<sup>66</sup> *Ibid.*, esp. pp. 182, 223.

<sup>67</sup> *Ibid.*, p. 7.



soberano mismo, actualizando de este modo el sentido del texto constitucional. De manera simplificada, se observarían las dos siguientes transformaciones.

La primera transformación acomodaría, de acuerdo con un sentido actualizado a las nuevas exigencias socioeconómicas, el espíritu federalista originario, según el cual el poder de los Estados se calificaba de «escudo» frente a la potencial concentración de poderes en las instituciones nacionales (es decir, la protección frente a la «tiranía nacional» por medio del incremento de los poderes y la autonomía de los Estados)<sup>68</sup>. Con la Reconstrucción republicana se habría dado el paso a una interpretación del principio federalista que permitiría la intervención nacional puntual en el ámbito estatal, con el fin de proteger los derechos de los ciudadanos incluso frente a los propios Estados<sup>69</sup>. En esencia, a finales de siglo XX, «it became posible —or so it seemed—to employ the 14th Amendment as a federal shield [respect del poder de los Estados] without transforming it into a fatal sword»<sup>70</sup>.

La segunda transformación rechazaría la cosmovisión constitucional liberal-clásica que había subyacido al momento fundacional de la Constitución norteamericana (i.e., la libertad individual frente al poder público, especialmente frente al poder nacional) para incorporar en la vida política de los Estados Unidos un constitucionalismo de orientación social. La nueva cosmovisión, propia de la época del *New Deal*, no solo habilitaría la intervención gubernamental nacional en la economía, sino, además, la convertiría en un presupuesto indispensable a fin asegurar las condiciones mínimas de vida de los ciudadanos y, con ello, la reproducción en el tiempo del sistema político. Dicho más claramente, con el *New Deal* se habría producido la repudiación del sentido clásico-liberal del texto de la Constitución y su consiguiente actualización hermenéutica por el pueblo mismo (bajo el liderazgo del Presidente Roosevelt), dando lugar a un gobierno nacional centralizador y activista

---

<sup>68</sup> L.H. TRIBE, *American Constitutional Law. Volume One, cit.*, p. 10.

<sup>69</sup> B. ACKERMAN, *We The People. Volume I: Foundations, cit.*, pp. 46-47.

<sup>70</sup> La Enmienda núm. 14 de la Constitución norteamericana fue introducida en el período de Reconstrucción Republicana (1868) y dispone lo siguiente: «[n]o State shall make or enforce any law which shall abridge the privileges or immunities of citizens of the United States; nor shall any State deprive any person of life, liberty, or property, without due process of law; nor deny to any person within its jurisdiction the equal protection of the laws».

en cuanto a la resolución de las cuestiones sociales y económicas de sus ciudadanos se refiere<sup>71</sup>.

#### IV. ¿Ha hablado el pueblo? Los tres «momentos fundacionales» de la Fed

La génesis institucional de la Fed se suele ligar sobremanera al pánico bancario de 1907<sup>72</sup>. Es indudable que dicha crisis financiera tuvo un impacto significativo en los debates que precedieron la creación de la Reserva Federal. Sin embargo, lejos de observarse una causalidad directa, la aprobación de la *Federal Reserve Act* de 1903 supuso algo más que una «mera» respuesta legislativa a la situación de inestabilidad del sistema bancario estadounidense<sup>73</sup>. En concreto, significaría la decantación por dos respuestas institucionales básicas en tensión, que no obstante se replantearían en la evolución de la Fed. Los dos retos «fundacionales» (aunque recurrentes) consistirían en establecer, por un lado, quién debía ejercer el poder dentro del Sistema de la Reserva Federal (esto es, control público o privado); por otro lado, determinar cómo debía aquél ejercerse (es decir, descentralización o centralización). En otras palabras, la cuestión constitucional de la Reserva Federal se vinculaba, antes que a la crisis financiera, a una actualización de sentido del principio federalista que organizaba la estructura vertical de poderes de la nación.

---

<sup>71</sup> B. ACKERMAN, *We The People. Volume I: Foundations*, cit., esp. pp. 107, 119.

<sup>72</sup> P. CONTI-BROWN, «Central banking and institutional change in the United States: punctuated equilibrium in the development of money, finance and banking», cit., p. 11. Baste para ello observar la página web de la Fed, dedicada a explicar tal acontecimiento histórico, cuyo encabezamiento expresa: «[t]his global financial crisis inspired the monetary reform movement and led to the creation of the Federal Reserve System» («The Panic of 1907», *Federal Reserve History*: <https://www.federalreservehistory.org/essays/panic-of-1907>, últ. consulta: 1.9.2023).

<sup>73</sup> El pánico bancario se produjo en un contexto en el que instituciones como el Sistema de la Reserva Federal, la Corporación Federal de Seguros de Depósitos o la Comisión de Valores y Bolsa no existían. En cambio, la estructura reguladora que guiaba el comportamiento cotidiano de los bancos (especialmente de los más grandes e interconectados) venía proporcionada por las Leyes Bancarias Nacionales. Éstas ofrecían orientación insuficiente para hacer frente a un pánico, esto es, cómo enfrentarse a retiradas de depósitos a gran escala («The Panic of 1907», *Federal Reserve History*, cit.).

### **1. El momento «constituyente». La intromisión puntual de la Federación en la autonomía estatal**

La Reserva Federal encuentra su base jurídica en la *Federal Reserve Act* de 1913. Su configuración originaria fue reflejo del llamado «compromiso del Presidente Wilson», que preveía la creación de una entidad monetaria supervisora con sede en Washington, situada por encima de los bancos centrales esencialmente privados y descentralizados de la Federación<sup>74</sup>. La Junta supervisora incluía al Secretario del Tesoro como presidente nato del Sistema y al Interventor de la Moneda (*comptroller of the currency*), hasta entonces regulador federal único del sistema bancario<sup>75</sup>. A estos dos se añadían cinco miembros designados por el Presidente de los Estados Unidos, con mandatos de diez años cada uno. El resto del Sistema estaría formado por «ocho a doce» Bancos de Reserva, sin establecerse en la legislación inicial un número definitivo. A su vez, los Bancos de Reserva —como elementos privados del Sistema— tendrían cada uno un Gobernador y un consejo de administración compuesto por nueve miembros<sup>76</sup>.

La comprensión de la configuración final del Sistema de la Reserva Federal requiere dar un paso atrás y atender al contexto político de los Estados Unidos en el lapso transcurrido entre el Pánico de 1907 y la aprobación de la *Federal Reserve Act* el 23 de diciembre de 1913. Se caracterizaba este período histórico por la inestabilidad sociopolítica y la recurrente alternancia del poder en el corto plazo desde los

---

<sup>74</sup> P. CONTI BROWN, *The Power and Independence of the Federal Reserve*, Princeton University Press, Princeton, 2016, p. 73.

<sup>75</sup> La Oficina del Contralor de la Moneda, institución creada por ley federal (la *National Currency Act*, de 25 de febrero de 1863) tenía atribuida la función de regular y supervisar los llamados «bancos nacionales» existentes en los Estados, aunque éstos poco tenían que ver con las características hoy bien conocidas de los bancos centrales. Sin capacidad de monetización de la deuda pública o alguna función de préstamo de última instancia en el sistema bancario, estas entidades de crédito tenían meros fines privados. Cfr. asimismo la reforma de esta ley por la *Bank Act* de 1864, que permitía efectivamente a los bancos privados obtener cartas federales y emitir billetes de banco nacionales hasta el 90% de sus tenencias de bonos de los Estados Unidos. En palabras del senador John Sherman (presidente de la Comisión de finanzas del Senado en ese momento), «[t]his system of national banks has furnished to the people of the United States a currency combining the national faith with the private stock and private credit of individuals» ([https://www.senate.gov/artandhistory/history/common/civil\\_war/NationalBankActs.htm](https://www.senate.gov/artandhistory/history/common/civil_war/NationalBankActs.htm)). Cfr. asimismo P. CONTI-BROWN, «Central banking and institutional change in the United States: punctuated equilibrium in the development of money, finance and banking», *cit.*, p. 10.

<sup>76</sup> P. CONTI BROWN, *The Power and Independence of the Federal Reserve*, *cit.*, p. 74.

republicanos hacia los demócratas, ilustrándose también las diferentes visiones que condicionarían —en mayor o menor grado— la configuración institucional originaria de la Fed.

De manera que, por ahora, lo que resulta unánimemente aceptada como consecuencia directa de la crisis financiera de 1907 sería la creación de la *National Monetary Commission* en el 1908, impulsada e incluso presidida posteriormente por el senador republicano Nelson Aldrich<sup>77</sup>. Encargada de estudiar las posibilidades de reforma del sistema bancario estadounidense, la Comisión monetaria avanzó una propuesta de «banco central» que se denominaría «National Reserve Association (NRA)», cuya gobernanza pesaría con predilección hacia la esfera privada del sistema bancario. De ahí que se hubiera designado —en las memorias de algún miembro que había intervenido en la propuesta (Warburg)— meramente como un «banco de los banqueros»<sup>78</sup>. Con ello se asentarían las bases teóricas de una primera configuración potencial de la nueva autoridad monetaria estadounidense.

En concreto, la Asociación estaría formada por sucursales locales que permitiría a los bancos individuales poner en común sus reservas de oro bajo una supervisión «centralizada» de esencia privada. Cabe destacar que tampoco el Gobernador de la ANR tendría un nombramiento exclusivamente público, ya que el Presidente de los Estados Unidos lo nombraría de entre cuarenta candidatos propuestos por los banqueros privados<sup>79</sup>. Además, de entre los cuarenta y seis directores previstos en el proyecto de la NRA, cuarenta y dos (incluidos los tres directores ejecutivos) serían nombrados directa e indirectamente por entidades de crédito privadas, careciendo por lo tanto de cualquier intervención gubernamental<sup>80</sup>.

Por lo demás, el senador Aldrich conservaría un lugar predominante en la historia de la Fed, aunque solo para ilustrar el contrapunto a la configuración final

---

<sup>77</sup> A la vez presidente del Comité encargado de la Finanzas en el Senado («The Meeting at Jekyll Island», *Federal Reserve History*: <https://www.federalreservehistory.org/essays/jekyll-island-conference> (últ. consulta: 1.9.2023).

<sup>78</sup> P. CONTI-BROWN, «Central banking and institutional change in the United States: punctuated equilibrium in the development of money, finance and banking», *cit.*, p. 13.

<sup>79</sup> *Ibid.*

<sup>80</sup> P. CONTI BROWN, *The Power and Independence of the Federal Reserve*, *cit.*, p. 68.

de la Reserva Federal adoptada en el 1913. La génesis de su propuesta (NRA) se suele asociar con la reunión secreta de la Isla Jekyll. En efecto, «[s]ometimes, it seems, conspiracy theories are true»<sup>81</sup>. La «leyenda» ocurrida en el *Jekyll Island Club* — descrito aquél como «the richest, the most exclusive, the most inaccessible» club del mundo<sup>82</sup>— se refiere al encuentro de noviembre de 1908, extendido a lo largo de diez días, entre Nelson Aldrich y otros miembros de la *National Monetary Commission*, con el fin de reestablecer las bases del sistema financiero norteamericano. Se trata de una leyenda en tanto en cuanto el nacimiento de la Fed se retrotrae, en la narrativa convencional, a aquella reunión; sin embargo, el cambio del poder político desde el ala republicano al demócrata alteraría notablemente la propuesta inicial referida a la NRA.

En efecto, tras dos elecciones presidenciales (en 1908 y 1912) y tres al Congreso (la Cámara cambió en 1910, el Senado en 1912), el poder se había transferido desde los principales defensores de los intereses de los banqueros (los republicanos) a los demócratas<sup>83</sup>. De manera que también cambiaron las respuestas a las dos preguntas centrales: quién y cómo debía ejercer el poder monetario a nivel federal. Antes de esbozar las bases del «compromiso wilsoniano», merece la pena atender a las dos propuestas elaboradas después que el curso histórico de los acontecimientos dotase la propuesta del senador republicano Aldrich de irrelevancia política. Para este fin es preciso introducir en la escena dos personalidades adicionales: de un lado, Paul Moritz Warburg, protagonista también en la leyenda de *Jekyll Island*; de otro lado, Carter Glass, participante en el borrador de la *Federal Reserve Act* de 1913.

El primero de ellos fue miembro de la Fed desde 1914; banquero alemán proveniente de la familia Warburg de Hamburgo, se habría trasladado a los Estados Unidos con el fin de consolidar su formación financiera. El panorama bancario por él encontrado se resumiría en un mapa de aproximadamente 20.000 bancos carentes

---

<sup>81</sup> P. CONTI-BROWN, «Central banking and institutional change in the United States: punctuated equilibrium in the development of money, finance and banking», *cit.*, p. 12.

<sup>82</sup> «The Meeting at Jekyll Island», *Federal Reserve History*, *cit.*

<sup>83</sup> P. CONTI BROWN, *The Power and Independence of the Federal Reserve*, *cit.*, p. 65.

de hilo orgánico (léase carente de banca central), dominado por un «dogma» federal<sup>84</sup> de individualismo financiero. Desde su forma de entender la banca, en los Estados Unidos habría existido a principios de siglo XX un desequilibrio entre el estado de evolución de la industria norteamericana y el sistema bancario, insuficiente este último para hacer frente a los factores exógenos de inestabilidad. En definitiva, Warburg temía una crisis sistémica de aquel mapa caótico de bancos privados de los Estados Unidos<sup>85</sup>.

De modo que la propuesta de Warburg referente al diseño institucional de banca central norteamericana reafirmaba el compromiso de su impulsor por la estabilidad monetaria y financiera como idea motriz de la economía: no solo recordando las virtudes de un sistema internacional de cambio basado en el oro, sino, sobre todo, defendiendo la necesidad de perfilar legislativamente un mecanismo de préstamo de última instancia para el sector bancario. Hallado el factor de estabilidad, la industria de los Estados Unidos —y ahora también el sistema de crédito privado— serían unas reforzadas plataformas para competir en el mercado internacional<sup>86</sup>. En lo que aquí interesa, la clave reside en el hecho de que el préstamo de último recurso imaginado por Warburg debía tener naturaleza exclusivamente privada. Esta visión explica, en parte, la propuesta de la NRA, surgida en la Isla Jekyll en los tiempos republicanos. Aunque el proyecto en sí hubiera sido abandonado por el partido ganador en 1912, los argumentos subyacentes sobrevivieron al cambio político, llegando al propio debate legislativo relacionado con la *Federal Reserve Act*<sup>87</sup>.

En el otro espectro del debate, los recientes ganadores de las elecciones presidencial y legislativa abogaban prioritariamente por el abandono de la propuesta republicana de Aldrich (y Warburg). En concreto, frente a la posibilidad de una junta supervisora de esencia privada, destacan los ilustrativos términos en los que el Presidente Wilson habría formulado su perplejidad: «[w]ill one of you gentlemen tell

---

<sup>84</sup> P.M. WARBURG, *The Federal Reserve System: Its Origin and Growth*, Macmillan, New York, 1930, pp. 11-12.

<sup>85</sup> *Ibid.*

<sup>86</sup> P. CONTI-BROWN, «Central banking and institutional change in the United States: punctuated equilibrium in the development of money, finance and banking», *cit.*, p. 10.

<sup>87</sup> *Ibid.*, p. 15.

me in what civilized country of the earth there are important government boards of control on which private interests are represented? [...] Which of you gentlemen thinks the railroads should select members of the Interstate Commerce Commission?»<sup>88</sup>

Sin embargo, en adelante el punto de mira se situaría en un aspecto institucional distinto del planteado en la Isla Jekyll, esto es, el *quid* del debate se desplazaría desde la pregunta «control público/privado» hacia la cuestión de la (des)centralización<sup>89</sup>. En definitiva, el interrogante material, partidista (qué interés contaminaría en menor grado la garantía del dinero público, el del responsable político o el del banquero privado) se disolvió en un asunto territorial, clásico en la historia institucional de los Estados Unidos. En este sentido, Carter Glass — protagonista de la Comisión parlamentaria encargada del proyecto de la Fed— defendió la positivización de un sistema de bancos centrales privados, extendidos en diversos lugares de la Federación y controlados por una Junta federal pública<sup>90</sup>. En otras palabras, una entidad híbrida (público-privada) descentralizada.

Recordemos el resultado final del compromiso wilsoniano: una Junta monetaria supervisora con sede en Washington, situada por encima de los bancos centrales descentralizados de la Federación. Además de los miembros natos (el Secretario del Tesoro y el Interventor de la Moneda), el Consejo contendría cinco miembros designados por el Presidente, con mandatos de diez años cada uno. Por otro lado, los «ocho a doce» Bancos (privados) de Reserva tendrían cada uno un Gobernador y un consejo de administración compuesto por nueve miembros. La Fed representaría, por lo tanto, el intento de encontrar el punto exacto de equilibrio entre los dos aspectos controvertidos (público/privado, centralización/descentralización). En otras palabras, la pieza de resistencia del Sistema se encontraría en su carácter federal. Desde este entendimiento, la *Federal*

---

<sup>88</sup> Palabras textuales reproducidas en P. CONTI-BROWN, «Central banking and institutional change in the United States: punctuated equilibrium in the development of money, finance and banking», *cit.*, p. 15, sobre la base de testimonios posteriores de Carter Glass.

<sup>89</sup> P. CONTI BROWN, *The Power and Independence of the Federal Reserve*, *cit.*, p. 72.

<sup>90</sup> P. CONTI-BROWN, «Central banking and institutional change in the United States: punctuated equilibrium in the development of money, finance and banking», *cit.*, p. 15.

*Reserve System* sería una manifestación en la materia monetaria de las enseñanzas constituyentes de los Estados Unidos<sup>91</sup>. En palabras de Glass,

«[la Reserva Federal] was modeled upon our Federal political system. It establishes a group of independent but affiliated and sympathetic sovereignties, working on their own responsibility in local affairs, but united in National affairs by a superior body which is conducted from the National point of view [...] The regional banks are the states and the Federal Reserve Board is the Congress»<sup>92</sup>.

A pesar de asentar, por medio del Derecho, una estructura bancaria novedosa —tanto para los Estados Unidos como para el resto del mundo, ya que en esos años el concepto de banco central quedaba reducido a una red de bancos privados que emitían dinero y mantenían reservas de oro<sup>93</sup>—, la configuración de la Reserva Federal como un centro nacional de toma de decisiones en la materia monetaria tuvo que esperar hasta la irrupción de la Gran Depresión y el impulso progresista asociado al *New Deal*. En efecto, con el modelo wilsoniano, los Bancos de Reserva seguían caracterizados por su financiación privada, mientras que la Junta de supervisión monetaria representaba una mera pretensión de poner en común las reservas de oro del país, con el fin de crear una reserva total que estuviera disponible en caso de crisis sistémica.

En este sentido, y sin perjuicio de la posibilidad de que los Bancos de Reserva se prestasen mutuamente oro en circunstancias de inestabilidad financiera, ni la coordinación ni la cooperación eran obligatorias según la *Federal Reserve Act* de 1913<sup>94</sup>. Es más, los Gobernadores de los Bancos de Reserva (exbanqueros o directores de Cámaras de Compensación<sup>95</sup>) tenían reconocida la facultad de decidir

---

<sup>91</sup> P. CONTI-BROWN, «Central banking and institutional change in the United States: punctuated equilibrium in the development of money, finance and banking», *cit.*, p. 15.

<sup>92</sup> Glass House Report, HR 7837, pp. 63-69, p. 12, reproducido textualmente en P. CONTI-BROWN, «Central banking and institutional change in the United States: punctuated equilibrium in the development of money, finance and banking», *cit.*, p. 16.

<sup>93</sup> Con las conocidas excepciones del *Bank of England* (1694) y el *Riksbank* sueco (1668).

<sup>94</sup> A.H. MELTZER, *A history of the Federal Reserve. Volume 1: 1913-1951*, University of Chicago Press, Chicago, 2010, p. 3.

<sup>95</sup> Las Cámaras de Compensación son instituciones dentro de las cuales se produce la liquidación de los créditos de varios bancos entre sí, reduciéndose con ello la necesidad de transferencia directa de fondos entre estos. Persiguen incrementar la confianza mutua entre los distintos participantes, así como la garantía del pago (o al menos la reducción del riesgo de impago). N. HASHIMZADE, G.



sobre la participación en las operaciones monetarias del Sistema. De manera que la garantía del «todo» frente a las partes difícilmente quedaría garantizada en el caso de que un Gobernador concreto decidiera priorizar los intereses financieros locales de su Banco de Reserva<sup>96</sup>. Además, correspondía a cada uno de los doce Bancos de Reserva la realización de las operaciones de mercado abierto, el redescuento del papel comercial de los bancos miembros<sup>97</sup> y la fijación de la tasa de descuento (esta última sujeta a la revisión y aprobación de la Junta de la Reserva Federal)<sup>98</sup>.

Por lo demás, la incierta independencia de la Fed (en tanto que novedosa «agencia independiente») se abría, en la práctica, a las críticas ligadas a su politización, sobre la base de la presencia del Secretario del Tesoro como miembro nato del Consejo monetario supervisor (aunque ciertamente con reducida intervención activa hasta la década de los treinta)<sup>99</sup>. El escenario de juego de la Fed solo se vería alterado con el estallido de la Gran Depresión, impulsándose el cambio en su arquitectura decisoria y reforzándose, con ello, la prevalencia del interés nacional frente al particular de los Bancos de Reserva.

---

MYLES, J. BLACK, «Clearing-house», en *Idem, A Dictionary of Economics*, Oxford University Press, Oxford, 2017.

<sup>96</sup> A.H. MELTZER, *A history of the Federal Reserve. Volume 1: 1913-1951*, cit., p. 4.

<sup>97</sup> En finanzas, el redescuento se produce cuando, por ejemplo, una letra de cambio se compra del tenedor antes de que llegue a su vencimiento. En este caso, el tenedor original «la habrá descontado, es decir, habrá recibido por esta letra de cambio menos que indicaba su valor nominal. Si el tenedor necesita obtener efectivo antes de que la letra llegue a su vencimiento, tiene que venderla a otra empresa, de nuevo con un descuento sobre su valor nominal». N. HASHIMZADE, G. MYLES, J. BLACK, «Rediscount», en *Idem, A Dictionary of Economics*, Oxford University Press, Oxford, 2017. «En términos de banca central, es la operación mediante la cual un banco central descuenta letras y otros efectos que los bancos comerciales, a su vez, han descontado a sus clientes, otorgando a éstos un crédito en dinero por el mismo monto, a una determinada tasa de interés, denominada tasa de redescuento». BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ, «Redescuento (*rediscount*)», *Glosario*. Disponible en: <https://www.bcrp.gob.pe/publicaciones/glosario/r.html>

<sup>98</sup> E. APEL, *Central Banking Systems Compared: The ECB, the pre-euro Bundesbank, and the Federal Reserve System*, cit., p. 21.

<sup>99</sup> A.H. MELTZER, *A history of the Federal Reserve*, Vol. I, cit., p. 4. La *Federal Reserve Act* de 1913 no aclaraba las funciones del Secretario del Tesoro. *Ibid.*, p. 76.

## ***2. El segundo momento «fundacional». La consolidación como autoridad monetaria contemporánea a la luz de la cosmovisión constitucional del New Deal***

Las profundas transformaciones socioeconómicas de los años treinta son sobradamente conocidas en la retrospectiva constitucional<sup>100</sup>. Lo que aquí interesa indagar atiende a los cambios producidos sobre los componentes estructurales de la Fed a lo largo del periodo mencionado. En 1933, a través de la *Glass-Steagall Act*, la Reserva Federal se consolidaba jurídicamente como autoridad monetaria contemporánea (i.e., ejerciendo el poder monetario exclusivo a nivel nacional), al integrar por primera vez un órgano interno de toma de decisiones relacionadas con las operaciones de mercado abierto, *Federal Open Market Committee* (FOMC). No obstante, tal Comisión se compondría, por ahora, solo por los Gobernadores de los Bancos de Reserva (recuérdese, bancos de esencia privada y descentralizada).

Es preciso advertir que desde los primeros años de vida institucional de la Fed no faltaron las objeciones dirigidas a su estructura híbrida, que llevaría según las voces más escépticas a una predominancia del interés financiero de los banqueros (privados) en la estructura federal de bancos centrales estadounidense. Por otro lado, al igual que en la propia Constitución Federal, el reto de alcanzar el sensible equilibrio entre los intereses particulares y el nacional estaba provocando la crítica desde el sector más progresista con relación a una presunta prevalencia del interés de los Bancos de Reserva individualmente considerados sobre el poder efectivo de decisión de la Junta supervisora.

En este sentido, merece la pena recordar dos acontecimientos que reflejan bien las tensiones que rodeaban a la autoridad monetaria norteamericana en sus primeras décadas de existencia. Ambos se vinculan a la dificultad de pacificar la lucha horizontal de intereses locales y de anteponer el interés nacional (representado por la Junta monetaria del Sistema) a la opción más conveniente en el caso concreto para un Banco de Reserva individual. A la vez, los episodios ponen de manifiesto cómo

---

<sup>100</sup> En palabras del historiador David Kennedy, «[i]nto the years of the New Deal was crowded more social and institutional change than in virtually any comparable compass of time in the nation's», D.M. KENNEDY, «What the New Deal Did», *Political Science Quarterly*, vol. 124, núm. 2, 2009, pp. 251-268, p. 251.

el poder decisorio de la Junta de Gobernadores del Sistema estaba diluido a causa de una legislación incierta, que otorgaba una amplia discrecionalidad a los doce Bancos Centrales Federales. Se desprenderá, de este modo, la fuerza normativa que todavía estaba ejerciendo a lo largo de los dos episodios históricos la interpretación del principio federalista adoptada en el orden constitucional a raíz de la Reconstrucción republicana (es decir, la prevalencia del poder regional sobre el nacional).

El primero de los eventos arranca formalmente con el artículo 14.2 e) de la *Federal Reserve Act* de 1913, que atribuía a los Bancos de Reserva el poder de «establecer agencias en los países donde se estime conveniente para la compra, venta y cobro de letras de cambio [...] y, con el consentimiento de la Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal, abrir y mantener cuentas bancarias para dichas [...] agencias extranjeras, o para bancos o banqueros extranjeros, o para Estados extranjeros». En la década de los años veinte, dos Bancos de Reserva estadounidenses competirían por la apertura y mantenimiento de agencias en Cuba, provocando importantes tensiones políticas para la Junta supervisora del Sistema.

La comprensión de este episodio requiere recordar que, a principios del siglo XX, la moneda de curso legal en Cuba era el dólar, entre otras cosas debido a la guerra hispano-estadounidense de 1898<sup>101</sup>. Por otro lado, la capacidad de Cuba de emitir deuda pública estaba limitada por la llamada «Enmienda Platt», de 22 de mayo de 1903, fomentándose el comercio entre los dos Estados participantes en el Tratado<sup>102</sup>. En poco tiempo, las transacciones bancarias también incrementaron, aumentando velozmente la cantidad efectiva de moneda estadounidense que estaba en circulación en Cuba. Tras la creación de la Reserva Federal y la emisión de nuevos billetes por los Bancos de Reserva, el Gobierno cubano solicitó apoyo al

---

<sup>101</sup> Durante el período de ocupación militar de Cuba a principios de siglo, todas las aduanas, impuestos y deudas públicas y privadas se debían pagar, por orden del Presidente de los Estados Unidos, en moneda estadounidense o en moneda de oro extranjera a tipos de cambio especificados. Cfr. el Informe del BOARD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM (U.S.). EXAMINATIONS DIVISION, «Establishment and Operation of Branches, Agencies and Currency Funds of Federal Reserve Banks», 1938, esp. pp. 34-45 («Havana Agency»). Disponible en línea: [https://fraser.stlouisfed.org/files/docs/publications/frbranches\\_1938/estopbr\\_bog\\_1938.pdf?utm\\_source=direct\\_download](https://fraser.stlouisfed.org/files/docs/publications/frbranches_1938/estopbr_bog_1938.pdf?utm_source=direct_download) (últ. consulta: 1.9.2023).

<sup>102</sup> *Ibid.*, p. 35.

Departamento de Estado para establecer una agencia local de la Reserva Federal, con el fin de «reemplazar toda la moneda vieja y deteriorada que circulaba en la Isla, por considerarla peligrosa para la salud pública»<sup>103</sup>.

A estos efectos, el Departamento del Tesoro presentó su solicitud a la Junta de la Reserva Federal; esta última declaró que no consideraba oportuno establecer una agencia en Cuba, pero se abrió a la posibilidad de un acuerdo con el Gobierno cubano por el cual el Tesoro cubano (o los bancos cubanos) se comprometerían a recoger y enviar los billetes «no aptos» a una de las sucursales del *Federal Reserve Bank* de Atlanta para su canje (en concreto, la sucursal de Jacksonville)<sup>104</sup>.

En 1921, el Banco de Reserva de Atlanta resolvió iniciar una investigación sobre la viabilidad y conveniencia de establecer una agencia en La Habana. Dada su geográfica proximidad con Cuba, Atlanta emitía su mayor cantidad de billetes hacia este país, mientras que a nivel interno presentaba el menor volumen de circulación de todo el Sistema. De ahí el interés de este Banco para salir a la «ayuda» de Cuba, teniendo en cuenta además que el oro recibido a cambio de los billetes emitidos aumentaba sus propias reservas, ampliando también su base disponible para los créditos e inversiones. De modo que, engranado en un proceso de aumento incluso mayor de sus billetes en Cuba, el Banco de Atlanta presentó a la Junta del Sistema un programa para cambiar 50.000.000 de dólares de billetes estadounidenses «no aptos» —que se estimaba que circulaban entonces en la isla— por sus propios billetes<sup>105</sup>.

La Junta de los Bancos Centrales del Sistema se opuso a la propuesta del Banco de Reserva de Atlanta, razonando que la operación provocaría un incremento desmesurado de las reservas de oro de Atlanta en perjuicio potencial de las reservas de oro del resto de los Bancos Centrales; todo ello sin que se añadiese una cantidad apreciable de oro a las reservas del Sistema. Consideraba asimismo que un canje de

---

<sup>103</sup> *Ibid.*

<sup>104</sup> Según el artículo 3 de la Ley de la Reserva Federal, los Bancos de Reserva estaban habilitados para abrir sucursales en el territorio estatal.

<sup>105</sup> Informe del BOARD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM (U.S.). EXAMINATIONS DIVISION, «Establishment and Operation of Branches, Agencies and Currency Funds of Federal Reserve Banks», *cit.*, p. 37.

los billetes en Cuba liderado por el Banco de Atlanta (mediante el establecimiento de una agencia en La Habana) podría conducir a la inflación, señalando además que las reservas actuales de oro de este Banco Central se encontraban a niveles mínimos inaceptables (alrededor de un 40%).

Finalmente, la Junta accedió a dar inicio a una operación de canje de billetes norteamericanos en la sucursal de Jacksonville, rechazando no obstante cualquier posibilidad de apertura de una agencia en Cuba, dependiente del Banco de Atlanta. Tras múltiples retrasos en los intercambios por parte del Gobierno cubano (dado que este último debía asumir los gastos y riesgos inherentes al canje), en 1922 el Banco de Atlanta solicitó autorización a la Junta para designar una sucursal ya existente en La Habana como su agencia en Cuba, concretamente la entonces sucursal de la entidad de crédito National City Bank de Nueva York. De acuerdo con esta solicitud, sería el National City Bank el que asumiría los gastos del canje. La Junta de la Reserva Federal indicó que tal designación solo se llevaría a cabo a petición del Gobierno cubano, que sin embargo nunca llegó a materializarse<sup>106</sup>.

La controversia entre los Bancos de Reserva del Sistema de la Reserva Federal de los Estados Unidos estalla en 1925, cuando los miembros del Banco de Reserva de Boston resuelven crear una agencia en la Habana, sobre la base del Artículo 14.2.e) antes mencionado, habiendo obtenido previamente la aprobación de la Junta Federal del Sistema. Tal consentimiento se había adoptado tras una audiencia pública en la que varios Bancos de Reserva habían manifestado su oposición (Atlanta, New York y Philadelphia). El primero de ellos alegaba que el distrito de Atlanta habría tenido un derecho prioritario a ser considerado para la creación de la agencia en La Habana, dadas sus iniciativas previas y su cercanía geográfica. Por otro lado, y teniendo en cuenta la relevancia política de la cuestión, el entonces Presidente de los Estados Unidos, Warren G. Harding, recordaba que la creación de una agencia de la Reserva Federal en Cuba sería una herramienta eficaz para incrementar las exportaciones norteamericanas, manifestando su esperanza de que la Junta

---

<sup>106</sup> *Ibid.*, p. 38.

monetaria Federal resolviera satisfactoriamente la controversia entre Boston y Atlanta<sup>107</sup>.

En este contexto, la Junta Federal del Sistema decidió considerar en audiencia pública los distintos argumentos de los Bancos Centrales de Atlanta y Boston, estableciendo posteriormente una hoja de ruta por la cual ambos Bancos abrirían agencias en La Habana, según una división interna de funciones. De este modo, el Banco de Boston tendría prioridad en la compra y la venta de todas las transferencias derivadas del comercio con Cuba, excepto las que realizaran por medio de bancos hallados en el Distrito de Atlanta, en cuyo caso correspondería al Banco de Atlanta el derecho de suministrar la moneda involucrada<sup>108</sup>. En cuanto al resto de las operaciones permitidas por el Artículo 14.2.e) de la *Federal Reserve Act*, los dos Bancos de Reserva estaban habilitados para llevarlas a cabo mediante sus agencias de La Habana siempre que el uno y el otro hubieran manifestado expresamente su consentimiento o desacuerdo respecto de cada operación. Por lo demás, le correspondería al Banco de Reserva de Atlanta asumir los gastos relacionados con el canje de los billetes «no aptos» de la Isla<sup>109</sup>.

Las agencias de La Habana llevaron a cabo las operaciones habilitadas en una atmósfera generalizada de tensión y conflicto entre los Bancos de Reserva de Atlanta y Boston. En 1926, tras un episodio que reflejaba una considerable ineficiencia por parte del Banco de Atlanta en el transporte de nuevos billetes a Cuba, el Banco Central de Boston solicitó a la Junta Federal su consentimiento para cerrar la agencia dependiente de Boston, a menos que accediera a consolidar las dos agencias bajo dirección y control federal. Como respuesta, la Junta aprobó una resolución autorizando, de un lado, al Banco de la Reserva Federal de Boston a dar por finalizadas sus operaciones en la agencia de La Habana, y, de otro lado, al Banco de Atlanta a asumir las funciones anteriormente desempeñadas por la agencia de Boston. Sin embargo, tras pocos años de funcionamiento como agencia exclusiva del Banco de Reserva de Atlanta, este último solicitó a la Junta la finalización de sus

---

<sup>107</sup> *Ibid.*, pp. 38-39.

<sup>108</sup> *Ibid.*

<sup>109</sup> *Ibid.*

operaciones en Cuba, considerando el complejo contexto político de Cuba en 1933 y sus potenciales repercusiones sobre la estabilidad del dólar—objetivo en sí mismo de dudoso logro a nivel interno a causa del Crac de 1929<sup>110</sup>.

Sin embargo, frente a la recomendación del Departamento de Estado de mantener la agencia de La Habana hasta nuevas condiciones políticas más estables en Cuba, los Gobernadores del Banco de Reserva de Atlanta reconsideraron su solicitud a la Junta, manifestando su disposición para asegurar la supervivencia de tal agencia siempre que su estatuto fuera de «agencia del Sistema Federal de los Bancos Centrales», en el que cada uno de los doce Bancos cooperaría estrechamente. Sobre la base de una consulta por la Junta al resto de los Bancos del Sistema, estos acordaron materializar condicionalmente la propuesta del Banco de Atlanta. Entre las condiciones se encontraba la obligación del Banco de Reserva de Atlanta de asumir todos los gastos derivados de las distintas operaciones de la agencia, puesto que la circulación de billetes norteamericanos en Cuba seguía beneficiando predominantemente sus propias reservas de oro. Además, todos los bancos de la Reserva participarían en los beneficios netos de la agencia, si los hubiera, mientras que el Banco de Atlanta asumiría la plena responsabilidad financiera de las operaciones llevadas a cabo por la agencia de La Habana<sup>111</sup>.

Con todo, la agencia de La Habana encontraría su «agotamiento natural»<sup>112</sup> tras un tumultuoso periodo de crisis económica y política (tanto en Cuba como en los Estados Unidos). Acontecimiento fundamental ha sido, en este sentido, el Acuerdo de mayo de 1936 entre los dos países, por el cual los Estados Unidos renunciaban a su derecho a intervenir en los asuntos internos de Cuba. Por último, un informe de 28 de enero de 1938 relacionado con la situación de la agencia de La Habana avisaba sobre la irrelevancia (en cuantía) de la moneda norteamericana en circulación activa en Cuba, al haberse reemplazado paulatinamente por la nueva

---

<sup>110</sup> *Ibid.*, p. 42.

<sup>111</sup> En mayo de 1935, el nuevo estatuto de la agencia fue aprobado por resolución de la Junta. *Ibid.*, p. 43.

<sup>112</sup> *Ibid.*, p. 45.

moneda cubana emitida a partir de 1935<sup>113</sup>; eliminando, con ello, las necesidades a las que había respondido la agencia y dando por finalizadas las operaciones de ésta.

El segundo episodio por destacar se desarrolla a lo largo de los años 1929-1933 y engloba distintos acontecimientos que sirven para observar cómo la reputación de la Reserva Federal se ha ido construyendo con el paso del tiempo, siendo necesario para ello que la Junta de Gobernadores se impusiera no solo frente al criterio político del Presidente o al partido ganador del momento, sino, sobre todo, frente a los Bancos de Reserva del Sistema<sup>114</sup>. De manera que esta vez el foco de atención no se proyecta sobre un protagonista concreto, sino que ilumina la misma ausencia de protagonismo de la Junta Federal en la toma de decisiones en materia monetaria; situación que se resolvería a partir del 1933 con la creación de la FOMC y con la destacada intervención de Marriner Eccles en la reforma de la Fed de 1935.

Volviendo, por ahora, al período antes mencionado, es preciso recordar que, entre los Bancos de Reserva del Sistema, especialmente el Banco Central de Nueva York encarnaba un «rival» competente para la Junta Federal. Dicha rivalidad produciría una alteración incesante del *locus* de la decisión dentro del Sistema, desde Nueva York a la Junta y al revés. La cuestión tenía una doble naturaleza (personal y sustantiva). En primer lugar, desde la dimensión personal, la Junta estaba liderada desde 1914 por la personalidad conflictiva de uno de sus Gobernadores, Adolph Miller. Descrito por sus coetáneos como «indeciso, inclinado a cambiar su posición en el debate, y poco dispuesto a asumir responsabilidades»<sup>115</sup>, y en tanto en cuanto único economista de formación del Sistema (a diferencia del resto de los Gobernadores, exbanqueros o directores de las Cámaras de Compensación), Miller actuaba motivado por la pretensión de que la Junta conservara la última palabra en

---

<sup>113</sup> *Ibid.*

<sup>114</sup> Acerca del sometimiento político de la Reserva Federal en sus primeros años de existencia, y en particular, acerca de su respuesta a las necesidades de monetizar la deuda de los Estados Unidos derivadas de la Primera Guerra Mundial, véase A.H. MELTZER, *A history of the Federal Reserve., Vol. I, cit.* (esp. «Chapter 3: In the Beginning, 1914-1922», pp. 66-132).

En cuanto a la concreta reputación del Consejo de Gobernadores de la Fed, es ilustrativo recordar que, en 1934, uno de los Gobernadores que componía la entonces Junta Federal (Eugene Black) dimitió para gobernar, en cambio, el Banco de Reserva de Atlanta. A.H. MELTZER, *A history of the Federal Reserve., Vol. I, cit.*, p. 463.

<sup>115</sup> A.H. MELTZER, *A history of the Federal Reserve., Vol. I, cit.*, p. 138.



la gobernanza de la Fed. En particular, consideraba éste que la principal función de la Junta debía ser la de dirigir el Sistema descentralizado hacia un objetivo común, distinto (y, sobre todo, alejado) del interés de los banqueros privados<sup>116</sup>. Sin embargo, dicha visión no era compartida por todos los Gobernadores de los Bancos de Reserva. Al contrario, el Gobernador del Banco Central de Nueva York, Benjamin Strong, promovía, a través de su relevante liderazgo, una ontología desde la cual la Junta conservaría un mero poder de supervisión sobre una asociación de bancos privados<sup>117</sup>.

Sin embargo, más allá del desencuentro personal, existía sobre todo una tensión de naturaleza sustantiva que versaba sobre cuál debía ser el instrumento principal de la política monetaria y, conexamente, dónde se hallaba el poder de decisión dentro del Sistema. De un lado, la Junta Federal (liderada intelectualmente por Miller) abogaba por la preeminencia del tipo de descuento como herramienta primordial de política monetaria; correspondiéndole, además, su aprobación a la propia Junta<sup>118</sup>.

El tipo de descuento como instrumento esencial de la política monetaria se relacionaba intrínsecamente, en esos años, con la llamada «real bills doctrine», de la cual Miller también era partidario. Se trataba de una regla de comercio bancario que obligaba a las entidades financieras conceder préstamos contra activos a corto plazo derivados de transacciones reales de bienes y servicios (p. ej., letras de cambio). De esta forma, la masa monetaria variaría proporcionalmente a la producción real, imposibilitando la actividad especulativa y el incremento del nivel de inflación. En

---

<sup>116</sup> *Ibid.*

<sup>117</sup> *Ibid.*

<sup>118</sup> Conviene aclarar aquí que el tipo de descuento es un tipo de interés oficial de base que sirve de orientación a los Bancos de la Reserva Federal para ofrecer préstamos a corto plazo a otras instituciones financieras estadounidenses con problemas temporales de liquidez; dichos préstamos se denominan «ventanas de descuento» (N. HASHIMZADE, G. MYLES, J. BLACK, «Discount window», en *Idem, A Dictionary of Economics*, Oxford University Press, Oxford, 2017). Al facilitar el acceso a la financiación, la ventana de descuento ayuda a las entidades de depósito a gestionar eficazmente sus riesgos de liquidez y a evitar acciones que tengan consecuencias negativas para los clientes y la estabilidad financiera, p.ej. evitar una retirada masiva de crédito en momentos de tensión en los mercados (BOARD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM, «Discount Window Lending». Disponible en línea: <https://www.federalreserve.gov/regreform/discount-window.htm>, últ. consulta: 1.9.2023).

otras palabras, se asumía que la cantidad de dinero vendría regulada de manera automática si la Junta aseguraba que los Bancos de Reserva tuvieran siempre reservas suficientes (oro y letras de cambio) para satisfacer la demanda de préstamos destinados a financiar inversiones reales (en contraposición a las especulativas) a un tipo de interés fijado con vistas a acomodar el comercio y los negocios<sup>119</sup>.

De otro lado, los Bancos de Reserva y, de manera específica el Banco de Nueva York (gobernado por Benjamin Strong) apostaban por una herramienta de política monetaria distinta, de suma relevancia para la banca central contemporánea: las operaciones de mercado abierto<sup>120</sup>. A diferencia del tipo de descuento, la *Federal Reserve Act* encomendaba la ejecución de las operaciones de mercado abierto a los Bancos de Reserva, únicos «señores» de sus hojas de balance.

La divergencia de opiniones (y la lucha interna por controlar la política monetaria dentro de la Fed) se había originado durante la depresión económica de 1920-1921 y, a partir de ese momento, sería una constante en la historia institucional de la Fed hasta la reforma de 1933. En particular, Strong ponía en cuestión la pertinencia teórica y empírica de la «real bills doctrine», considerando que la inversión en los activos (sobre todo en los títulos soberanos) tendría un impacto incluso más eficaz sobre el estado de la masa monetaria. En efecto, las operaciones de mercado abierto permitirían una intervención activa de los Bancos de Reserva sobre los agentes de la economía, dado que aquellos no debían esperar (como sí lo requería el tipo de descuento) a que se produjeran movimientos efectivos de oro (reembolsos desde, o préstamos para otros bancos privados). De modo que el Sistema de bancos centrales estadounidense podía fomentar o desincentivar el

---

<sup>119</sup> T.M. HUMPHREY, «The Real Bills Doctrine», *Federal Reserve Bank of Richmond. Economic Review*, septiembre-octubre, 1982. Disponible en línea: <https://core.ac.uk/download/pdf/6917306.pdf> (últ. consulta: 1.9.2023). Sobre la relación entre la «real bills doctrine» y la situación económica internacional, en particular atendiendo a la (in)existencia de un sistema de tipo de cambio tras la Primera Guerra Mundial, cfr. A.H. MELTZER, *A history of the Federal Reserve., Vol. I, cit.*, pp. 165 y ss.

<sup>120</sup> Estas consisten en la compra o venta de bonos por parte del banco central con el fin de modificar los tipos de interés y la oferta monetaria. En concreto, si el banco central compra activos, los precios de estos suben, los tipos de interés bajan y la oferta monetaria aumenta. En cambio, si el banco central vende valores, los precios caen, los tipos de interés suben y la oferta monetaria disminuye (N. HASHIMZADE, G. MYLES, J. BLACK, «Open Market Operations», en *Idem, A Dictionary of Economics*, Oxford University Press, Oxford, 2017).

endeudamiento a nivel nacional sin siquiera acudir a la modulación del tipo de descuento, evitando por lo tanto las potenciales críticas desde el gobierno y la ciudadanía<sup>121</sup>. Todo ello, además, con altas ganancias financieras para los Bancos de Reserva individualmente considerados.

Por otro lado —y aquí reside el *quid* de la cuestión—, desde la Primera Guerra Mundial, los Bancos de Reserva se habían configurado como tenedores primordiales de bonos del Tesoro, permitiendo a este último financiar los gastos bélicos de la Federación. Sin embargo, pocos años desde la finalización de la Guerra, el Tesoro había adoptado precisamente el reverso de una política pública de endeudamiento, esto es, la retirada de los bonos soberanos del mercado. El Tesoro había comenzado a tener superávits fiscales en 1920 y los había mantenido en ascenso a lo largo de la década. De ahí que la nueva política fiscal de los años veinte hubiera consistido en la disminución de la deuda pública mediante el pago, por el Tesoro, a los tenedores de bonos soberanos<sup>122</sup>.

En este contexto, el Departamento del Tesoro había manifestado abiertamente a la Junta Federal del Sistema su preocupación acerca de la posible continuación por los Bancos de Reserva de las operaciones de compra de deuda pública. En particular, consideraba aquél que la ejecución de las compras estaba afectando su capacidad para equilibrar el surplus fiscal (al incrementar el precio de los bonos soberanos que el Tesoro estaba retirando del mercado)<sup>123</sup>. Para la Junta Federal del Sistema, tal inquietud se traducía en una oportunidad para reforzar su poder decisorio frente a los Bancos de Reserva; oportunidad que podría realizarse por dos vías. La primera, a través de una interpretación restrictiva —improcedente jurídicamente— de los preceptos de la *Federal Reserve Act*, prohibiendo a los Bancos del Sistema toda compra de bonos soberanos. La segunda, mediante el control directo sobre las operaciones de mercado relacionadas con la deuda pública, ejecutadas hasta entonces por los Bancos de Reserva.

---

<sup>121</sup> A.H. MELTZER, *A history of the Federal Reserve.*, Vol. I, *cit.*, p. 154.

<sup>122</sup> *Ibid.*, p. 145, n. 11.

<sup>123</sup> *Ibid.*, pp. 144-155.

Ciertamente, si en la primera reunión de los Gobernadores de la Fed de 1914, la Junta había recomendado un límite amplio para la realización de las compras de títulos soberanos, «within the limits of prudence as they [los Bancos de Reserva] might see fit»<sup>124</sup>, a finales de años veinte la situación económica era muy distinta. Por otro lado, desde 1914, los Bancos de Reserva habían conservado su derecho a comprar activos de forma independiente. Sin embargo, en cuanto a las operaciones relacionadas con activos públicos, las «partes» del Sistema habían acordado someterse a la supervisión informal del Banco de Nueva York (dada la relevancia de su mercado de deuda pública). Aunque durante la Primera Guerra Mundial tal acuerdo se hubiera dejado en suspenso, tras su finalización se produjo un nuevo impulso de coordinación horizontal entre los Bancos de Reserva, siempre en lo que a los bonos soberanos atendía. Es en este contexto cuando Benjamin Strong conseguiría convencer al resto de los Bancos del Sistema acerca de la relevancia de las operaciones de mercado, en tanto en cuanto herramienta que permitiría sentar las «bases de una política de inversión común». La creación del Comité de Gobernadores para la Ejecución Centralizada de Compras y Ventas de Valores del Estado de 1922 es precisamente reflejo de la cosmovisión de Strong<sup>125</sup>.

A pesar de que el interés del Gobernador del Banco de Nueva York giraba con preponderancia en torno a las ganancias obtenidas por cada Banco de Reserva —y en especial, sus propias ganancias, ya que Nueva York era con diferencia el mayor inversor en bonos soberanos—, es incontestable que Benjamin Strong estaba defendiendo asimismo una forma concreta de hacer política monetaria, i.e., la incrementada eficiencia de las operaciones de mercado (coordinadas) frente al tipo de descuento en manos de la Junta Federal. De esta forma, Strong hizo uso de la inquietud manifestada por el Tesoro para impulsar su programa. En particular, afirmaba que los Bancos de Reserva eran agentes fiscales del Tesoro y, sin perjuicio de su derecho de comprar activos públicos (reconocido en la *Federal Reserve Act*), existía un deber jurídico de respetar la política de no interferencia sugerida por el

---

<sup>124</sup> BOARD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM, «Annual Report», 1914, p. 16. Citado en A.H. MELTZER, *A history of the Federal Reserve., Vol. I, cit.*, p. 142.

<sup>125</sup> *Ibid.*, p. 146.

Tesoro. Añadía Strong que, frente al incumplimiento de tal deber, la Junta de la Reserva Federal tenía el poder de exigirles la interrupción de las compras de deuda pública<sup>126</sup>. Su argumentación fue suficientemente convincente para fomentar el acuerdo sobre el que se asentaría el Comité para la Ejecución Centralizada de Compras y Ventas de Valores del Estado.

Dicho Comité se componía de cinco Gobernadores de los Bancos de Reserva (Nueva York, Boston, Philadelphia, Chicago y Cleveland)<sup>127</sup> y era presidido por el propio Benjamin Strong. Su función consistía en la mera formulación de recomendaciones a los Bancos de Reserva, ejecutando las órdenes recibidas por estos en cuanto a las compras y las ventas de bonos soberanos. Sin embargo, con el paso del tiempo e incluso bajo la fórmula de simples «recomendaciones» a los Bancos Centrales individuales, el Gobernador de Nueva York consiguió recalibrar los objetivos de las operaciones de mercado abierto, pasando de una atención centrada en los beneficios y dividendos, en la consideración prioritaria de los efectos que estas compras tendrían sobre el mercado monetario<sup>128</sup>. En este sentido, resulta destacable que el 5 de febrero de 1923 los Bancos de Reserva hubieran decidido por unanimidad adherirse a la declaración del Banco de Reserva de Nueva York (posteriormente incluida en el orden del día en una reunión del Comité para la Ejecución Centralizada de Compras y Ventas de Valores del Estado), según la cual aquél resolvía la terminación de las compras de deuda pública, argumentado que «[o]pen market operations should be administered in each district in such manner as to assist the system in discharging, as far as it may be able, its national responsibility to prevent credit expansion from developing into credit inflation»<sup>129</sup>.

Es ahora fácilmente comprensible que el liderazgo de Benjamin Strong hubiera generado tensiones para la Junta Federal del Sistema (puesto que su actuación tenía vocación territorial nacional, invadiendo de este modo el mínimo poder que la Junta Federal estaba ejerciendo en la materia monetaria). Recuérdense,

---

<sup>126</sup> *Ibid.*, pp. 144-145.

<sup>127</sup> Todos ellos siendo los inversores más relevantes en los bonos del Tesoro. *Ibid.*, p. 143, n. 9.

<sup>128</sup> *Ibid.*, p. 147.

<sup>129</sup> Recuperado de A.H. MELTZER, *A history of the Federal Reserve.*, Vol. I, *cit.*, p. 148.

además, que esta última (según el impulso de Adolph Miller) había dedicado amplios esfuerzos (sobre todo interpretativos, en relación con los preceptos de la Ley de la Reserva Federal) a fin de adquirir el poder decisorio sobre las operaciones de mercado abierto, y en especial, sobre las compras y ventas de activos del Tesoro. Desde 1922, sus intentos por conseguir el control se volcaron con particular intensidad sobre el Comité recién creado a propuesta de Strong. En marzo de 1923, y sobre la base de los Artículos 13 y 14 de la *Federal Reserve Act* que atribuían a la Junta la potestad de supervisión general de las inversiones y de «limitar los valores e inversiones adquiridas», esta emitió una resolución por la cual establecía que los Bancos de Reserva debían llevar a cabo las operaciones de mercado abierto «teniendo en cuenta principalmente la facilitación del comercio y los negocios, y el impacto de tales compras o ventas sobre la situación crediticia general»<sup>130</sup>. En la misma resolución se declaraba el desmantelamiento del Comité presidido por Benjamin Strong y la absorción de sus cinco Gobernadores de los Bancos de Reserva en un nuevo Comité, *Open Market Investment Committee* (OMIC), bajo el control de la Junta Federal<sup>131</sup>.

Frente a las objeciones generalizadas de los Gobernadores de los Bancos de Reserva relacionadas con la resolución de la Junta —entre otras, se sostenía que la Junta Federal carecería de poderes para limitar el derecho de los Bancos de Reserva de gestionar autónomamente sus hojas de balance y realizar compras y ventas de títulos soberanos—, Adolph Miller (líder intelectual de la Junta) afirmaba que el poder de la Junta derivaba del interés que aquella garantizaba, esto es, el interés nacional frente al regional. Y, reconociendo finalmente la relevancia de las operaciones de mercado abierto como instrumento de la política monetaria, avisaba que «[t]he open market operations of the system are going to be the most important part of the system, largely because it is through the open market clause of the Act that the reserve banks are in a position to take the initiative»<sup>132</sup>.

---

<sup>130</sup> Actas del de la Junta, 22 de marzo de 1923, pp. 177-78, recuperado de A.H. MELTZER, *A history of the Federal Reserve*, Vol. I, cit., p. 150.

<sup>131</sup> A.H. MELTZER, *A history of the Federal Reserve*, Vol. I, cit., p. 150.

<sup>132</sup> Actas del de la Junta, 22 de marzo de 1923, p. 700, recuperado de A.H. MELTZER, *A history of the Federal Reserve*, Vol. I, cit., p. 151.

Más allá de su dudosa legalidad, la intervención de Miller fue ingeniosa sobre todo porque situaba las operaciones de mercado abierto en la atmósfera teórica de la «real bills doctrine». En efecto, la resolución de marzo de 1923 encomendaba al OMIC la vinculación de las ganancias provenientes de las compras y ventas de bonos a la economía real. Concretamente, el nuevo Comité debía restringir las «open market purchases to *primarily commercial investments*, except that Treasury certificates be dealt in, as at present, under so-called repurchase agreement»<sup>133</sup>.

Con todo, el control efectivo del OMIC por la Junta Federal fue ampliamente rechazado por los Gobernadores de los Bancos de Reserva. Incluso si habían aceptado a reunirse en el marco del nuevo Comité a partir de marzo de 1923, los Bancos de Reserva avisaban que el poder de coordinación de la Junta Federal respecto de las operaciones de mercado abierto solo se podía derivar jurídicamente de la voluntad de las «partes» del Sistema. Por lo tanto, consideraban que la Junta carecía de poderes de control sobre el OMIC, al originarse este en virtud de la mera voluntariedad de los Bancos de Reserva. Por su parte, Miller solicitó al Comité que prohibiera los acuerdos de recompra en 1925, requiriendo en 1928 un nuevo informe jurídico respecto del alcance de los poderes de la Junta en materia de operaciones de mercado abierto<sup>134</sup>.

Sin embargo, el mismo año (1928), Benjamin Strong —el gran «adversario» de Adolph Miller— fallecía. Es opinión común entre los historiadores de la Reserva Federal el hecho de que «had he lived, [...] the Fed's actions during the Great Depression might have come out very differently»<sup>135</sup>. Quizás la evolución de la Fed hubiera sido diferente con Benjamin Strong. Lo cierto es que, al reflexionar sobre las transformaciones de la Reserva Federal en el contexto de la Gran Depresión, la atención gira indispensablemente sobre la intervención intelectual de Marriner

---

<sup>133</sup> *Ibid.*, pp. 177-178. Los acuerdos de recompra (también abreviadas *REPO*, en inglés) son aquellos por los cuales el vendedor de un activo se compromete a recomprarlo al mismo comprador a un precio determinado, y en una fecha preestablecida.

<sup>134</sup> En aquel informe se indicaba que «the Federal Reserve Board has no legal right under the Federal Reserve Act to create such a Committee, or to take over to itself such functions, except by voluntary agreement». Recuperado de A.H. MELTZER, *A history of the Federal Reserve., Vol. I, cit.*, p. 152.

<sup>135</sup> P. CONTI-BROWN, «Central banking and institutional change in the United States: punctuated equilibrium in the development of money, finance and banking», *cit.*, p. 16.

Stoddard Eccles, presidente de la Junta Federal de Gobernadores desde 1934 hasta 1948<sup>136</sup>. Lo relevante aquí no es tanto su actuación como Gobernador de la Fed, sino su protagonismo en la reforma de la *Federal Reserve Act* de 1935; reforma que consolidaría finalmente a la Reserva Federal como autoridad monetaria contemporánea, es decir, responsable de toma independiente de decisiones acerca de la cuestión monetaria a nivel nacional, incluso frente a las potenciales voluntades privadas o regionales discrepantes. Para este fin, conviene atender a los postulados macroeconómicos promovidos por Eccles y la interesante combustión teórica producida entre las propuestas por él desarrolladas y la cosmovisión de F.D. Roosevelt y los *new dealers*.

El 10 de noviembre de 1934, Marriner Eccles fue propuesto como presidente de la Junta Federal por el propio Roosevelt, a recomendación del Secretario del Tesoro, Henry Morgenthau. En una entrevista previa con el Presidente de los Estados Unidos, Eccles había defendido su ontología monetaria y económica y había condicionado la aceptación de su cargo en la Reserva Federal a una amplia reforma del Sistema, basado hasta entonces en el «compromiso wilsoniano» (que, recordemos, solo permitía la intervención puntual del poder nacional en la esfera estatal o local de decisión)<sup>137</sup>. Antes de explicar las convicciones concretas avanzadas por Marriner Eccles, merece la pena enmarcar al protagonista en su contexto histórico, particularmente contestando a la siguiente pregunta: ¿cómo había llegado aquél a la atención pública de los *new dealers*?

Su notoriedad provenía en especial del modo en el cual había conseguido atravesar los primeros años de la Gran Depresión. Eccles procedía de una familia de empresarios que había emigrado desde Escocia a Utah en 1863. Como heredero del negocio familiar, Marriner y sus hermanos expandieron el alcance de su actividad económica, creando finalmente una sociedad bancaria con sucursales en toda la región (*First Security Corporation*). La crisis bancaria de 1931-1933 había sido

---

<sup>136</sup> El 31 de enero de 1948, el Presidente Truman le sustituyó como presidente del Consejo de la Reserva Federal. Sin embargo, permaneció como miembro del Consejo de Gobernadores hasta el 14 de julio de 1951.

<sup>137</sup> A.H. MELTZER, *A history of the Federal Reserve., Vol. I, cit.*, pp. 464-500, *passim*.



gestionada por Eccles (a nivel microeconómico) de tal manera que ninguno de sus depositantes había sufrido pérdidas. No obstante, tal experiencia habría marcado profundamente su forma de entender la economía, y en especial, las causas que, según él, tendrían las crisis en un sistema capitalista. Si, antes de la Gran Depresión, Eccles se había adherido a la visión dominante entre los empresarios y economistas del momento (incluidos los miembros de su familia), según la cual las depresiones resultaban de leyes económicas naturales, incontrolables, abogándose, por lo tanto, por la no intervención en su gestión, el período iniciado en 1929 había significado para el protagonista un punto de no retorno a aquella descripción de la realidad<sup>138</sup>.

Según Marriner S. Eccles, la Gran Depresión habría sido originada por un aumento excesivo de la inversión, que sin embargo no se había traducido en un mayor poder adquisitivo de los consumidores de clase media. En otras palabras, la crisis económica tenía causas concretas; entre ellas, fundamentalmente una distribución ineficiente de la riqueza en el territorio nacional (léase desequilibrios comerciales). Este diagnóstico explica que Eccles hubiese sido calificado de «keynesiano antes que el propio Keynes»<sup>139</sup>. Su éxito en la gestión de la crisis de la *First Security Corporation* le había «recompensado» no solo desde un punto de vista estrictamente económico, sino también mediante la adquisición de la fama pública. Fama que se trasladaría también a las soluciones que aquél proponía, excediendo incluso los programas más progresistas que F.D. Roosevelt había anunciado a lo largo de su campaña política de 1932<sup>140</sup>.

La atención nacional hacia la figura de Eccles se materializó en su comparecencia ante el Comité de Finanzas del Senado en febrero de 1933, en la que avisaba sobre la necesidad de contribuir a la inversión en sentido anticíclico, por la

---

<sup>138</sup> A.H. MELTZER, *A history of the Federal Reserve.*, Vol. I, *cit.*, p. 464.

<sup>139</sup> P. CONTI-BROWN, «Central banking and institutional change in the United States: punctuated equilibrium in the development of money, finance and banking», *cit.*, p. 17. Es interesante subrayar el hecho de que, a pesar de la similitud de sus propuestas con la teoría keynesiana posterior a 1928, Eccles afirmaba no haber leído nunca la obra principal de Keynes. A.H. MELTZER, *A history of the Federal Reserve.*, Vol. I, *cit.*, p. 465, n. 103.

<sup>140</sup> Roosevelt había rechazado de manera categórica los déficits fiscales, aunque posteriormente hubiera avisado su potencial tolerancia al déficit a fin de «aliviar el hambre y la necesidad extrema». A.H. MELTZER, *A history of the Federal Reserve.*, Vol. I, *cit.*, p. 465.

vía del gasto público<sup>141</sup>. Lo que es lo mismo, se defendía el uso del déficit fiscal como herramienta para aumentar el poder adquisitivo y, con ello, los precios y el nivel de empleo. En cuanto a la notoria pasividad de la Reserva Federal durante los primeros años de la Depresión, el futuro presidente de la Junta de Gobernadores de la Fed coincidía en que la ampliación de la base monetaria por sí sola no era una solución, a menos que esta contribuyera al incremento del poder adquisitivo de los consumidores:

«[y]ou must have borrowers who are willing and able to borrow. [...] There is only one way by which we will get out of the depression, and that is through the process of budgetary deficits until such time as private credit and private spending expands. [...] Until private borrowing and spending expands, and puts people to work, the Government must do the borrowing and spending»<sup>142</sup>.

Aunque inicialmente el lugar de Eccles en la Administración rooseveltiana consistiría en un mero apoyo técnico del entonces Secretario del Tesoro, Morgenthau, pronto se le ofrecería presidir el Sistema de banco centrales estadounidense. Ante tal propuesta, Marriner Eccles anunció que solo aceptaría el nombramiento si el Presidente accedía a reformar las propias bases legislativas de la Reserva Federal. En este sentido, Eccles aceptó preparar un memorándum describiendo los cambios necesarios, presentándoselo a Roosevelt poco después de las elecciones al Congreso de 1934<sup>143</sup>. El 10 de noviembre del mismo año, Eccles fue nombrado Gobernador de la Junta Federal.

Su llegada a la Junta alteró también los planes previos de reforma de la *Federal Reserve Act*. En efecto, la necesidad de reforma era un hecho comúnmente aceptado incluso antes de que Eccles se incorporara como Presidente del Sistema. De ahí que un comité del Tesoro estuviera trabajando desde principios de 1934 sobre la legislación estadounidense en materia bancaria y monetaria. Además, en junio del mismo año se había creado un comité del Sistema de bancos centrales al que se le había encomendado prestar apoyo al comité del Tesoro. No obstante, a finales de

---

<sup>141</sup> *Ibid.*

<sup>142</sup> M. ECCLES, *Beckoning frontiers: Public and personal recollections*, Economic Almanac, New York, 1951, pp. 216, 403. Cita textual recuperada de A.H. MELTZER, *A history of the Federal Reserve., Vol. I, cit.*, p. 477.

<sup>143</sup> A.H. MELTZER, *A history of the Federal Reserve., Vol. I, cit.*, p. 467.

1934, Eccles procedió a la supresión de tal comité monetario, al considerar que sus propuestas se limitaban a describir cambios demasiado modestos para las necesidades sustanciales de reforma de la Fed<sup>144</sup>.

Ciertamente, las necesidades identificadas por Eccles representaban fragmentos de aquella cosmovisión —sin duda revolucionaria— presentada ante la Comité de Finanzas del Senado y el Presidente. Se trataba, además, de una ontología que encajaba perfectamente con el sentido de las trasformaciones introducidas en el «higher order» a raíz del *New Deal*<sup>145</sup>. Entre los elementos que aquí interesan, la reforma de 1935 de la Ley de la Reserva Federal respondió, primero, a una actualización del principio federalista sobre el que se basaba originariamente la Constitución norteamericana de 1789, esto es, internalizó el reconocimiento constitucional del (nuevo) lugar preeminente de las instituciones nacionales sobre las estatales en la garantía de los objetivos básicos de la Federación. En segundo lugar, la reforma de 1935 de la Ley de la Reserva Federal fue una manifestación adicional de la amplia transformación institucional del Estado Federal producida en esos años, sobre todo en lo que se refiere al extendido espacio constitucional de las agencias independientes; espacio, por lo demás, sujeto a la incesante pugna por su control entre el Presidente y el Congreso<sup>146</sup>. De ahí los repetidos esfuerzos de Eccles (apoyado por Roosevelt) por dismantelar la estructura descentralizada de la Fed que había nacido del compromiso wilsoniano de 1913, basado, a su vez, en una visión constitucional deudora de la época de Reconstrucción republicana que admitía solo una intromisión puntual de las instituciones nacionales en la esfera de poderes estatales<sup>147</sup>.

---

<sup>144</sup> *Ibid.*, p. 470.

<sup>145</sup> B. ACKERMAN, *We The People. Volume I: Foundations*, cit., esp. pp. 105 y ss.

<sup>146</sup> *Ibid.*, p. 108.

<sup>147</sup> Para una mejor comprensión de la cuestión, merece la pena reafirmar las palabras de Carter Glass, protagonista de la Comisión parlamentaria encargada del proyecto de la *Federal Reserve Act* de 1913 y defensor del sentido del principio federalista de la época de Reconstrucción, según el cual la Federación estaría legitimada para intervenir institucionalmente en aspectos puntuales, tasadas, mientras que los Estados serían responsables de organizar (con técnicas jurídicas esencialmente liberales) la vida ordinaria dentro del orden constitucional: «[el Sistema de bancos centrales] was modeled upon our Federal political system. It establishes a group of independent but affiliated and sympathetic sovereignties, working on their own responsibility in local affairs, but united in National affairs by a superior body which is conducted from the National point of view [...] The regional

Según Marriner Eccles, la primera cuestión a resolver residía precisamente en el poder desproporcionado que habían adquirido los Bancos de Reserva (sobre todo el de Nueva York), sobre la base de la Ley de 1913. La intención declarada del aquí protagonista consistía en poner fin al «interés bancario» (léase el interés regional) dentro del Sistema, cuya prevalencia habría sido consentida por la propia configuración originaria de la Fed. Para ello, Eccles proponía atribuir la potestad de control sobre las operaciones de mercado abierto a la Junta Federal, eliminando el poder de los Bancos de Reserva de oponerse a participar en las operaciones monetarias del Sistema. En el mismo sentido, Marriner Eccles abogaba por un poder novedoso de la Junta que le permitiría aprobar o rechazar los nombramientos de los Gobernadores de los Bancos de Reserva.

Pero, sobre todo, Marriner Eccles avisaba sobre la necesidad de centralizar las decisiones más relevantes y la responsabilidad de la política monetaria en la Junta Federal<sup>148</sup>. En palabras más quizás más ilustrativas —y siempre en relación con el poder bancario y monetario— Marriner Eccles defendía la necesidad de «repudiar» el sentido previo del principio de descentralización en el orden constitucional estadounidense (representando este, a su vez, una síntesis entre el sentido dado por los Federalistas y el del periodo de Reconstrucción republicana)<sup>149</sup>. En efecto, la reforma propuesta por Eccles se encontraba en armonía con la visión transformadora de Roosevelt. Empleando la analogía de Glass, si los Bancos de Reserva eran «los Estados», Eccles (al igual que Roosevelt) impulsaba su desplazamiento generalizado (junto con el «interés bancario») por el interés nacional encarnado en la Junta Federal.

En cuanto a la concreta función de la política monetaria en el Estado federal —particularmente en el contexto de la Gran Depresión—, Eccles sostenía que la responsabilidad principal sobre la regulación de la economía correspondía al

---

banks are the states and the Federal Reserve Board is the Congress» (Glass House Report, HR 7837, pp. 63-69, p. 12, reproducido textualmente en P. CONTI-BROWN, «Central banking and institutional change in the United States: punctuated equilibrium in the development of money, finance and banking», *cit.*, p. 16).

<sup>148</sup> A.H. MELTZER, *A history of the Federal Reserve., Vol. I, cit.*, p. 467.

<sup>149</sup> B. ACKERMAN, *We The People. Volume I: Foundations, cit.*, p. 119.

gobierno nacional, a través de amplias medidas fiscales destinadas a incrementar la demanda (el consumo). De ahí que el objetivo de la acción monetaria hubiese quedado limitado para Marriner a la garantía de unos bajos tipos de interés y la atención incrementada al riesgo de inflación, intrínseco por lo demás a la ejecución de medidas fiscales expansivas<sup>150</sup>. Lo anterior no debe llevar a confusión, pues lejos de recomendar la normativización de tal objetivo limitado (p. ej., al estilo contemporáneo de la banca central independiente), Marriner Eccles argumentaba enérgicamente en defensa de una amplia discrecionalidad de la Reserva Federal, a fin de permitir la adecuación de sus políticas monetarias a las circunstancias económicas concretas<sup>151</sup>.

La reforma de la *Federal Reserve Act* se introdujo por la *Banking Act* de 1935 y fue aprobada junto a otras cuatro leyes, en lo que comúnmente se conoce como Segundo *New Deal*<sup>152</sup>. El proyecto de ley ilustraba con precisión las pretensiones intelectuales de Marriner Eccles, y, por extensión, las del Presidente de los Estados Unidos. Ciertamente, el proyecto encontró en el Congreso algunas objeciones manifestadas por Carter Glass, protagonista del «primer momento fundacional» de la Fed, lo que se tradujo en la búsqueda de ciertos compromisos concretos en la reforma de la Reserva Federal. No obstante, los elementos defendidos por Glass se integraron de tal manera que no desnaturalizarían la reforma propuesta por Eccles. ¿Cuáles fueron las modificaciones más importantes de la *Banking Act* de 1935?

En primer lugar, se produjo una centralización del poder desde las «partes» del Sistema hacia la Junta Federal, que simbólicamente cambió su calificación de «Junta» en «el Consejo de Gobernadores de la Reserva Federal». En cuanto a su composición, el Consejo tendría, a partir del 1 de marzo de 1936, siete (en lugar de ocho) miembros, con mandatos de catorce años, sin posibilidad de renovación. Los cargos del presidente y el vicepresidente del Consejo tendrían una duración de cuatro

---

<sup>150</sup> A.H. MELTZER, *A history of the Federal Reserve.*, Vol. I, cit., p. 478.

<sup>151</sup> En este sentido, aunque Eccles nunca rechazó expresamente la «*real bills doctrine*», cabe concluir su disconformidad implícita con dicha teoría. A.H. MELTZER, *A history of the Federal Reserve.*, Vol. I, cit., *passim*.

<sup>152</sup> En concreto, la *Social Security Act*, la *Wagner Act*, la *Public Utilities Act* y la *Revenue Act*.

años<sup>153</sup>. Además, y de manera significativa en relación con la independencia de la Fed, la Ley Bancaria de 1935 exigía que el Secretario del Tesoro y el Interventor de la Moneda dimitieran del Consejo de Gobernadores<sup>154</sup>.

La operación de centralización del poder en el Consejo (y la consiguiente disminución de las competencias ejercidas por los Bancos de Reserva junto con el acomodo institucional de la cosmovisión constitucional del *New Deal* en la gobernanza interna de la Fed) se observa sobre todo en la política de nombramientos de sus miembros. Igual que en el caso de la «Junta», la primera prueba de pérdida de poderes por las «partes» se encontraba en la renuncia al término de «Gobernador de Banco de Reserva», que se reemplazaría por el de «presidente». La segunda, en que estos (así como los vicepresidentes) serían elegidos por los propios directores de los Bancos de Reserva para un mandato de cinco años, previa aprobación del Consejo de Gobernadores. El Consejo Federal se encargaría también de fijar los sueldos de los miembros de los Bancos del Sistema<sup>155</sup>.

Con todo, la consolidación de la Reserva Federal como banco central contemporáneo (responsable unilateralmente de las decisiones de política monetaria dentro del territorio nacional, incluso frente a los centros regionales de poder) se debe primordialmente a las transformaciones introducidas en relación con el *Federal Open Market Committee*, al transferirse el poder decisorio sobre las operaciones de mercado abierto —herramienta esencial de la política monetaria— a dicho Consejo de esencia federal. Recordemos que el FOMC había sido creado dos años antes mediante la *Glass-Steagall Act*, como órgano interno del Sistema habilitado para la toma de decisiones en la materia. Precisamente aquí se situaba el punto de desencuentro más notorio entre Carter Glass y Eccles. De acuerdo con la *Glass-Steagall Act*, la FOMC se componía por los doce Gobernadores de los Bancos de Reserva. El anteproyecto de reforma de la *Federal Reserve Act* de 1935 recogía, en

---

<sup>153</sup> A.H. MELTZER, *A history of the Federal Reserve.*, Vol. I, cit., p. 485.

<sup>154</sup> *Ibid.*, p. 500.

<sup>155</sup> Aunque ello no supusiera una novedad respecto de la Ley de 1913. *Ibid.*, p. 484.

cambio, una composición exclusiva por los miembros del Consejo de Gobernadores de la Fed.

El compromiso final alcanzado en la *Baking Act* consistió en una reestructuración del FOMC que, por un lado, otorgaba el poder de decisión al Consejo de Gobernadores, y, por otro lado, mantenía elementos de representación de los Bancos de Reserva. En particular, de un Comité de Mercado Abierto compuesto por los doce presidentes de los Bancos de Reserva, pasó a estar formado por los siete miembros del Consejo de Gobernadores de la Fed y cinco miembros elegidos por los directores de los Bancos de Reserva del Sistema. En otras palabras, los ahora «presidentes» de los Bancos de Reserva ya no serían miembros *ex officio* del FOMC, sino que la representación de las «partes» en la FOMC se determinaría según un procedimiento establecido en la propia Ley de la Reserva Federal (Artículo 205), cuya finalización se produciría solo con la previa aprobación del Consejo Federal de la Fed<sup>156</sup>.

Además de centralizar la toma de decisiones relacionadas con las operaciones de mercado abierto, el texto de la reforma disipaba la fuerza de la «real bills doctrine» y del tipo de descuento como herramienta esencial de la política monetaria. Mientras que la aprobación de los cambios en el tipo de descuento seguía en manos del Consejo de Gobernadores<sup>157</sup>, las operaciones de mercado abierto serían la clave de bóveda de la política monetaria implementada por el Sistema<sup>158</sup>. Todo ello en virtud de dos cláusulas introducidas en el Artículo 12A por la *Banking Act* de 1935, que regirían hasta hoy como principios generales de actuación de la Fed: «(c) The time, character, and volume of all purchases and sales of paper described in section 14 of this Act as eligible for open-market operations [segunda cláusula] shall be governed with a

---

<sup>156</sup> El precepto establecía grupos restringidos de los cuales un comité de directores de los Bancos de Reserva debía elegir anualmente al representante: Boston y Nueva York; Filadelfia y Cleveland; Chicago y St. Louis; Richmond, Atlanta y Dallas; Minneapolis, Kansas City y San Francisco. La Ley no hacía referencia a un deber de rotación entre los Bancos de Reserva de los que provenían los miembros del FOMC. Desde 1942, Nueva York obtuvo un puesto permanente en la vicepresidencia del comité. A.H. MELTZER, *A history of the Federal Reserve.*, Vol. I, cit., p. 484.

<sup>157</sup> Cada dos semanas, los Bancos de Reserva votarían el tipo de descuento propuesto y los cambios debían aprobarse por el Consejo.

<sup>158</sup> A.H. MELTZER, *A history of the Federal Reserve.*, Vol. I, cit., p. 485.

*view to accommodating commerce and business and with regard to their bearing upon the general credit situation of the country* [primera cláusula].

La primera cláusula ilustra la dilución de la «real bills doctrine» en tanto en cuanto las operaciones de mercado abierto atenderían por principio a la «situación crediticia general del país», lo que permitiría que las compras y ventas de activos por la Fed se desprendieran paulatinamente de su conexión obligada con los movimientos efectivos de oro y de las letras de cambio o, lo que es lo mismo, del comercio real. La segunda cláusula refuerza, a la vez, el poder del Consejo de Gobernadores (en perjuicio de los Bancos de Reserva individualmente considerados) y la relevancia de las operaciones de mercado como instrumento de política monetaria. Al atribuir al Consejo Federal la discrecionalidad para definir la política de activos elegibles, i.e., determinar los activos considerados aptos para el redescuento por la Reserva Federal, la cantidad y calidad de los valores (léase la liquidez) existente en el mercado dependería de la concreta política monetaria dirigida a partir de 1935 por el Consejo de Gobernadores. Por último, también atribuía la Ley Bancaria al Consejo la potestad de incrementar los requisitos mínimos de financiación de las entidades crediticias privadas —a un máximo del doble de la ratio vigente—, siempre que así se decidiera por el voto de la mayoría de sus miembros<sup>159</sup>.

Pese a la ampliación legal de los poderes del Consejo de Gobernadores, la Fed tuvo que esperar casi dos décadas adicionales para convertirse, también en la práctica, en una autoridad monetaria en el sentido contemporáneo del término, i.e., independiente del poder político nacional y estatal. Lo anterior se debe, entre otras razones, a la actividad desarrollada por su presidente, Marriner Eccles (1934-1948), centrada predominantemente en la esfera fiscal y en el asesoramiento del Presidente Roosevelt más que en la dirección de la política monetaria. Ciertamente, antes del tercer «momento fundacional» de la Fed (en 1951), la amplia discrecionalidad reivindicada por Eccles en 1934 se materializó en ocasiones muy puntuales<sup>160</sup>. Por

---

<sup>159</sup> *Ibid.* Antes de la reforma, tal operación se debía aprobar por el Presidente de los Estados Unidos. A.H. MELTZER, *A history of the Federal Reserve*, Vol. I, cit., p. 573.

<sup>160</sup> Un primer ejemplo sería la política de esterilización del oro que estaba entrando en el país en los años 1936-37, que se implementó mediante el requerimiento a los bancos norteamericanos de



lo tanto, la Reserva Federal de aquel periodo ejercería de mero participante pasivo en la macroeconomía estadounidense, en el «asiento trasero» del gobierno o directamente controlado por éste<sup>161</sup>. En efecto, la independencia de la Fed solo encontraría su síntesis práctica tras el llamado «Acuerdo con el Tesoro de 1951», que daría lugar al «tercer momento fundacional» de la Reserva Federal<sup>162</sup>.

### **3. *El tercer momento «fundacional». Una Reserva Federal discrecional e independiente del Tesoro***

El «Acuerdo» de 1951 consistió en una breve declaración alcanzada conjuntamente por la Fed y el Tesoro:

«The Treasury and the Federal Reserve System have reached full accord with respect to debt management and monetary policies to be pursued in furthering their common purpose to assure the successful financing of the Government's requirements and, at the same time, to minimize monetization of the public debt»<sup>163</sup>.

Una lectura superficial en absoluto conseguiría explicar la relevancia político-constitucional de estas líneas. El significado «fundacional» del texto se alcanza recordando (siquiera brevemente) su contexto histórico. El curso del tiempo y de los acontecimientos alteró también la lista de protagonistas hasta aquí presentados. A partir de 1945, Harry S. Truman ejercía como nuevo Presidente de los Estados Unidos, observándose, entre sus primeras decisiones, la aceptación de la dimisión de Marriner Eccles de su cargo de presidente del Consejo de Gobernadores de la Fed y el consiguiente nombramiento de Thomas McCabe. Más allá de la afinidad personal e intelectual de Eccles con Roosevelt, existía una cuestión controvertida entre Eccles

---

incrementar sus ratios de reserva. Otro ejemplo inmediatamente relacionado sería la política monetaria expansiva frente a la Recesión de 1938. Al respecto, Eccles sostenía que el aumento previo de las ratios de reserva no había influido en la producción de una nueva recesión económica, al haber meramente absorbido el surplus de oro existente en 1936-1937. A.H. MELTZER, *A history of the Federal Reserve*, Vol. I, cit., p. 573.

<sup>161</sup> A.H. MELTZER, *A history of the Federal Reserve*, Vol. I, cit., *passim*.

<sup>162</sup> P. CONTI-BROWN, «Central banking and institutional change in the United States: punctuated equilibrium in the development of money, finance and banking», cit., p. 19.

<sup>163</sup> Texto recuperado de P. CONTI-BROWN, «Central banking and institutional change in the United States: punctuated equilibrium in the development of money, finance and banking», cit., p. 20.

y Truman referida al papel de la política monetaria en el contexto de la inflación de posguerra.

La comprensión del desacuerdo mencionado precisa recordar que, a partir de 1942 y a petición del Departamento del Tesoro, la Reserva Federal se había comprometido formalmente a mantener un bajo tipo de interés de los bonos soberanos a corto plazo<sup>164</sup>. La razón que fundamentaba el compromiso de la Fed se vinculaba a las necesidades presupuestarias de los Estados Unidos, que desde 1941 había anunciado su participación activa en la Segunda Guerra Mundial. En otras palabras, los bajos tipos de interés estaban estabilizando el mercado de valores, permitiéndole al gobierno federal financiar de manera más barata su deuda y, por extensión, sus gastos bélicos<sup>165</sup>.

En la práctica, el compromiso de la Fed por mantener los tipos de interés significó la renuncia al control de la masa monetaria como herramienta primordial de la política monetaria y, en su lugar, la compra masiva de títulos soberanos emitidos por los Estados Unidos (esto es, la monetización de la deuda). A pesar de las discrepancias de Marriner Eccles al respecto —ya que, según su visión, la guerra debía financiarse mediante una combinación de altos impuestos fiscales y el control de los precios y los salarios—, la excepcionalidad del momento histórico hizo que Eccles y los miembros del FOMC se unieran al objetivo común de ganar la guerra. Sin embargo, una vez finalizada ésta, la financiación barata de la deuda soberana dejó de representar para el Gobernador de la Fed una opción de política monetaria<sup>166</sup>. En efecto, el nuevo objetivo de la Reserva Federal se dirigiría a la reducción del nivel de la inflación, originándose con ello tensiones significativas con el Presidente Truman y el entonces Secretario del Tesoro, John Snyder.

En una situación en la que la inflación y las tensiones entre el Presidente y la Fed estaban al alza, los Estados Unidos entraron en la guerra de Corea en junio 1950.

---

<sup>164</sup> En concreto, de 3,8 por ciento. Implícitamente, para los bonos a largo plazo este índice quedaba reducido al 2,5 por ciento (dado el largo período de tiempo durante el cual el título soberano se vería afectado por el bajo tipo de interés a corto plazo).

<sup>165</sup> A.H. MELTZER, *A history of the Federal Reserve., Vol. I, cit.*, pp. 579 y ss.

<sup>166</sup> «The Treasury-Fed Accord», *Federal Reserve History*, <https://www.federalreservehistory.org/essays/treasury-fed-accord> (últ. consulta: 1.9.2023).

En 1948, Eccles había sido sustituido en la presidencia de la Fed por McCabe (aunque siguiendo aquél en el cargo de miembro del Consejo de Gobernadores). Indudablemente, el propósito último de este cambio dentro del Consejo de Gobernadores de la Fed había sido que la Reserva Federal mantuviera sus prioridades de política monetaria ajustadas a las del Presidente del país. En este sentido, es ilustrativo el aviso de Truman a McCabe, a su vez trasladado a los miembros de la Fed en una reunión posterior: «If that happens [acabar con la monetización de la deuda soberana] that is exactly what Mr. Stalin wants»<sup>167</sup>.

A pesar del aviso presidencial, el FOMC estaba manifestando su incrementada preocupación respecto de la potencial continuación de la política de bajos tipos de interés, asumiendo que aquello sentaría las bases económicas de una hiperinflación. Como respuesta, por primera (y última) vez en la historia de la Fed, Harry Truman convocó a los miembros del FOMC al Despacho Oval, emitiendo posteriormente un comunicado de prensa en el que sostenía que la Reserva Federal había confirmado su apoyo a las prioridades políticas del Presidente de los Estados Unidos. La «disputa» entre la Fed y el Tesoro estaba desarrollándose con plena fuerza ante la opinión pública. Inmediatamente después del comunicado de prensa de Truman, dos periódicos estadounidenses daban cuenta del memorando interno preparado por el FOMC respecto de lo realmente acontecido en la reunión del Despacho Oval. El memorándum había sido filtrado a la prensa nada menos que por Marriner Eccles, con el fin de presentar una versión por completo diferente a la anunciada desde la presidencia del país (es decir, existía un profundo desacuerdo por parte de la Fed respecto de la financiación monetaria requerida por Truman)<sup>168</sup>.

Es en este contexto cuando integrantes de la administración de Truman (William McChesney Martin) y de la Fed (Winfield Riefler) proponen confeccionar el Acuerdo de 1951, que nada decía en la superficie, y lo decía todo en aquellas circunstancias. El Acuerdo tenía vocación de estabilidad en el tiempo y desprendía

---

<sup>167</sup> FEDERAL RESERVE BOARD, «Minutes, 31 January 1951», pp. 9–12. Recuperado de P. CONTI-BROWN, «Central banking and institutional change in the United States: punctuated equilibrium in the development of money, finance and banking», *cit.*, p. 21.

<sup>168</sup> P. CONTI-BROWN, «Central banking and institutional change in the United States: punctuated equilibrium in the development of money, finance and banking», *cit.*, p. 21.

formalmente a la Fed de las ataduras presidencialistas que le habían encorsetado *de facto* desde su nacimiento. Por un lado, la Administración se comprometía a respetar la política monetaria adoptada por la Reserva Federal (en este caso, responder a la inflación mediante la subida de los tipos de interés); por otro lado, la autoridad monetaria accedía a considerar las consecuencias que dicha política tendría sobre la capacidad financiera del país, y muy en especial, sobre las necesidades fiscales derivadas de la lucha abierta de los Estados Unidos contra el comunismo<sup>169</sup>. Sin embargo, precisamente porque nada decía en la superficie el Acuerdo, Truman empleó una última maniobra destinada a descodificar aquella declaración según su entendimiento particular de la misma, i.e., en el sentido del control político de la Reserva Federal por el Presidente del país.

Dicha maniobra vino facilitada por la inmediata dimisión de Eccles y McCabe del Consejo de Gobernadores, tras la publicación del texto del Acuerdo. En este sentido, algunos autores han sostenido que Harry Truman había pretendido insertar su «caballo de Troya»<sup>170</sup> en la Fed, nombrando como presidente a William McChesney Martin (ex integrante del Departamento del Tesoro), y como miembro ordinario a James Robertson (ex vicepresidente de la Oficina del Interventor de la Moneda)<sup>171</sup>. Con todo, el significado fundacional del «Acuerdo de 1951» (en el sentido de configurar a la Fed como banco central independiente del gobierno) fue consolidándose por las pruebas empíricas de los próximos años: ni Martin ni Robertson se someterían al control político de Truman, dando prevalencia al objetivo de luchar contra la inflación antes que adherirse a las pretensiones inflacionistas del Presidente<sup>172</sup>. De este modo, la Fed adquiriría finalmente su independencia y, por consiguiente, su lugar autónomo en la estructura constitucional de los Estados Unidos. Años después, la reforma de la *Federal Reserve Act* de 1977 positivizaría también los dos objetivos discrecionales de la Reserva Federal<sup>173</sup>.

---

<sup>169</sup> *Ibid.*

<sup>170</sup> *Ibid.*

<sup>171</sup> *Ibid.*, p. 22.

<sup>172</sup> *Ibid.*, p. 22.

<sup>173</sup> Recordemos el artículo 2A de la Ley de la Reserva Federal: «The Board of Governors of the Federal Reserve System and the Federal Open Market Committee shall maintain long run growth

Por lo tanto, el «Acuerdo de 1951» hizo patente la (voluntad de) independencia de la Reserva Federal respecto del poder ejecutivo. Con todo, importa señalar no solo su desprendimiento organizativo y decisorio de los poderes políticos clásicos del Estado constitucional norteamericano (tanto regionales como nacionales), sino también su dependencia estructural de la habilitación legislativa recurrente a fin de expandir sus objetivos y los poderes de gobierno del Consejo de Gobernadores sobre los centros locales de decisión (los Bancos de Reserva). En efecto, se observa que tanto el nacimiento de la Reserva Federal como los objetivos y el amplio nivel de discrecionalidad que le caracterizan han sido elementos positivizados mediante instrumentos normativos aprobados por el Congreso. Dando un paso más, cabría defender la hipótesis de que la excepcionalidad del órgano monetario nacional dentro de la estructura de poderes del Estado constitucional norteamericano se justifica, en última instancia, a la luz de una relación incluso más reforzada con el «We The People», que de una mera delegación legislativa.

## **V. Recapitulación. La reproducción de la independencia técnica de la Reserva Federal a través de la actualización en el tiempo del principio democrático**

En este capítulo se han expuesto los rasgos característicos de un modelo discrecional de banca central independiente. A diferencia del modelo reglado (hoy generalizado) que se articula en torno a un objetivo primordial del órgano monetario (la estabilidad de los precios), la Reserva Federal de los Estados Unidos garantiza un objetivo dual (la estabilidad de los precios y el bajo desempleo). Como tal, la Fed se encontraría sometida a un (presunto) conflicto inherente, debiendo elegir discrecionalmente entre la conveniencia de garantizar uno u otro objetivo en función del ciclo económico del país. De este modo, es evidente que la discrecionalidad en cuanto a los objetivos amplía los contornos teleológicos prescritos por la definición ortodoxa de la banca central independiente, llevando potencialmente a contestar la

---

of the monetary and credit aggregates commensurate with the economy's long run potential to increase production, so as to promote effectively the goals of maximum employment, stable prices, and moderate long-term interest rates».

misma plausibilidad conceptual de su principio organizativo (la independencia técnica).

Partiendo del ejemplo de la Reserva Federal, se ha mostrado que la ampliación del *telos* del banco central no conllevaría necesariamente el debilitamiento del principio de independencia técnica. Concretamente, porque esta situación aún respondería a la clásica operación de delegación constitucional de poderes, dando lugar a un órgano (nacional) autónomo cuya legitimidad democrática mediata sería reconducible en todo caso a un vínculo indisoluble con el soberano. Teniendo en cuenta el contexto socio-jurídico en el que opera la Fed (i.e., un Estado federal), es posible dar un paso más y defender incluso la interrelación directa del órgano monetario con la voluntad soberana del *We the People*. De este modo, la evolución teleológica e institucional de la Reserva Federal de los Estados Unidos reflejaría potencialmente dos «momentos constitucionales» en los que el propio pueblo habría hablado por sí mismo (i.e., la Reconstrucción republicana y el *New Deal*).

Lo cierto es que, como toda agencia independiente, también la Fed nace por habilitación legislativa del Congreso, seguida de la intervención del Presidente en los nombramientos de los miembros de la Fed y del consentimiento del Senado. Sin embargo, la evolución de la Fed muestra una continua adecuación institucional a cada nueva cosmovisión constitucional introducida por medio de las sucesivas reformas de su ley fundacional. En estas páginas se han observado dos transformaciones de la Reserva Federal que podrían interpretarse en el sentido de una absorción potencial, dentro de su estructura teleológica y de gobierno, de los «momentos constitucionales» que estaban produciéndose en el orden constitucional estadounidense en aquellos períodos.

Desde este entendimiento, cabría afirmar que el origen de la Fed se encuentra en una norma legislativa que reflejaba la ontología constitucional del momento histórico, esto es, la interpretación del alcance del principio federalista de división y organización de poderes definido en el momento de Reconstrucción republicana. Tal interpretación habría llevado a admitir legislativamente la intromisión puntual de la entonces Junta Federal en el considerable poder de decisión en la materia monetaria de los Bancos de Reserva. A partir de 1935, la ley constitutiva de la Fed

ofrecería acomodo a un sentido actualizado del principio federalista (i.e., la superación del constitucionalismo económico liberal y la integración de un componente social, lo que exigiría, a su vez, un gobierno central activista). En lo que a la estructura de gobierno de la Fed se refiere, dicha transformación sustantiva del orden constitucional se traduciría en la prevalencia del interés nacional (representado por el Consejo de Gobernadores) sobre el interés regional de los Bancos de Reserva. De este modo, la independencia técnica de la Reserva Federal no solo se justificaría a través de su vínculo orgánico indirecto con el pueblo (al ser una agencia creada por el poder legislativo, interviniendo en el nombramiento de sus miembros también el Presidente y el Senado), sino mediante una relación metodológica reforzada con el *We the People*—el mismo pueblo que habría hablado en los dos «momentos constitucionales» mencionados<sup>174</sup>.

Dicho más claramente: a mayor extensión del principio de la independencia técnica (derivada de la discrecionalidad teleológica de la autoridad monetaria), mayores serán las exigencias de intermediación democrática del órgano cuya existencia se ordena a través de tal principio. Lo cierto es que, al igual que el BCE, también la Reserva Federal es, en su origen, hija de la contingencia; en su evolución, hija de las necesidades materiales de su contexto socio-jurídico (en este caso, un Estado federal). No obstante, mientras que el primero reproduce su legitimidad a pesar de su contexto —es decir, a pesar de insertarse constitucionalmente en un área monetaria huérfana de un principio de solidaridad territorial—, la segunda asegura su legitimidad a lo largo del tiempo precisamente porque actualiza constantemente su organización teleológica e institucional, a fin de acomodarse a las transformaciones constitucionales de la organización política federal que la contiene jurídicamente.

---

<sup>174</sup> Recordemos que, de acuerdo con la definición dualista de la democracia constitucional, el pueblo norteamericano solo hablaría por medio de la intervención política simultánea de los tres poderes por él constituidos, interiorizando posteriormente en la sociedad tal decisión expresa mediante una energía ciudadana cualitativamente distinta de la que se desarrollaría electoralmente en la vida ordinaria de la comunidad.

## SÍNTESIS DE LA INVESTIGACIÓN EN SIETE TESIS

### PRIMERA TESIS

*Frente al fenómeno de expansión teleológica del principio de independencia técnica del BCE, los estudios doctrinales han pretendido aclarar si se ha producido un acaparamiento del demos por el tecnos. Formulado el problema en estos términos, es evidente que el problema de legitimidad del BCE se aborda desde la disyuntiva clásica independencia técnica-principio democrático. Metodológicamente, este enfoque conduce a un punto muerto, al señalar el debilitamiento irremediable de la legitimidad del BCE (basada en la independencia técnica) a causa de una indebida politización del órgano, sin ofrecer alternativas que le permitan cumplir con su objetivo primordial (la garantía de la estabilidad de los precios dentro de la UEM). Tal modo de aproximarse al objeto de estudio hace imposible identificar la razón última de su problema constitucional. Para este fin, la investigación técnico-jurídica ha de tomar en consideración el ambiente institucional en el que opera el principio de independencia técnica del Banco Central Europeo (la Unión Económica y Monetaria).*

Los estudios doctrinales del problema constitucional del BCE parten de la premisa de la excepcionalidad democrática del banco central independiente en el Estado constitucional. Tal premisa articula los fundamentos del principio de independencia técnica en torno a una relación de mutua exclusión respecto del principio democrático. Este hecho se evidencia por medio de la misma metáfora empleada para explicar democráticamente el principio de independencia técnica en el ámbito nacional. A través del establecimiento de las autoridades independientes se produciría una «ruptura» de la cadena de legitimación democrática. Se trataría de la misma cadena de legitimidad que habría constituido, desde la Modernidad, la base conceptual para justificar los poderes soberanos del Estado-nación. En tanto en cuanto sus potestades derivarían en todo caso de un pueblo cultural y socialmente apto para fundar, una y sola vez, el sistema político nacional, todo órgano constituido deberá justificarse democráticamente.



He sostenido que la independencia técnica da lugar —por primera vez dentro de la arquitectura de poderes del Estado— a un principio organizativo distinto del principio de representación popular. A través de la creación de órganos cuyo funcionamiento gira en torno a la eficiencia (por contraposición a la oportunidad política), se persigue la consecución de resultados limitados materialmente (por la ley o la propia Constitución), generándose, de este modo, una racionalidad funcional que atendería constantemente a la capacidad del Estado de actualizar su voluntad a través de los métodos clásicos de la democracia constitucional (i.e., el pluralismo político, el proceso de toma de decisiones basado en el debate y el intercambio de opiniones y la igualdad de oportunidades de la minoría para convertirse en la mayoría futura).

El estudio del banco central independiente desde la disyuntiva clásica sigue siendo útil dentro del sistema político nacional, puesto que el problema constitucional permite su definición desde los términos de una excepción democrática del órgano monetario. Ante tal disyuntiva, la solución desde el derecho constitucional (aplicado al territorio estatal) será bien asumir o contestar rotundamente la posibilidad metodológica de «romper» la cadena democrática por medio de una intermediación democrática de la Constitución o la ley, por razones de un conocimiento técnico superior. Sin embargo, esta aproximación es metodológicamente inadecuada para identificar la cuestión constitucional del BCE. Aunque las exigencias conceptuales de su principio organizativo son idénticas que las de un órgano monetario inserto en una organización política estatal, las necesidades materiales de su contexto socio-jurídico (la UEM) son cualitativamente distintas.

La diferencia reside en el hecho de que el BCE no pertenece a aquella sociedad política ideada por la teoría liberal-democrática (el Estado-nación). Por lo tanto, la advertencia reiterada sobre el problema potencial de legitimidad del BCE a causa de la expansión teleológica de su principio organizativo (la independencia técnica) ni aclara la razón última de las transformaciones producidas en el *telos* del órgano monetario supranacional ni ofrece una solución al conflicto originario del

BCE: cómo asegurar la estabilidad de una divisa que culmina una zona monetaria intrínsecamente inestable.

#### SEGUNDA TESIS

*La reconocibilidad del BCE a la luz de su principio organizativo (la independencia técnica) sigue presuponiendo su adecuación a tres exigencias conceptuales, comunes a todo órgano bancario central contemporáneo: (i) una delimitación teleológica precisa; (ii) la racionalidad funcional y (iii) el distanciamiento de la política (en este caso, nacional y supranacional).*

De acuerdo con su configuración en Maastricht, el BCE ha adquirido una legitimidad basada en los objetivos, distinta de la legitimidad democrática ordinaria. Su principio organizativo se justifica esencialmente por la naturaleza técnica del objetivo encomendado, exigiendo, por extensión, una amplia discrecionalidad del órgano tanto para definir la «estabilidad de los precios» como para diseñar los medios para conseguirla. A partir de la Gran Crisis Financiera, el *telos* y el alcance redistributivo de las medidas del Banco Central Europeo se han ampliado. Dicha extensión lleva a cuestionar la legitimidad del órgano a la luz de su principio organizativo y, en última instancia, el propio sentido conceptual de la independencia técnica. En esta tesis doctoral he mantenido que la esencia técnica de su principio organizativo le exige mantenerse, a lo largo del tiempo, dentro del espectro de los objetivos delimitados constitucionalmente. El reconocimiento de un objetivo dual al BCE no debilita el principio de legitimidad basado en la independencia técnica, aunque refleja la última concesión metodológicamente posible de los Estados-nación de la eurozona antes de conceder su dilución en una organización política federal a nivel supranacional.

#### TERCERA TESIS

*El problema constitucional del BCE debe reconstruirse a partir de la naturaleza conceptual de su principio organizativo. El principio de independencia técnica prueba una esencia relacional y elástica, al ser un método del Estado-nación para compensar su incapacidad de satisfacer las superiores precondiciones socioeconómicas de legitimidad interna. De este modo, es posible situar el problema constitucional del BCE en el contexto teórico más amplio de las contradicciones inherentes*

*del Estado-nación. Desde los inicios de siglo XX, la independencia técnica ha comenzado a gestarse como un método recurrente del Estado-nación a fin de acomodar su dilema existencial: cómo garantizar el cumplimiento eficiente de sus objetivos (léase las precondiciones de legitimidad del Estado constitucional) y reproducirse, a la vez, como unidad política de referencia en el ámbito global.*

La relación entre el principio de independencia técnica y el principio democrático no es de mutua exclusión, sino de coexistencia vital. He mantenido en esta tesis doctoral que el propio surgimiento y la evolución del principio de la independencia técnica se han justificado a la luz de las carencias innatas del Parlamento de responder a la creciente complejidad (material-cognoscitiva y temporal) de su ambiente. Por extensión, las transformaciones del principio de independencia técnica han respondido en cada momento histórico a un reto preciso que le impedía al Estado-nación lidiar con su dilema fundacional. La naturaleza relacional del principio de independencia técnica se explica por su evolución siempre condicionada a las necesidades existenciales del Estado constitucional, asegurando de este modo la reproducción de las condiciones de legitimidad del Estado y la revitalización (democrática) de su protagonismo más allá del territorio nacional. La independencia técnica presenta una esencia adaptativa o elástica, al ser un método del Estado-nación para compensar su incapacidad de satisfacer las superiores precondiciones socioeconómicas de legitimidad interna. Por esta razón, he sugerido que la organización y la legitimación del poder a través de un criterio fundado esencialmente en el conocimiento técnico no supone una quiebra automática de los métodos de la democracia constitucional (la alternancia y el pluralismo político).

Más allá de los distintos componentes intelectuales que han ido concretando los contornos de la racionalidad técnica como una nueva fórmula de ordenación de la sociedad (el Estado regulador continental y el pensamiento ordo y neoliberal), la contemplación conjunta de tales factores demuestra la tesis según la cual la independencia técnica no tiene un origen en sí mismo antidemocrático. Más bien, el surgimiento de este principio organizativo del poder se deriva de la mayor la complejidad social (a su vez, producida a causa de la revolución tecnológica) y de la ineficiencia del órgano legislativo de acomodar su acción normativa.

Después, he identificado en el tipo normativo del «Estado social» la primera fórmula exitosa del Estado-nación en sus intentos de hacer operativo el principio democrático ante las crecientes demandas ciudadanas. He señalado que, dentro de este modelo conceptual (y a diferencia del Estado regulador), la racionalidad técnica se mantuvo dentro del circuito democrático ordinario, manifestándose sobre todo en la mayor intervención del poder ejecutivo en la economía y la sociedad.

La expansión generalizada del principio de independencia técnica se produjo con la llegada en el continente del Estado regulador. Su instalación en la sociedad política nacional supuso un retroceso para el modelo continental del Estado social y para la propia legitimidad interna de los Estados-nación del continente, dejando atrás la época dorada de la economía basada en la demanda (es decir, el keynesianismo) y la correspondiente discrecionalidad de los órganos monetarios nacionales en busca de combatir el desempleo y mejorar el nivel de vida de los ciudadanos—incluso con el precio de un alto índice de inflación.

He pretendido ilustrar cómo, sobre la base de esta última transformación del Estado contemporáneo y de su ambiente cultural (ahora neoliberal), el banco central independiente se configuraría como una condición indispensable para conseguir la confianza de los mercados financieros en la orientación anti-inflacionista de la política monetaria estatal. En este contexto, he advertido sobre el impacto de los acontecimientos geopolíticos en la gestación política de lo que pronto se convertiría —siquiera por vías contingentes— en la moneda única europea. En efecto, una vez que el sistema monetario internacional de Bretton Woods y el régimen soviético implosionaron, los Estados-nación de la eurozona acordaron la constitución por fases de la UEM, con el fin primordial de estabilizar sus divisas nacionales ante el (des)orden global provocado por el paso a los cambios flotantes.

#### CUARTA TESIS

*Los fundamentos económicos del principio de independencia técnica de la banca central presentan una proyección constitucional. La comprensión del fenómeno económico desde el derecho constitucional exige la reconstrucción y la integración crítica de aquél a partir de las herramientas conceptuales clásicas de este. La interrelación de la economía con la política potencia la mutua*

*reproducción de los dos subsistemas. El principio de representación popular, el pluralismo político y social y el método democrático de la alternancia (entre la mayoría presente y la mayoría potencial) constituyen las herramientas del derecho constitucional para frenar, desde el principio democrático, la capacidad antidemocrática latente del principio de independencia técnica.*

Al expandir el ámbito teórico de irradiación del objeto de estudio a su contexto socio-jurídico (la UEM), una exigencia inherente a fin de reconstruir el problema constitucional del BCE ha sido la traslación de la terminología económica al vocabulario propio del derecho constitucional. He mantenido en esta tesis doctoral que la definición del principio de la independencia técnica de la banca central desde la ciencia económica presenta una proyección constitucional. Los economistas neoclásicos formulan la premisa esencial del principio organizativo de las autoridades monetarias contemporáneas en los siguientes términos: un banco central independiente conlleva, *ceteris paribus*, un nivel más reducido de inflación. Sin embargo, tras desglosar analíticamente el problema de la inconsistencia temporal (a su vez vinculado a la asunción económica de las expectativas racionales), la cosmovisión de la Escuela de la Elección Pública y la propuesta monetarista de las instituciones contramayoritarias, he señalado por qué una definición económica básica del banco central no se puede desprender, siquiera parcialmente, de la realidad político-constitucional. Todas las propuestas se dirigen a contrarrestar la tendencia cortoplacista del proceso democrático de toma de decisiones, en cuyo seno se protege precisamente la posibilidad de reflejar pluralmente en el tiempo los conflictos sociales del presente, manteniendo abierto el futuro.

En este sentido, también el pensamiento neoliberal y ordoliberal han tratado de camuflar en vocablos económicos las pretensiones normativas de expandir la racionalidad técnica más allá de los confines permitidos por el principio democrático. He sugerido que los argumentos expuestos por los autores neoclásicos, neo y ordoliberales promueven, en última instancia, el acaparamiento (o como mínimo la invasión) por el mercado de los subsistemas político y social. La razón, según ellos, residiría en el hecho de que el sistema de libre formación de los precios (esto es, de acuerdo con el principio de competencia perfecta) representaría la expresión más perfecta de la democracia, garantizando la coordinación social eficiente y, sobre

todo, la libertad individual del *homo oeconomicus*. A la luz de este razonamiento he explicado por qué la racionalidad técnica (basada en la utilidad, los resultados a conseguir y la mayor eficiencia) puede ser también la patología del Estado constitucional, en tanto en cuanto produce una atrofia de sus instituciones democráticas y, por extensión, de la propia democracia constitucional. He extraído la conclusión de que la tarea (siempre) pendiente del subsistema político será la de resistir a la potencial captación generalizada de sus métodos democráticos por la lógica basada en la funcionalidad.

Por otro lado, he señalado que la instalación del Estado regulador en las sociedades postindustriales había permitido la intervención puntual del gobierno en la economía y en la sociedad, en la medida de lo posible y oportuno (siempre desde la ontología que protege en primer lugar las dinámicas espontáneas, estabilizadoras y, por ende, tendencialmente liberadoras del mercado). He concluido que, a pesar de producir un renovado reconocimiento de la autonomía de los subsistemas económico y social, el Estado regulador ha reducido irremediamente la capacidad del Estado-nación continental de cumplir con su función constitucional de integración social a través de la redistribución del producto nacional; una función, recordemos, que había asegurado justamente la reconstrucción y reproducción de los sistemas políticos europeos de posguerra.

He señalado que este conformaría el contexto cultural y geopolítico en el cual los Estados miembros de la Comunidad Europea decidirían transferir a la Unión sus herramientas económicas clásicas que les permitirían, por un lado, reposicionarse en el comercio internacional (esto es, el tipo de cambio) y, por otro lado, garantizar la presunción de (sus) deudas soberanas como activos seguros en el mercado financiero (i.e., basada en la capacidad económica ilimitada del poder político de crear y recaudar impuestos en el territorio nacional para hacer frente a sus obligaciones de pago). He identificado un último elemento que ataría irremediamente la propensión fiscal expansionista de los Estados de la eurozona: las reglas político-constitucionales de la UEM, que imponen la disciplina fiscal y prohíben la corresponsabilidad financiera entre los Estados miembros así como la financiación de sus deudas soberanas por el BCE.

Sobre todo, la integración crítica de las teorías económicas en el análisis constitucional me ha permitido desprenderme metodológicamente de las premisas esencialmente neoliberales que dieron vida institucional a la UEM y, por extensión, al BCE. Aplicando la teoría de las áreas monetarias óptimas a la zona del euro, se ha hecho patente la predisposición de la UEM a la crisis debido a la carencia de los mecanismos transnacionales e incondicionales de transferencia del crédito desde los Estados con superávit hacia los Estados deficitarios. Como toda área monetaria común basada en una economía capitalista, también el éxito de la UEM está condicionado a largo plazo a la implementación de medidas fiscales que sean capaces de compensar la tendencia inherente del capital hacia la acumulación en las zonas comerciales de mayor riqueza.

#### QUINTA TESIS

*El problema constitucional del BCE se explica a la luz del fracaso de los Estados-nación de la eurozona de responder (por la vía política) a los desequilibrios inherentes a una zona monetaria común, con tal de salvar el (concepto de) soberanía nacional. La presión socioeconómica que se ejerce constantemente hacia el órgano monetario supranacional es consecuencia principal de este fracaso político.*

Por un lado, la Constitución económica supranacional se construye sobre la paradoja de la no corresponsabilidad financiera del artículo 125 del TFUE. He señalado que tal paradoja consiste en la asunción individual de riesgos (comerciales y financieros) relacionados con acontecimientos que superan desde el origen el ámbito de actuación fiscal del Estado. Por otro lado, la constitucionalización del principio de la disciplina presupuestaria en los Tratados de la Unión (e incluso en algunas de las Constituciones nacionales) puso de manifiesto que los Estados miembros se comprometieron a gestionar los riesgos comunes derivados de la UEM con capacidades de emisión de deuda voluntariamente amputadas. De este modo, he identificado que la «solución» de los Tratados fundacionales ante una crisis económica producida en el Estado (deficitario) sería la quiebra soberana, antes que las (debidas) transferencias transnacionales de capital desde las áreas con superávit. La justificación que los Tratados ofrecen en este punto es el llamado riesgo moral;

de modo que la responsabilidad exclusiva se atribuye al Estado deudor, por su comportamiento fiscal derrochador.

He explicado que la razón fundamental de esta atadura voluntaria de los Estados miembros a las normas supranacionales de la UEM—incluso renunciando a su capacidad de estabilizar las economías nacionales en caso de crisis— reside en su voluntad política de proteger (siquiera teóricamente) el principio de democracia nacional. A la luz de los Tratados fundacionales, los Estados miembros constituyen los entes políticos exclusivos con legitimidad democrática originaria. De este modo, la clave de la teoría política de delegación del poder reside en la capacidad renovada de los Estados constitucionales de la eurozona (sobre todo, los Estados con superávit) de influir en el presente y el futuro del proceso de integración europea según una ontología económica precisa (la disciplina fiscal).

Tras establecer las premisas económicas con proyección político-constitucional de la UEM, he comprobado desde una dimensión diacrónica la insuficiencia de las medidas anti-crisis ideadas por los responsables políticos a partir de 2008. He sostenido que la positivización de un nuevo objetivo superior en los Tratados de la Unión (la estabilidad financiera del euro y de sus Estados miembros) y su incorporación constitucional en el *telos* del BCE manifiesta precisamente el fracaso político de responder a los desequilibrios intrínsecos de la UEM. He advertido que, al ser este el titular de una competencia exclusiva (la política monetaria), su capacidad efectiva para garantizar su objetivo primordial (la estabilidad de los precios) dependerá vitalmente de la sostenibilidad socioeconómica de la UEM. A su vez, esta viene condicionada por la necesidad inminente de implementar mecanismos fiscales de redistribución del crédito en la zona del euro.

#### SEXTA TESIS

*Si lo que se pretende es garantizar la plausibilidad del principio de la independencia técnica desde un entendimiento constitucional-democrático, las intervenciones potencialmente redistributivas del BCE no pueden (ni deben) compensar las exigencias político-constitucionales inherentes a un área monetaria única (esto es, la existencia de un poder fiscal de germen federal).*



He mantenido que la configuración político-constitucional de la UEM que se yuxtapone a una realidad material por completo distinta a la que pretende normar la Constitución económica supranacional han sobrecargado la función del BCE con responsabilidades sociopolíticas que, a la luz de los contornos conceptuales de su principio organizativo (la independencia técnica), no le correspondería garantizar. La Gran Crisis Financiera ha producido una tendencia generalizada de gobernar políticamente la economía a través de métodos intergubernamentales de cooperación (por contraposición a los métodos supranacionales) y por medio del órgano monetario supranacional cuya esencia, recordemos, es técnico-funcional. El replanteamiento del problema constitucional en estos términos permite concluir que la presión socioeconómica (indebida) que se está ejerciendo (al menos) desde el 2008 sobre el *telos* del BCE pone de manifiesto quizás el último dilema existencial de los Estados-nación de la eurozona: cómo afrontar el problema constitucional de los desequilibrios comerciales inherentes a la zona monetaria común que ellos mismos han construido jurídicamente, sin diluir por el camino —y de manera irremediable— su principio de representación popular.

#### SÉPTIMA TESIS

*Mientras que el BCE reproduce su legitimidad técnica a pesar de su contexto —es decir, a pesar de pertenecer institucionalmente a un área monetaria inestable que carece de un principio de solidaridad territorial capaz de estabilizarla políticamente—, la Reserva Federal garantiza su legitimidad a lo largo del tiempo precisamente porque consigue actualizar su existencia institucional (esencialmente técnica) según las transformaciones constitucionales de la organización política federal que la contiene jurídicamente.*

Dada su esencia elástica y relacional, una última exigencia planteada en relación con los contornos conceptuales del principio de la independencia técnica de la banca central independiente se ha referido a la siguiente pregunta: ¿se debilitaría automáticamente la fuerza legitimadora del principio organizativo de la independencia ante un órgano monetario que garantiza un objetivo dual? En cuanto que autoridad monetaria independiente que asegura discrecionalmente un doble objetivo, he acudido al ejemplo de la Reserva Federal de los Estados Unidos —

también desde una dimensión diacrónica— para examinar las expansiones plausibles del principio de independencia técnica, a la luz de su (necesaria) interconexión vital con el principio democrático. He sostenido que la configuración actual de la Reserva Federal (i.e., como banco central independiente que garantiza simultáneamente dos objetivos, en supuesta tensión inherente) es el resultado de una evolución institucional desarrollada a lo largo de más de seis décadas y que, a través de sus tres momentos fundacionales, ha actualizado su existencia institucional (técnica) a la luz de las transformaciones sustanciales del orden constitucional estadounidense.

Considerando, por un lado, la ampliación de los objetivos del BCE a causa de la presión socioeconómica que su ambiente institucional ejerce sobre su *telos* (esto es, por tener que compensar técnicamente la carencia de un poder político centralizado en la Unión); y, por otro lado, los límites inherentes a su principio organizativo (ligados a la consecución del objetivo encomendado a través de la racionalidad técnico-funcional), se concluye que las concesiones conceptuales que el principio democrático nacional puede admitir a fin de salvar el (concepto) de soberanía de los Estados miembros parece haber llegado a su fin.

## SYNTHESIS OF THE RESEARCH IN SEVEN ARGUMENTS

### FIRST ARGUMENT

*Doctrinal studies have sought to clarify whether there has been a monopolisation of the demos by the technos in the face of the phenomenon of the teleological extension of the ECB's principle of technical independence. Formulated in this way, it is clear that the problem of the ECB's legitimacy is approached from the classical disjunction between technical independence and democratic principle. From a methodological point of view, this approach leads to an impasse. It points to the irreversible weakening of the ECB's legitimacy (based on its technical independence) due to the excessive politicisation of the institution, without offering alternatives that would enable it to fulfil its primary objective (to guarantee price stability within the EMU). This approach renders impossible the identification of the ultimate cause of the constitutional problem. To this end, the technical-legal research must take into account the institutional environment in which the principle of the technical independence of the European Central Bank operates (the Economic and Monetary Union).*

Doctrinal studies of the ECB's constitutional problem assume the democratic exceptionality of the independent central bank in constitutional states. That assumption places the foundations of the principle of technical independence in a mutually exclusive relationship with the democratic principle. This is demonstrated by the same metaphor used to explain democratically the principle of technical independence at the national level. There would be a «break» in the chain of democratic legitimation through the establishment of independent authorities. It is the same chain of legitimation which, since modern times, has been the conceptual foundation of the sovereignty of the state. Insofar as its powers would in any case derive from a people culturally and socially capable of founding the national political system once and for all, any constituted body would have to justify itself democratically.

My argument is that technical independence creates a new organisational principle within the architecture of state power, distinct from the principle of popular representation. Through the creation of organs whose operation is based on

efficiency (as opposed to political expediency), the pursuit of materially limited results (by law or by the constitution itself) generates a functional rationality that would continually undercut the state's ability to implement its will through the classical methods of constitutional democracy (i.e. political pluralism, the decision-making process based on debate and exchange of views, and the equal opportunity of the minority to become the future majority).

Studying the independent central bank from the classical dilemma is still useful within the national political system, since the constitutional problem allows defining it as a democratic exception of the monetary authority. In the face of this dilemma, the methodological possibility of «breaking» the chain of democracy through the constitution or the laws is either accepted or rejected on the grounds of superior expertise. But this approach is methodologically insufficient to identify the constitutional issue of the ECB. Although the conceptual requirements of its organisational principle are identical to those of a monetary body embedded in a state political organisation, the material requirements of its socio-legal context (EMU) are qualitatively different.

The difference lies in the fact that the ECB does not belong to the political society envisaged by liberal democratic theory (the nation-state). Thus, the repeated warning about the potential problem of the ECB's legitimacy due to the teleological expansion of its organisational principle (technical independence) does not clarify the ultimate reason for the transformations of the *telos* of the supranational monetary body, nor does it offer a solution to the original conflict of the ECB: how to ensure the stability of a currency culminating in an inherently unstable monetary area.

## SECOND ARGUMENT

*The distinguishable character of the ECB according to its organisational principle (technical independence) continues to presuppose that it meets three conceptual requirements common to all contemporary central banks: (i) a precise teleological delimitation; (ii) functional rationality; and (iii) detachment from politics (in this case, national and supranational).*

Under its Maastricht configuration, the ECB has acquired objective legitimacy distinct from ordinary democratic legitimacy. Its organisational principle is essentially justified in terms of the technical nature of its assigned objective, which entails wide discretionary powers both in defining «price stability» and in designing the means of achieving this objective. Since the Great Financial Crisis, the European Central Bank's *telos* and redistributive scope has expanded. Such an expansion raises questions about the legitimacy of the institution in the light of its organisational principle and, ultimately, about the conceptual meaning of technical independence itself. In this doctoral thesis I have argued that the technical essence of its organisational principle requires it to remain, over time, within the spectrum of constitutionally defined purposes. Recognising a dual objective for the ECB does not weaken the principle of legitimacy based on technical independence, although it reflects the last methodologically possible concession made by the Eurozone nation-states before conceding their dilution into a federal political organisation at the supranational level.

### THIRD ARGUMENT

*The constitutional problem of the ECB has to be reconstructed on the basis of the conceptual nature of its principle of organisation. The principle of technical independence has a relational and elastic nature. It is a method used by the nation-state to compensate for its inability to meet the higher socio-economic requirements of internal legitimacy. It is thus possible to place the constitutional problem of the ECB in the broader theoretical context of the contradictions inherent in the nation-state. Since the beginning of the twentieth century, technical independence has emerged as a recurrent method of the nation-state to accommodate its existential dilemma: how to ensure the efficient fulfilment of its objectives (read the preconditions of legitimacy of the constitutional state) and at the same time reproduce itself as a political unit of reference in the global arena.*

The relationship between the principle of technical independence and the democratic principle is not one of mutual exclusion, but of vital coexistence. In this dissertation, I argued that the very emergence and evolution of the principle of technical independence was justified in the light of the innate shortcomings of the parliament to respond to the growing complexity (material-cognitive and temporal)

of its environment. In a broader sense, the transformations of the principle of technical independence have responded, at each historical moment, to a specific challenge that has prevented the nation-state from coming to terms with its fundamental dilemma. The relational nature of the principle of technical independence is explained by the fact that its evolution has always been conditioned by the existential needs of the constitutional state, thus ensuring the reproduction of the conditions of the state's legitimacy and the (democratic) revitalisation of its protagonism beyond the national territory. Technical independence has an adaptive or elastic essence, being a method for the nation-state to compensate for its inability to satisfy the higher socio-economic preconditions of internal legitimacy. For this reason, I have suggested that organising and legitimising power through a criterion based essentially on technical knowledge does not automatically undermine the methods of constitutional democracy (alternation and political pluralism).

Over and above the various intellectual components that have given shape to the outlines of technical rationality as a new formula for ordering society (the continental regulatory state and *ordo* and neoliberalism), the consideration of these factors together supports the thesis that technical independence is not in itself anti-democratic. Rather, the emergence of this organisational principle of power stems from the increased social complexity (itself brought about by the technological revolution) and the inefficiency of the legislature to accommodate its normative action.

I then went on to identify the normative type of the «welfare state» as the first successful formulation of the nation-state as it attempted to make the democratic principle operational in the face of growing citizen demands. I pointed out that, within this conceptual model (and in contrast to the regulatory state), technical rationality remained within the ordinary democratic circuit, manifesting itself above all in the increased intervention of the executive power in the economy and society.

The broad extension of the principle of technical independence came with the emergence of the regulatory state on the continent. Its incorporation into national political society was a setback for the continental model of the welfare state

and for the internal legitimacy of the continent's nation states. It left behind the golden age of demand-pull (i.e. Keynesian) economics and the corresponding discretionary powers of national monetary authorities to combat unemployment and improve citizens' living standards, even at the cost of high inflation.

I have tried to illustrate how, based on this latest transformation of the contemporary state and its (now neoliberal) cultural environment, the independent central bank would become indispensable for gaining financial markets' confidence in the anti-inflationary orientation of state monetary policy. In this context, I have warned of the impact of geopolitical developments on the political gestation of what would soon become - albeit partially accidentally - the single European currency. Indeed, after the collapse of the Bretton Woods international monetary system and the Soviet regime, the nation states of the euro area agreed on the gradual constitution of EMU with the primary aim of stabilising their national currencies in the face of the global (dis)order brought about by the shift to floating exchange rates.

#### FOURTH ARGUMENT

*There is a constitutional projection in the economic foundations of the principle of the technical independence of the central bank. The understanding of the economic phenomenon from the perspective of constitutional law requires the reconstruction and critical integration of the economic phenomenon on the basis of the classical conceptual tools of constitutional law. The mutual reproduction of the two subsystems is reinforced by the interrelation between the economy and politics. The tools of constitutional law to contain the latent anti-democratic capacity of the principle of technical independence are the principle of popular representation, political and social pluralism and the democratic method of alternation (between the actual and potential majority).*

In extending the theoretical scope of the object of study to its socio-legal context (EMU), an inherent requirement for reconstructing the constitutional problem of the ECB was the translation of economic terminology into the vocabulary of constitutional law. I have argued in this dissertation that there is a constitutional projection in the definition of the principle of the technical independence of the central bank from the discipline of economics. Neoclassical economists formulate the essential premise of the organisational principle of

contemporary monetary authorities as follows: an independent central bank leads, *ceteris paribus*, to a lower level of inflation. However, I have shown why a basic economic definition of central banking cannot be divorced, even partially, from the political-constitutional reality, after analytically deconstructing the time inconsistency problem (itself linked to the economic assumption of rational expectations), the public choice school worldview and the monetarist proposal of countermajoritarian institutions. All these proposals are aimed at counteracting the short-term tendency of the democratic decision-making process. This is precisely where the possibility of reflecting the social conflicts of the present in a pluralistic way, while keeping the future open, is safeguarded.

It is in this sense that neo-liberal and ordo-liberal thought has also sought to camouflage in economic terms the normative claims of the expansion of technical rationality beyond the limits allowed by the democratic principle. I have suggested that the arguments put forward by neoclassical, neo-liberal and ordo-liberal authors ultimately promote the monopolisation (or at least the encroachment) of the political and social sub-systems by the market. They argue that a system of free pricing (based on perfect competition) is a perfect expression of democracy and guarantees efficient social coordination and, in particular, individual freedom. In the light of this reasoning, I have explained why technical rationality (based on utility, results to be achieved and maximum efficiency) can also be the pathology of the constitutional state, insofar as it is the cause of the atrophy of its democratic institutions and, by extension, of constitutional democracy itself. I have concluded that resisting the potentially widespread capture of its democratic methods by the logic of functionality will be the (ever-present) task of the political subsystem.

On the other hand, I have pointed out that the installation of the regulatory state in post-industrial societies has allowed for ad hoc state intervention in the economy and society whenever possible and appropriate (always from an ontology that primarily protects the spontaneous, stabilising, and thus tendentially liberating dynamics of the market). I came to the conclusion that the regulatory state, although it has led to a renewed recognition of the autonomy of the economic and social subsystems, has irreversibly reduced the capacity of the continental nation-state to



fulfil its constitutional function of social integration by redistributing the national product - a function, let us remember, that had rightly ensured the reconstruction and reproduction of post-war European political systems.

I pointed out that this would be the cultural and geopolitical context in which the Member States of the European Community would decide to transfer to the Union their traditional economic instruments which would allow them, on the one hand, to reposition themselves in international trade (i.e. the exchange rate) and, on the other hand, to guarantee the presumption of (their) public debt as a safe asset on the financial market (i.e. based on the unlimited economic capacity of the political power to create and collect taxes in the national territory in order to meet its payment obligations). I have identified a final element that would irrevocably bind the expansionary fiscal propensity of the eurozone states: The political-constitutional rules of EMU, which impose fiscal discipline and prohibit fiscal co-responsibility among member states as well as the financing of their sovereign debt by the ECB.

In particular, the integration of economic theory into the constitutional analysis enabled me to move away from the essentially neo-liberal premises that have given institutional life to EMU and hence to the ECB. Applying the theory of optimal currency areas to the euro area, it has become clear that EMU is prone to crises due to the lack of transnational and unconditional credit transfer mechanisms from surplus states to deficit states. As with any common currency area based on a capitalist economy, the success of EMU in the long run depends on the implementation of fiscal measures that are able to compensate for the inherent imbalances.

#### FIFTH ARGUMENT

*The constitutional problem of the ECB can be explained in the light of the failure of the nation states of the euro area to react (politically) to the imbalances inherent in a common currency area in order to save national sovereignty. The socio-economic pressure constantly exerted on the supranational monetary body is the main consequence of this political failure.*

Firstly, the supranational economic constitution is based on the paradox of non-financial co-responsibility in Article 125 TFEU. As I said, this paradox consists

in the a priori assuming of risks (commercial and financial) linked to events that go beyond the fiscal sphere of action of the state. On the other hand, the constitutionalisation of the principle of budgetary discipline in the Union Treaties (and even in some national constitutions) showed that the Member States committed themselves to managing the common risks arising from EMU by voluntarily amputating the capacity to issue debt. In this way, I found that the «solution» to an economic crisis in the (deficit) country was not (by way of) transnational capital transfers from surplus countries, but sovereign default. They are justified by moral hazard, which makes debtor countries solely responsible for profligate financial practices.

I have explained that the fundamental reason for this voluntary commitment of Member States to the supranational rules of EMU - even if they renounce their ability to stabilise national economies in the event of a crisis - lies in their political will to protect (even theoretically) the principle of national democracy. In the light of the founding treaty, the Member States are the exclusive political entities with original democratic legitimacy. Thus, the renewed ability of the constitutional states of the Eurozone (especially the surplus states) to influence the present and future of the European integration process according to a precise economic ontology (fiscal discipline) is the key to the political theory of power delegation.

After establishing the economic premises with a political-constitutional projection of EMU, I examined, from a diachronic perspective, the insufficiency of the anti-crisis measures developed by the political decision-makers since 2008. I have argued that it is precisely a manifestation of the political failure to respond to EMU's intrinsic imbalances that a new overarching objective (the financial stability of the euro and its Member States) has been enshrined in the Union's Treaties and constitutionally incorporated into the ECB's telos. I noted that, as the holder of an exclusive competence (monetary policy), the ECB's effective ability to ensure its primary objective (price stability) depends crucially on EMU's socioeconomic sustainability. This, in turn, is conditioned by the imminent need to implement fiscal mechanisms for the redistribution of credit in the euro area.

SIXTH ARGUMENT

*The potentially redistributive interventions of the ECB cannot (and should not) compensate for the political-constitutional requirements inherent in a single currency area (i.e., the existence of a federal fiscal power) if the plausibility of the principle of technical independence is to be guaranteed from a constitutional-democratic point of view.*

I have argued that the political-constitutional configuration of EMU, confronted with a material reality completely different from that which the supranational economic constitution seeks to govern, has burdened the function of the ECB with social policy responsibilities which, given the conceptual outlines of its organisational principle (technical independence), it should not have to guarantee. In the wake of the Great Depression, there has been a widespread trend towards the political management of economic affairs through intergovernmental methods of cooperation (as opposed to supranational methods) and through the supranational monetary body, which, it should be remembered, is essentially technical and functional in nature. Reframing the constitutional problem in these terms allows us to conclude that the (undue) socio-economic pressure exerted on the telos of the ECB (at least since 2008) reveals perhaps the last existential dilemma of the Eurozone nation-states: how to deal with the constitutional problem of the trade imbalances inherent in the common currency area that they themselves have legally constructed, without in the process - and irremediably - diluting their principle of popular representation.

#### SEVENTH ARGUMENT

*While the ECB reproduces its technical legitimacy despite its context - that is to say, despite belonging institutionally to an unstable monetary area lacking a principle of territorial solidarity capable of stabilising it politically - the Federal Reserve guarantees its legitimacy over time precisely because it manages to update its (essentially technical) institutional existence according to the constitutional transformations of the federal political organisation in which it is legally embedded.*

In view of the elastic and relational nature of the principle of technical independence of an independent central bank, a final question raised with regard to the conceptual contours of this principle concerned the following: Would the legitimising force of the organisational principle of independence automatically be

weakened in the face of a monetary authority that ensures a dual objective? In order to examine plausible extensions of the principle of technical independence in the light of its (necessary) vital connection with the democratic principle, I have turned to the example of the US Federal Reserve as an independent monetary authority that discretionarily ensures a dual objective - also from a diachronic dimension. I have argued that the current configuration of the Federal Reserve (i.e., as an independent central bank that simultaneously guarantees two objectives in supposed inherent tension) is the result of an institutional evolution that has developed over more than six decades and that, through its three founding moments, has restructured its (technical) institutional existence in the light of substantial transformations of the American constitutional order. Taking into account, on the one hand, the broadening of the ECB's objectives due to the socio-economic pressures that its institutional environment exerts on its telos (i.e., having to compensate technically for the lack of centralised political power in the Union); And, on the other hand, the limits inherent in its organisational principle (linked to the achievement of the objective entrusted through technical-functional rationality), it is concluded that the conceptual concessions that the national democratic principle can admit in order to save the (concept of) Member States' sovereignty seem to have come to an end.





## BIBLIOGRAFÍA CITADA

ACKERMAN, B., «The new separation of Powers», *Harvard Law Review*, vol. 113, núm. 3, 2000, pp. 633-729.

— *We the People. Volume I: Foundations*, Harvard University Press, Massachusetts [1991], 1999.

ADAMSKI, D., «Objectives of EMU», en AMTENBRINK, F., HERRMANN, C., REPASI, R., (dir.), *The EU law of Economic and Monetary Union*, Oxford University Press, Oxford, 2020, pp. 214-258.

AGLIETTA, M., «Orden monetario y bancos centrales», *Cuadernos de Economía*, vol. XV, núm. 24, Bogotá, 1996, pp. 55-87.

AGUILAR CALAHORRO, A., «La decisión *Pringle* en el proceso de constitucionalización de la Unión Europea», *Revista Española de Derecho Constitucional*, núm. 101, mayo-agosto, 2014, pp. 337-380.

ALESINA, A., «Macroeconomics and politics», *NBER macroeconomics annual*, núm. 3, 1988, pp. 13-52.

ALESINA, A., MIRRLEES, J.M., NEUMANN, M.J.M., «Politics and Business Cycles in Industrial Democracies», *Economic Policy*, vol. 4, núm. 8, 1989, pp. 57-98.

ALLEN, F., COVI, G., GU, X., KOWALEWSKI, O., MONTAGNA, M., «The interbank market puzzle», *ECB Working Paper Series*, núm. 2374, febrero de 2020.

APEL, E., *Central banking systems compared: the ECB, the Pre-Euro Bundesbank and the Federal Reserve System*, Routledge, London / New York, 2003.

ARENDT, H., *The Human Condition*, The University of Chicago Press, Chicago & London, 2ª ed., 2018.

ARJONA SÁNCHEZ, M.J., «Un diseño institucional de la Eurozona para un Green New Deal», *Revista Inclusiones*, vol. 8, núm. especial, 2021, pp. 59-73.

— *El euro, entre la nostalgia postmoderna al oro y un supra-federalismo europeo. Un debate constitucional*, Thomson Reuters-Aranzadi, Cizur Menor, 2021.

ARRANZ ALONSO, L., «Aspectos legales del MUS», en UREÑA SALCEDO, J.A., (coord.), *Unión Bancaria Europea. Lecciones de Derecho Público*, Iustel, Madrid, 2019, pp. 15-34.

ARROYO GIL, A., GIMÉNEZ SÁNCHEZ, I.M., «La incorporación constitucional de la cláusula de estabilidad presupuestaria en perspectiva comparada: Alemania, Italia y Francia», *Revista Española de Derecho Constitucional*, núm. 98, 2013, pp. 149-88.

ATHANASSIOU, P., «Reflections on the modalities for the appointment of National Central Bank Governors», *European Law Review*, núm. 1, 2014, pp. 27-46.

AYHAN KOSE, M., PRASAD, E., «Capital Accounts: Liberalize or Not?», *IMF Finance & Development*, 24.2.2020. Disponible en línea: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/basics/capital.htm>.

AZPITARTE SÁNCHEZ, M., «Crisis económicas: un problema constitucional: A propósito de la COVID», *Icade. Revista de la Facultad de Derecho*, núm. 110, 2021.

— «New Forms of Government Induced by Crisis Management», en FARAHAT, A., ARZOZ, X., (dir.), *Contesting Austerity. A Socio-Legal Inquiry, Ebook*, Hart - Oñati International Series in Law and Society, 2021, pp. 43-58.

— «El capitalismo sin mercado financiero y sus consecuencias sobre el Estado constitucional. Crónica política y legislativa del año 2012», *Revista Española de Derecho Constitucional*, núm. 100, enero-abril, 2014, pp. 151-179

— «La funcionalidad de la ley en un sistema político fragmentado», en PRESNO LINERA, M.Á. (coord.), *La metamorfosis del Estado y del Derecho*, Fundamentos núm. 8, Junta General del Principado de Asturias, 2014, pp. 255-288.

— «Alternancia y reconstrucción de la constitución económica: Crónica política y legislativa del año 2011», *Revista Española de Derecho Constitucional*, vol. 32, núm. 94, 2012, pp. 183-208.

— «Constitución del pluralismo y método jurídico», *Teoría y Realidad Constitucional*, núm. 21, 2008, pp. 447-459.

— *Cambiar el pasado*, Tecnos, Madrid, 2008.

— *El Tribunal Constitucional ante el control del Derecho comunitario derivado*, Civitas, 2002.

BABB, S., KENTIKELIS, A., «International Financial Institutions as Agents of Neoliberalism», en CAHILL, D., COOPER, M., KONINGS, M., PRIMROSE, D. (dirs.), *The SAGE Handbook of Neoliberalism*, SAGE Publications, Los Angeles / London / New Delhi / Singapore / Washington D.C. / Melbourne, 2018, pp. 16-27.

BAGEHOT, B., *Lombard Street: A Description of the Money Market*, H.S. King, London, 1873.

BAILY, M.N., «Discussion to M.L. WACHTER, S.M. WACHTER, 'Institutional Factors in Domestic Inflation'», *Rational Expectations and Econometric Practice*, núm. 1, 1981 pp. 156-163.

BALAGUER CALLEJÓN, F., AZPITARTE SÁNCHEZ, M., GUILLÉN LÓPEZ, E., SÁNCHEZ BARRILAO, J.F. (dirs.), *El impacto de la crisis económica en las instituciones de la UE y los Estados miembros*, Thomson Reuters Aranzadi, Pamplona, 2015.

BALAGUER CALLEJÓN, F., «Crisis económica y crisis constitucional en Europa», *Revista Española de Derecho Constitucional*, núm. 98, mayo-agosto, 2013, pp. 91-107.

— «El final de una época dorada. Una reflexión sobre la crisis económica y el declive del derecho constitucional nacional», *Estudos em homenagem ao Prof. Doutor José Joaquim Gomes Canotilho*, vol. II, Constituição e Estado: entre Teoria e Dogmática, Coimbra Editora, Coimbra, 2012, pp. 99-121.



— «El sistema de fuentes en la Constitución europea», *Revista de Derecho constitucional europeo*, núm. 2, julio-diciembre, 2004, pp. 61-79.

BARRO, R.J., GORDON, D., «Rules, discretion and reputation in a model of monetary policy», *Journal of Monetary Economics*, núm. 12, 1983, pp. 101-121.

BAWN, K., «Choosing Strategies to Control the Bureaucracy: Statutory Constraints, Oversight, and the Committee System», *Journal of Law, Economics, and Organization*, núm. 13, 1997, pp. 101-26.

BECK, U., *La sociedad del riesgo: hacia una nueva modernidad*, Paidós, Barcelona, 2002.

BERNSTEIN, P.L., *The Power of Gold: The History of an Obsession*, John Wiley & Sons, New York, 2004.

BIEBRICHER, T., VOGELMANN, F., (dirs.), *The birth of austerity: German ordoliberalism and contemporary neoliberalism*, Rowman Littlefield International, London / New York, 2017.

BINKLEY, S., «The Emotional Logic of Neoliberalism: Reflexivity and Instrumentality in Three Theoretical Traditions», en CAHILL, D., COOPER, M., KONINGS, M., PRIMROSE, D. (dirs.), *The SAGE Handbook of Neoliberalism*, SAGE Publications, Los Angeles / London / New Delhi / Singapore / Washington D.C. / Melbourne, 2018, pp. 580-595.

BLACK, D., *The Theory of Committees and Elections*, Cambridge University Press, Cambridge, 1958.

BLACKBURN, S., *The Oxford Dictionary of Philosophy*, Oxford University Press, Oxford, 3<sup>a</sup> ed., 2016.

BLYTH, M., *Austerity: The history of a dangerous idea*, Oxford University Press, Oxford, 2013.

BÖHM, F., «Decartelisation and De-concentration. A Problem for Specialists or a Fateful Question?», trad. M. Everson, en T BIEBRICHER, T., VOGELMANN, F., (dirs.), *The birth of austerity. German ordoliberalism and contemporary neoliberalism*, Rowman Littlefield International, London / New York, 2017, pp. 121-135.

— «Economic Ordering as a Problem of Economic Policy and a Problem of the Economic Constitution», trad. M. Everson, en BIEBRICHER, T., VOGELMANN, F., (dirs.), *The birth of austerity. German ordoliberalism and contemporary neoliberalism*, Rowman Littlefield International, London / New York, 2017, pp. 115-120.

BÖKENFÖRDE, E.W., *Estudios sobre el Estado de Derecho y la Democracia*, Trotta, Madrid, 2000.

BOVENS, B., «Two Concepts of Accountability: Accountability as a Virtue and as a Mechanism», *West European Politics*, vol. 33, núm. 5, 2010, pp. 946-967.

BOYD, E., NYKVIST, B., BORGSTRÖM, S., STACEWICZ, I.A., «Anticipatory governance for social-ecological resilience», *A Journal of Environment and Society*, núm. 44, 2015, pp. 149-161.

BRENNAN, G., BUCHANAN, J.M., *The reason of rules. Constitutional political economy*, Cambridge University Press, Cambridge, 1985.

BRUNNERMEIER, M.K., JAMES, H., LANDAU, J.-P., *The Euro and the Battle of Ideas*, Princeton University Press, Princeton, 2016.

BRYCE, J., *Modern Democracies*, vol. II, Jazzybee Verlag, E-book, 2017.

BUCHANAN, J.M., «Chapter VI. Predictability: The Criterion of Monetary Constitutions», en YEAGER, L.B. (dir.), *In Search of a Monetary Constitution*, Harvard University Press, Cambridge, MA and London, England, [1962] 2013, pp. 155-183.

— BUCHANAN, J.M., «The constitutionalization of money», *Cato Journal*, vol. 30, núm. 2, 2010, pp. 251-258.

— «The Constitution of Economic Policy», *Science*, vol. 236, 1987, pp. 1433-1436.

BUCHANAN, J.M., TULLOCK, G., *The Calculus of Consent: Logical Foundations of Constitutional Democracy*, University of Michigan Press, Indianapolis, [1962] 2ª ed., 1999.

BUCHANAN, J.M., WAGNER, R.E., *The Collected Works of James M. Buchanan. Vol. 8. Democracy in deficit: The political legacy of Lord Keynes*, Liberty Fund, Indianapolis, [1977], 2000.

BUONO, G., «Banking authorisations and the acquisition of qualifying holdings as unitary and composite procedures and their judicial review», en C. ZILIOLI, K.-P. WOJCIK, *Judicial Review in the European Banking Union*, Edward Elgar Publishing, 2021, pp. 251-284.

CAHILL, D., COOPER, M., KONINGS, M., PRIMROSE, D. (dirs.), *The SAGE Handbook of Neoliberalism*, SAGE Publications, Los Angeles / London / New Delhi / Singapore / Washington D.C. / Melbourne, 2018.

CALHOUN, C. (dir.), *Dictionary of the Social Sciences*, Oxford University Press, Oxford, 2002.

CALVO, G.A., «On the time inconsistency of Optimal Policy in a Monetary Economy», *Econometrica*, núm. 46, 1988, pp. 1411-1428.

CANDELA, R.A., «Public Choice: The Virginia School», en MARCIANO, A., RAMELLO, G.B., (dirs.), *Encyclopedia of Law & Economics*, Springer, New York 2018, pp. 1712-1719.

CAPETA, T., «The role of Courts in economic governance in the European Union», en F.J. CARRERA HERNÁNDEZ (dir.), *¿Hacia una nueva gobernanza económica de la Unión Europea?*, Thomson Reuters-Aranzadi, Pamplona, capítulo V.

CARRERA HERNÁNDEZ, F.J., (dir.), *¿Hacia una nueva gobernanza económica de la Unión Europea?*, Thomson Reuters-Aranzadi, Pamplona, 2018.

CENTENO, M.A., «The new Leviathan: The dynamics and limits of technocracy», *Theory and Society*, vol. 22, núm. 3, 1993, pp. 307-335.

CHALMERS, D., JACHTENFUCHS, M., JOERGES, C., «The retransformation of Europe», en CHALMERS, D., JACHTENFUCHS, M., JOERGES C. (dirs.), *The End of the Eurocrats' Dream*, Cambridge University Press, Cambridge, 2016, pp. 1-28.

CHERNY, P.G., «Paradoxes of the Competition State: The Dynamics of Political Globalization», *Government and Opposition*, vol. 32, núm. 2, abril, 1997, pp. 251-274.

CHRISTODOULIDIS, E., *The Redress of Law: Globalisation, Constitutionalism and Market Capture*, Cambridge University Press, Cambridge, 2021.

CONTI-BROWN, P., «Central banking and institutional change in the United States: punctuated equilibrium in the development of money, finance and banking», en CONTI-BROWN, P., R.M. LASTRA, R.M., (dirs.), *Research Handbook on Central Banking*, Edward Elgar Publishing, Cheltenham / Northampton, 2018, pp. 6-33.

— «The twelve federal reserve banks: governance and accountability in the 21st century», *Stanford University Working Paper*, núm. 203, 2015, p. 4

CRAIG, P., «Pringle: Legal Reasoning, text, purpose and teleology», *Maastricht Journal of European and Comparative Law*, vol. 20, núm. 3, 2013, pp. 3-11.

CURTIN, D., «Challenging Executive Dominance in European Democracy», *The Modern Law Review*, vol. 77, núm. 1, 2014, pp. 1-32.

DAHL, R.A., «Thinking About Democratic Constitutions: Conclusions from Democratic Experience», *Nomos*, núm. 38, 1996, pp. 175-206.

— *After the revolution? Authority in a good society*, Yale University Press, New Haven & London, 1990 [1970].

— *A Preface to Democratic Theory*, Chicago University Press, Chicago, expanded ed. 2006 [1956].

DANI, M., «Deconstitutionalising the Economic and Monetary Union», *ECB Legal Conference: Continuity and change – how the challenges of today prepare the ground for tomorrow*, 2021, pp. 282-308.

DANI, M., MENÉNDEZ MENÉNDEZ, A.J., «El gobierno europeo de la crisis del coronavirus», *Revista de Derecho Constitucional Europeo*, núm. 34 (julio-diciembre), 2020, [https://www.ugr.es/~redce/REDCE34/articulos/11\\_DANIA\\_MENENDEZ.htm#nueve](https://www.ugr.es/~redce/REDCE34/articulos/11_DANIA_MENENDEZ.htm#nueve)

DAVIES, W., «The Neoliberal State: Power Against Politics», en CAHILL, D., COOPER, M., KONINGS, M., PRIMROSE, D. (dirs.), *The SAGE Handbook of Neoliberalism*, SAGE Publications, Los Angeles / London / New Delhi / Singapore / Washington D.C. / Melbourne, 2018, pp. 273-283.

DAWSON, J.P., «The Gold Clause Decisions», *Michigan Law Review*, vol. 33, núm. 5, 1935, pp. 647-684.

DAWSON, M., BOBIĆ, A. MARICUT-AKBIK, A., «Reconciling independence and accountability at the European Central Bank: The false promise of proceduralism», *European Law Journal*, núm. 25, 2019, pp. 75-93.

DE ANGELIS, G., «A New Role for the European Stability Mechanism in Post-COVID-19 EMU? Explaining the Failure of the Pandemic Crisis Support and Assessing Ways Forward», *International Journal of Political Economy*, vol. 51, núm. 1 2022, pp. 18-32.

DE CABO MARTÍN, C., «El Tratado Constitucional Europeo y el Constitucionalismo del Estado social», *Teoría y realidad constitucional*, núm. 19, 2007, pp. 199-213.

DE GREGORIO MERINO, A., «El Derecho de la Unión y el Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza en la Unión Económica y Monetaria», *Revista de Derecho Europeo*, núm. 45 (enero-marzo), 2013, pp. 27-60.

DE GREGORIO MERINO, A., «Legal developments in the Economic and Monetary Union during the debt crisis: the mechanisms of financial assistance», *Common Market Law Review*, vol. 49, núm. 5, 2012, pp. 1613-1645.

DE HAAN, J., PATTIPEILOHY, C., *Advanced Introduction to Central Banks and Monetary Policy*, Edward Elgar, Cheltenham / Massachussets, 2022.

DE LAROSIÈRE, J., «The de Larosière Group», *Report of the High-Level Group on Financial Supervision in the EU*, Bruselas, 2009.

DE LOS RÍOS, F., *El sentido humanista del socialismo*, Biblioteca Nueva, Madrid, 2006.

DE MIGUEL BÁRCENA, J., «Estabilidad financiera en entornos federales: la nueva Constitución Económica del riesgo», *ReDCE*, año 13, núm. 26, julio-diciembre, 2016, pp. 49-85.

DE OTTO Y PARDO, I., *Obras completas*, Universidad de Oviedo–CEPC, Madrid, 2010.

DEBELLE, G., FISCHER, S., «How independent should a central bank be», *Conference Series; [Proceedings]*, vol. 38, *Federal Reserve Bank of Boston*, 1994, pp. 195-225.

DEMUTH, C., «Can the Administrative State be Tamed?», *Journal of Legal Analysis*, vol. 8, núm. 1, 2016, pp. 121–190.

DESAN, C., *Making money: coin, currency, and the coming of capitalism*, Oxford University Press, Oxford, 2014.

DI MUZIO, T., «Disciplinary Neoliberalism, the Tyranny of Debt and the 1%», en CAHILL, D., COOPER, M., KONINGS, M., PRIMROSE, D. (dirs.), *The SAGE Handbook of Neoliberalism*, SAGE Publications, Los Angeles / London / New Delhi / Singapore / Washington D.C. / Melbourne, 2018, pp. 457-468.

DÍAZ, E., «Neocons y Teocons: Fundamentalismo *versus* Democracia», *Anales de la Cátedra Francisco Suárez*, núm. 44, 2010, pp.61-79.

DOUGLASS, N.G., «Institutions», *The Journal of Economic Perspectives*, vol. 5, núm. 1, 1991, pp. 97–112.

DYSON, K. FEATHERSTONE, K., *The Road to Maastricht: Negotiating Economic and Monetary Union*, Oxford Scholarship Online, noviembre 2003, DOI: 10.1093/019829638X.001.0001.

ECCLES, M., *Beckoning frontiers: Public and personal recollections*, Economic Almanac, New York, 1951.

EIJFFINGER, S.C.W., DE HAAN, J., «The political economy of central bank independence», *Special Papers in International Economics*, núm. 19, mayo 1996, pp. 1-92.

EPSTEIN, D., O'HALLORAN, S., *Delegating Powers: A Transaction Cost Politics Approach to Policy Making under Separation of Powers*, Cambridge University Press, Cambridge, 1999.

EPSTEIN, R.A., RHODES, M., «The political dynamics behind Europe's new banking unión», *West European Politics*, vol. 39, núm. 3, 2016, pp. 415-437.

ESTEVE PARDO, J., *El Estado garante. Idea y realidad*, Instituto Nacional de Administración Pública, Madrid, 2015.

EUCKEN, W., «Competition as the Basic Principle of the Economic Constitution» [1942], en BIEBRICHER, T. VOGELMANN, F. (dirs.), *op. cit.*, trad. K. Tribe, pp. 81-98.

— «Structural Transformations of the State and the Crisis of Capitalism», trad. K. Tribe, en BIEBRICHER, T., VOGELMANN, F. (dirs.), *The birth of austerity. German ordoliberalism and contemporary neoliberalism*, Rowman Littlefield International, London / New York, 2017, K. Tribe, pp. 51-72.

— «What is the Competitive Order», trad. M. Everson, en BIEBRICHER, T., VOGELMANN, F. (dirs.), *The birth of austerity. German ordoliberalism and contemporary neoliberalism*, Rowman Littlefield International, London / New York, 2017, pp. 99-107.

EVERSON, M., «Banking on Union: EU Governance between Risk and Uncertainty», en DAWSON, M., ENDERLEIN, H., JOERGES, C. (dir.), *Beyond the Crisis: The Governance of Europe's Economic, Political, and Legal Transformation*, Oxford University Press, Oxford, 2015, pp. 137-163.

— «The Fault of Law in Economic Crisis», *Law and Critique*, vol. 24, núm. 2, 2013, pp. 107-129.

F. AMTENBRINK, C. HERRMANN, «Introduction», en AMTENBRINK, F., HERRMANN, C., REPASI R., (dir.), *The EU law of Economic and Monetary Union*, Oxford University Press, Oxford, 2020, pp. 1-12.

FALLON, R.H. Jr., «Legitimacy and the Constitution», *Harvard Law Review*, vol. 118, núm. 6, abril, 2005, pp. 1787-1853.

FARAHAT, A., ARZOZ, X. (dirs.), *Contesting Austerity. A Socio-Legal Inquiry*, Ebook, Hart - Oñati International Series in Law and Society, 2021.

FELD, L.P., KÖHLER, E.A., NIENTIEDT, D., «Ordoliberalism, pragmatism and the eurozone crisis: How the German tradition shaped economic policy in Europe», *Freiburger Diskussionspapiere zur Ordnungsökonomik*, núm. 4, 2015. Disponible en: <https://www.econstor.eu/handle/10419/111262>

FERRAN, E., BABIS, A., «The European Single Supervisory Mechanism», *Research Paper Series of University of Cambridge Faculty of Law Legal Studies*, núm. 10, 2013.

FISHER, I., «I Discovered the Phillips Curve: A Statistical Relation between Unemployment and Price Changes», *Journal of Political Economy*, vol. 81, núm. 2, 1973, pp. 496–502.

FORSTHOFF, E., *El Estado de la sociedad industrial*, trad. J. Nicolás Muñoz y L. López Guerra, CEPC, Madrid, 2013 [1971].

FRIEDMAN, M., «Nobel Lecture: Inflation and Unemployment», *Journal of Political Economy*, vol. 85, núm. 3, 1977, pp. 451–72.

FRIEDMAN, M., «Reply to Walter Heller», en FRIEDMAN, M., HELLER, W.W., *Monetary vs. Fiscal Policy*, W.W. Norton & Company, New York, 1969, pp. 71-80.

— *The optimum quantity of money and other essays*, Aldine, Chicago, 1969.

— «Should there be an independent monetary authority?», en YEAGER, L.B. (dir.), *In search of a Monetary Constitution*, Harvard University Press, Cambridge, 1962, pp. 219-243.

— *Essays in Positive Economics*, University of Chicago Press, Chicago, 1953.

FROMAGE, D., «Towards increasing unity and continuing executive predominance within the E(M)U post-COVID?», *Legal Issues of Economic Integration*, vol. 47, núm. 4, diciembre de 2020, pp. 385-408.

GALBRAITH, J.K., *Money: Whence it came, where it went*, Houghton Mifflin, Massachusetts, 1975.

GARCÍA ALCORTA, J., *El Banco Central Europeo*, Aranzadi, Pamplona, 1ª ed., 2011.

GARCÍA-ANDRADE GÓMEZ, J., «La regulación de la política macroeconómica: un desafío para el Derecho Público», *Revista de Derecho Público: Teoría y método*, núm. 2, 2020, pp. 125-160.

— «Capítulo IV: El sistema monetario en una Unión Europea de Derecho», en SALVADOR ARMENDÁRIZ, M.ª A. (dir.), *Regulación bancaria: transformaciones y Estado de Derecho*, ICS-Aranzadi, Navarra, 2014, pp. 251-320.

GARCÍA-ESCUADERO MÁRQUEZ, P., «La acelerada tramitación parlamentaria de la reforma del artículo 135 de la constitución (Especial consideración de la inadmisión de

enmiendas. Los límites al derecho de enmienda en la reforma constitucional)», *Teoría y realidad constitucional*, núm. 29, 2012, pp. 165-198.

GARCÍA-PELAYO, M., «Las transformaciones del Estado contemporáneo», en *Idem, Obras Completas*, vol. II, Centro de Estudios Constitucionales, Madrid, 1991.

GARZÍN CLARIANA, F. (dir.), *Democracy in the new economic governance of the European Union*, Marcial Pons, Madrid, 2015.

GENSCHEL, P., SEELKOPF, L., «The Competition State: The Modern State in a Global Economy», en LEIBFRIED, S., HUBER, E., LANGE, M., LEVY, J.D., STEPHENS, J.D. (dirs.), *The Oxford Handbook of Transformations of the State*, Oxford University Press, Oxford, 2015.

GERBER, D.J., «Constitutionalizing the Economy: German Neo-liberalism, Competition Law and the “New Europe”», *American Journal of Comparative Law*, vol. 42, núm. 25, 1994, p. 29. Disponible en: [https://scholarship.kentlaw.iit.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1220&context=fac\\_schol](https://scholarship.kentlaw.iit.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1220&context=fac_schol)

GETHIN, A., MARTÍNEZ-TOLEDANO, C., PIKETTY, T., «Brahmin Left Versus Merchant Right: Changing Political Cleavages in 21 Western Democracies, 1948–2020», *World Inequality Lab – Working Paper*, núm. 15, 2021, pp. 1-48.

GOLDMANN, M., «Constitutional pluralism as mutually assured discretion: the Court of Justice, the German Federal Constitutional Court, and the ECB», *Maastricht journal of European and comparative law*, vol. 23, núm. 1, 2016, pp. 119-135.

GOLDMANN, M., «United in Diversity? The relationship between monetary policy and prudential supervision in the Banking Union», *European Constitutional Law Review*, núm. 14, 2018, pp. 283-310.

GOLDONI, M., WILKINSON, M.A., «The Material Constitution», *The Modern Law Review*, vol. 81, núm. 4, 2018, pp. 567-597

GOLIA, A.Jr., TEUBNER, G., «El Constitucionalismo Social: una década de fragmentos constitucionales», trad. D. Dobre, *ReDCE*, núm. 35, enero-junio de 2021. Disponible en línea: [https://www.ugr.es/~redce/REDCE35/articulos/06\\_GOLIA\\_TEUBNER.htm](https://www.ugr.es/~redce/REDCE35/articulos/06_GOLIA_TEUBNER.htm)

GONZÁLEZ-PÁRAMO, J.M., «Expectations and credibility in modern central banking: A practitioner’s view», Speech at the ECB Conference on «Inflation Targeting, Central Bank Independence and Transparency», Cambridge, 15.6.2007. Disponible en línea: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2007/html/sp070615.en.html>

GOODHART, C., SCHOENMAKER, D., «Should the functions of monetary policy and banking supervisión be separated?», *Oxford Economic Papers*, New Series, vol. 47, núm. 4, 1995, pp. 539-560.

GORTSOS, C.V., «Banking resolution. The EU Framework Governing the Resolution of Credit Institutions», en AMTENBRINK, F., HERRMANN, C., REPASI, R. (dirs.), *The EU law of Economic and Monetary Union*, Oxford University Press, Oxford, 2020, pp. 1145-1180.

GRIMM, D., *Constitutionalism: past, present, and future*, Oxford University Press, Oxford, 2016.

GUEVARA CASTAÑEDA, C.A., «Pensando la naturaleza de la moneda desde una perspectiva crítica posfundacional», *Panorama Económico*, vol. 27, núm. 1, 2019, pp. 208–227.

GUILLÉN LÓPEZ, E., *Repensando la forma de gobierno: constitucionalismo, democracia y parlamentarismo en contextos posnacionales*, Fundación Manuel Giménez Abad, Zaragoza, 2019.

GUNNELL, J.G., «The technocratic image and the theory of technocracy», *Technology and Culture*, vol. 23, núm. 3, 1982, pp. 392-416.

GUTIÉRREZ GUTIÉRREZ, I., «Debates sobre la metodología del Derecho público con la perspectiva de la multiculturalidad y la globalización», en PRESNO LINERA, M.Á. (coord.), *La metamorfosis del Estado y del Derecho*, Fundamentos, núm. 8, Junta General del Principado de Asturias, Oviedo, 2014.

HÄBERLE, P., *Tiempo y Constitución*, trad. J. L. León Vásquez, Palestra Editores, Lima, 2017.

HABERMAS, J., «Law as Medium and Law as Institution», en TEUBNER, G., (ed.), *Dilemmas of Law in the Welfare State*, De Gruyter, Berlin, 1985, pp. 203-220.

HALL, S., «The Great Moving Right Show», *Marxism Today*, vol. 23, núm. 1, 1979, pp. 14-20.

HANSEN, P., «From Finance Capitalism to Financialization: A Cultural and Narrative Perspective on 150 Years of Financial History», *Enterprise and Society*, vol. 15, núm. 4, 2014, pp. 605-642.

HART JR., H.M., «The Power of Congress to Limit the Jurisdiction of Federal Courts: An Exercise in Dialectic», *Harvard Law Review*, vol. 66, 1952, pp. 1362-1402.

HART, H.L.A., *The Concept of Law*, Oxford University Press, Oxford, 3ª ed., 2012.

HAYEK, F.A., «Competition as a discovery procedure», [1968] trad. Marcellus S. Snow, *Quarterly Journal of Austrian Economics*, vol. 5, núm. 3, 2002, pp. 9-23.

— *Law, Legislation and Liberty. Vol. II: The Mirage of Social Justice*, Routledge, London, [1976] 1998.

— *La fatal arrogancia. Los errores del socialismo*, Unión Editorial, Madrid, 1990.

HELLER, H., *Teoría del Estado*, Comares, Granada, 2004.

HELLER, W.W., «Is Monetary Policy being Oversold?», en FRIEDMAN, M., HELLER, W.W., *Monetary vs. Fiscal Policy*, W.W. Norton & Company, New York, 1969, pp. 13-43.

HERMANN, C. DORNACHER, C., «Chapter 10: The Monetary Policy of EMU», en HERMANN, C. DORNACHER, C. (dirs.), *International and European Monetary Law*, Springer, New York, 2017.



HERNÁNDEZ DE COS, P., «La nueva estrategia de política monetaria del Banco Central Europeo», IESE Business School, Barcelona, 17.9.2021. Disponible en línea: <https://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/IntervencionesPublicas/Gobernador/Arc/Fic/hdc170921.pdf>

HESSE, K., *Escritos de Derecho Constitucional*, trad. P. Cruz Villalón y M. Azpitarte Sánchez, Centro de Estudios Políticos y Constitucionales, Madrid [1967], 2012.

HETZEL, R.L., «The contributions of Milton Friedman to Economics», *FRB Richmond Economic Quarterly*, vol. 93, núm. 1, 2007, pp. 1-30.

HIBBS, D.A., «Political Parties and Macroeconomic Policy», *The American Political Science Review*, vol. 71, núm. 4, 1977, pp. 1467–1487.

HIEN, J., JOERGES, C., «Dead man walking? Current European interest in the ordoliberal tradition», *European Law Journal*, vol. 24, núm. 2-3, 2018, pp. 142-162.

HINOJOSA MARTÍNEZ, L.M., «La compatibilidad del Mecanismo Europeo De Estabilidad con el Derecho europeo: jurisprudencia para tiempos de crisis», en LIÑÁN NOGUERAS, D.J., SEGURA SERRANO, A., GARCÍA I SEGURA, C. (coords.), *Las Crisis Políticas y Económicas: Nuevos Escenarios Internacionales*, Tecnos, Madrid, 2014 (versión sin editar en [https://digibug.ugr.es/bitstream/handle/10481/31649/Cap%C3%ADtulo%20MEDE\\_2\\_013.pdf](https://digibug.ugr.es/bitstream/handle/10481/31649/Cap%C3%ADtulo%20MEDE_2_013.pdf)

— «Chapter 5: The Role of the ECB in the Supervision of Credit Institutions», en HINOJOSA-MARTÍNEZ, L.M., BENEYTO, J.M. (dirs.), *European Banking Union. The New Regime*, Kluwer, La Haya, 2015.

HOBBSAWM, E., *Age of Capital: 1848-1875*, Phoenix Press, London, 2000.

HOFFMANN, S., «Reflections on the Nation-State in Western Europe Today», *Journal of Common Market Studies*, vol. XXI, núm. 1 y 2, septiembre-diciembre, 1982, pp. 22-37.

HUMPHREY, T.M., «The Real Bills Doctrine», *Federal Reserve Bank of Richmond. Economic Review*, septiembre-octubre, 1982. Disponible en línea: <https://core.ac.uk/download/pdf/6917306.pdf>

INNERARITY, D., *Una teoría de la democracia compleja. Gobernar en el siglo XXI*, Galaxia Gutenberg, Barcelona, 2020.

IOANNIDIS, M., «The European Central Bank», en AMTENBRINK, F., HERRMANN, C., REPASI, R., (dirs.), *The EU law of Economic and Monetary Union*, Oxford University Press, Oxford, 2020, pp. 354-388.

— «Europe's new transformations: How the EU economic constitution changed during the Eurozone crisis», *Common Market Law Review*, vol. 53, núm. 5, 2016, pp. 1237-1282.

ISSING, O., *The birth of the euro*, Cambridge University Press, Cambridge, 2008.

IVERSEN, A., «The future of involuntary sovereign debt restructurings: *Mamatas and Others v Greece* and the protection of holdings of sovereign debt instruments under the ECHR», *Capital Markets Law Journal*, vol. 14, núm. 1, 2018, pp. 34-58.

JAFFE, L.L., «The Illusion of Ideal Administration», *Harvard Law Review*, vol. 86, 1973, pp. 1183-1199.

JOERGES, C., «Economic Constitutionalism and “The Political” of “The Economic”», en GRÉGOIRE, G., MINY, X., *The Idea of Economic Constitution in Europe*, Brill, Ebook, 2022, pp. 789-820.

JONUNG, L., DREA, E., «It Can't Happen, It's a Bad Idea, It Won't Last: U.S. Economists on the EMU and the Euro, 1989-2002», *Econ Journal Watch*, vol. 7, núm. 1, 2010, pp. 4-52.

JOOSEN, B., LEHMANN, M., «Proportionality in the Single Rule Book», en CHITI, M.P., SANTORO, V., (dirs.), *The Palgrave Handbook of European Banking Union Law*, Palgrave Macmillan, Basingstoke, 2019, pp. 65-90.

JUDT, T., *Posguerra. Una historia de Europa desde 1945*, trad. Jesús Cuéllar y Victoria E. Gordo del Rey, Taurus, Barcelona, 2005.

KASSIM, H., MENON, A., «The principal-agent approach and the study of the European Union. Promise unfulfilled?», en E. JONES, A. VERDUN, *The Political Economy of European Integration*, Routledge-Taylor and Francis, London/New York, 2005, pp. 39-53.

KEIZER, P., «The concept of Institution: Context and Meaning», *Tjalling C. Koopmans Research Institute, Discussion Paper Series* 08-22, 2008.

KELSEN, H., *De la esencia y el valor de la democracia*, trad. J.L. Requejo Pagés, KRK Pensamiento, Oviedo, 2009.

KENNEDY, D.M., «What the New Deal Did», *Political Science Quarterly*, vol. 124, núm. 2, 2009, pp. 251-268.

KEYNES, J.M., *The General Theory of Employment, Interest and Money* [1936], Palgrave Macmillan, London, 2018.

KING, M., «Monetary policy: Practice ahead of theory», Mais Lecture, 2005.

KITSCHOLT, H.P., REHM, P., «Polarity Reversal: The Socioeconomic Reconfiguration of Partisan Support in Knowledge Societies», *SAGE Journals*, 2022, pp. 1-47.

KLEIN, M.W., SHAMBAUGH, J.C., *Exchange rate regimes in the modern era*, MIT press, Massachusetts, 2012.

KOSKENNIEMI M. (dir.), *Sources of International Law*, Routledge - The Library of Essays in International Law, London/New York, 2001.

KRUGMAN, P., «Lessons of Massachusetts for the EMU», en TORRES, F., GIAVAZZI F. (dirs.), *Adjustment and Growth in the European Monetary Union*, Cambridge University Press, Cambridge, 1993, pp. 241-260.

KYDLAND, F.E., PRESCOTT, E.C., «Rules rather than discretion: The inconsistency of Optimal Plans», *Journal of Political Economy*, núm. 85, 1977, pp. 473-491.

LANGNER, J., «ESCB/Eurosystem/National Central Banks», en AMTENBRINK, F., HERRMANN, C. (dirs.), *The EU law of Economic and Monetary Union*, Oxford University Press, Oxford, 2020, pp. 390-427.

LASTRA, R.M., «Multilevel Governance in Banking Regulation», en CHITTI, M.P., SANTORO, V. (dirs.), *The Palgrave Handbook of European Banking Union Law*, Palgrave Macmillan, Basingstoke, 2019, pp. 3-17.

— «The institutional path of central bank independence», en P. CONTI-BROWN, R.M. LASTRA (dir.), *Research Handbook on Central Banking*, Edward Elgar Publishing, Cheltenham / Northampton, 2018, pp. 296-313.

— «Reflections on Banking Union, lender of last resort and supervisory discretion», *ECB Legal Conference: From Monetary Union to Banking Union, on the way to Capital Markets Union. New opportunities for European integration*, 2015, pp. 154-173.

— *International Financial and Monetary Law*, Oxford University Press, Oxford, 2ª ed., 2015.

— «Banking Union and Single Market: Conflict or championship?», *Fordham International Law Journal*, vol. 36, núm. 5, 2013, pp. 1190-1224.

LASTRA, R.M., LOUIS, J.-V., «European Economic and Monetary union: History, Trends and Prospects», *Yearbook of European Law*, núm. 32, 2013, pp. 57-206.

LAWSON, G., «The rise and rise of the administrative state», *Harvard Law Review*, vol. 107, núm. 6, 1994, pp. 1231-1254.

LESKE, K.O., «Major Questions about the Major Questions Doctrine», *Michigan Journal of Environmental & Administrative Law*, núm. 5, 2015, pp. 479-500.

LETTANIE, U., «The ECB's performance under the ESM treaty on a sliding scale of delegation», *European Law Journal*, vol. 25, núm. 3, 2019, pp. 317-332.

LOCKE, J., *Segundo tratado sobre el gobierno*, trad. A. Lázaro Ros, Gredos, Madrid, 2013.

LOKDAM, H., WILKINSON, M.A., «The European Economic Constitution in Crisis: A Conservative Transformation?», en GRÉGOIRE, G., MINY, X., *The Idea of Economic Constitution in Europe*, cit., pp. 459-486.

LÓPEZ ESCUDERO, M., «Article 123 [Prohibition of Credit Facilities]», en *Springer Commentaries on International and European Law*, Springer, Cham, 5 marzo de 2022, [https://doi.org/10.1007/16559\\_2021\\_1](https://doi.org/10.1007/16559_2021_1)

— «La nueva gobernanza económica de la Unión Europea: ¿una auténtica unión económica en formación?», *Revista de Derecho Comunitario Europeo*, vol. 19, núm. 50, 2015, pp. 361-433.

LÓPEZ MORALES, J.M., «Capítulo 14: La política monetaria única», en BENEYTO PÉREZ, J.M.<sup>a</sup>. (dir.), *Tratado de Derecho y Políticas de la Unión Europea*, Tomo VI (*Mercado Único Europeo y Unión Económica y Monetaria*), CEU-Aranzadi, 2013, pp. 895-933.

LOSADA, F. «Towards a constitutional theory of money: opening Europe's money up to public discourse», *European Law Open*, núm. 1 («Dialogue and Debate: Symposium on Stefan Eich's the Currency of Politics»), 2023, pp. 1025–1039.

LUCAS, J.R.E., «Nobel lecture: Monetary neutrality», *Journal of political economy*, vol. 104, núm. 4, 1996, pp. 661-682.

— «Expectations and the Neutrality of Money», *Journal of economic theory*, vol. 4, núm. 2, 1972, pp. 103-124.

LUCAS, J.R.E., SARGENT, T.J., «After Keynesian Macroeconomics», *Rational Expectations and Econometric Practice*, núm. 1, 1981, pp. 49-72.

LUCCA, D.O., MOENCH, E., «The Pre-FOMC Announcement Drift», *Federal Reserve Bank of New York, Staff Report*, núm. 512, septiembre de 2011 (rev. agosto de 2013).

LUPIA, A., «Delegation and its Perils», en MÜLLER, W.C., BERGMAN, T., STRØM, K. (dirs.), *Delegation and Accountability in Parliamentary Democracies*, Oxford University Press, Oxford, 2006, pp. 33-54.

M. FOUCAULT, *The Birth of Biopolitics*, Picador, New York, 2008.

MADRA, Y.M., ADAMAN, F., «Neoliberal Turn in the Discipline of Economics: Depoliticization Through Economization», en CAHILL, D., COOPER, M., KONINGS, M., PRIMROSE, D. (dirs.), *The SAGE Handbook of Neoliberalism*, SAGE Publications, Los Angeles / London / New Delhi / Singapore / Washington D.C. / Melbourne, 2018, pp. 113-128.

MAJONE, G., *Rethinking the union of Europe post-crisis: Has integration gone too far?*, Cambridge University Press, Cambridge, 2014

— «Nonmajoritarian institutions and the limits of democratic governance: a political transaction-cost approach», *Journal of institutional and theoretical economics / Zeitschrift für die gesamte Staatswissenschaft*, vol. 157, núm. 1, 2001, pp. 57-78.

— «Temporal consistency and policy credibility: Why democracies need non-majoritarian institutions», *European University Institute Working Paper RSC* núm. 96/57, 1996, p. 1. Disponible en línea: [https://cadmus.eui.eu/bitstream/handle/1814/1472/RSCAS\\_1996\\_57.pdf](https://cadmus.eui.eu/bitstream/handle/1814/1472/RSCAS_1996_57.pdf)

— «The Rise of the Regulatory State in Europe», *West European Politics*, vol. 17, núm. 3, 1994, pp. 77–101.

— «Two logics of delegation: agency and fiduciary relations in EU governance», *European Union Politics*, vol. 2, núm. 1, 2001, pp. 103-122.

MAJONE, G., LA SPINA, A., «El Estado regulador», *Gestión y Política Pública*, vol. II, núm. 2, julio-diciembre, 1993, pp. 197-261.

MAJONE, G., LOBEL, O., «The Renew Deal: The Fall of Regulation and the Rise of Governance in Contemporary Legal Thought», *Minnesota Law Review*, vol. 89, 2004, pp. 342-470.

MANN, F.A., «Money in Public International Law», *British Yearbook of International Law*, núm. 26, 1949, pp. 259-293.

MARTÍ SÁNCHEZ, S., «Las Agencias Administrativas en Estados Unidos: en la encrucijada de poderes», *Revista de las Cortes Generales*, vol. 67, 2006, pp. 97-136.

MARTÍN Y PÉREZ DE NANCLARES, J., «El nuevo Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza en la Unión Económica y Monetaria: reflexiones a propósito de una peculiar reforma realizada fuera de los Tratados constitutivos», *Revista de Derecho Comunitario Europeo*, núm. 42 (mayo-agosto), 2012, pp. 397-431.

MARTÍNEZ DALMAU, R., *La independencia del Banco Central Europeo*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2005.

MASALA, P., «El impacto de la crisis económica y de la reforma constitucional de 2012 en la jurisprudencia de la Corte Constitucional italiana en materia de ponderación entre los derechos sociales prestacionales y la estabilidad presupuestaria», *Anuario Iberoamericano de Justicia Constitucional*, núm. 20, 2016, pp. 223-255.

MAUSE, K., «Political Economy», en MARCIANO, A., RAMELLO, G.B. (dirs.), *Encyclopedia of Law & Economics*, Springer, New York 2018, pp. 1599-1606.

MCKINNON, R.I., «Optimum currency areas», *American Economic Review*, vol. 53, núm. 4, 1963, pp. 717-725.

MCNAMARA, K., «Rational fictions: Central bank independence and the social logic of delegation», *West European Politics*, vol. 25, núm. 1, 2002, pp. 47-76.

MELTZER, A.H., *A history of the Federal Reserve. Volume 1: 1913-1951*, University of Chicago Press, Chicago, 2010.

MEYER, J.W., ROWAN, B., «Institutionalized organizations: Formal structure as myth and ceremony», *American Journal of Sociology*, vol. 83, núm. 2, 1977, 340-363.

MICCÙ, R., «Costituzionalizzare l'economia all'epoca della crisi. Note brevi sui deficit dell'UE e sulle sfide del governo economico sovranazionale», en ANGELINI, F., BENVENUTI, M., *Il diritto costituzionale alla prova della crisi economica*, Jovene, Napoli, 2012.

MILL, J.S., *On Representative Government*, ELEC Book Classics, Cambridge, 2001.

MILWARD, A.S., *The European Rescue of the Nation-State*, Routledge, London / New York, 2ª ed., 2000.

MISHKIN, F.S., *Monetary Policy Strategy*, The MIT Press, Massachusetts, 2007.

MOE, T., «Political institutions: The neglected side of the story», *Journal of Law, Economics and Organization*, vol. 6, 1990, pp. 213-253.

— «The New Economics of Organization», *American Journal of Political Science*, núm. 28 1985, pp. 739-77.

MOLTÓ CALVO, M., «Capítulo 13: Unión económica y monetaria: concepto, evolución histórica y desafíos de la gobernanza económica en la Unión Europea», en BENEYTO PÉREZ, J.M<sup>a</sup>. (dir.), *Tratado de Derecho y Políticas de la Unión Europea*, Tomo VI (*Mercado Único Europeo y Unión Económica y Monetaria*), CEU-Aranzadi, 2013, pp. 816-894.

MORAVCSIK, A., «Negotiating the Single European Act: National Interests and Conventional Statecraft in the European Community», *International Organization*, vol. 45, núm. 1, 1991, pp. 19-56.

MUELLER, D.C., *Constitutional democracy*, Oxford University Press, Oxford, 1996.

MÜLLER-ARMACK, A., «The meaning of the social market economy», en PEACOCK, A.T., WILLGERODT, H. (dirs.), *Germany's Social Market Economy: Origins and Evolution*, Palgrave Macmillan, New York, 1989, pp. 82-83.

MÜLLER, W.C., BERGMAN, T., STRØM, K., «Parliamentary Democracy: Promise and Problems», en W MÜLLER, W.C., BERGMAN, T., STRØM, K., (dirs.), *Delegation and Accountability in Parliamentary Democracies*, Oxford University Press, Oxford, 2006, pp. 3-32.

MUNDELL, R., SWOBODA, A. (dirs.), *Monetary Problems of the International Economy*, University of Chicago Press, Chicago, 1969.

MUNDELL, R.A., «A Theory of optimum currency areas», *American Economic Review*, vol. 51, núm. 4, 1961, pp. 657-665.

N. HASHIMZADE, G. MYLES, J. BLACK, *A Dictionary of Economics*, Oxford University Press, Oxford, 2017.

OLESTI RAYO, A., «El proceso de integración europeo y el futuro de la Unión Económica y Monetaria», *Anuario Español de Derecho Internacional*, núm. 34, 2018, pp. 881-899.

ORLÉAN, A., *The empire of value: A new foundation for economics*, MIT Press, Cambridge, 2014.

ORTIZ DE ZÁRATE, R., «Cronología de la crisis de Grecia (2009-2015)», Fundación CIDOB, Barcelona, 2019. Disponible en línea: [https://www.cidob.org/ca/biografias\\_lideres\\_politicos/europa/grecia/cronologia\\_de\\_la\\_crisis\\_de\\_grecia\\_2009\\_2015](https://www.cidob.org/ca/biografias_lideres_politicos/europa/grecia/cronologia_de_la_crisis_de_grecia_2009_2015)

PADOA-SCHIOPPA, T., *The euro and its central bank: Getting united after the union*, MIT Press, Cambridge, 2004.

PAYNE, J., «The Institutional Design of Financial Supervision and Financial Stability», en AMTENBRINK, F., HERRMANN, C., REPASI, R. (dirs.), *The EU law of Economic and Monetary Union*, Oxford University Press, Oxford, 2020, pp. 566-614.

PEERS, S., «Towards a New Form of EU Law?: The Use of EU Institutions outside the EU Legal Framework», *European Constitutional Law Review*, núm. 9, 2013, pp. 37-72.

PETERS, A., «Humanity as the  $\Lambda$  and  $\Omega$  of Sovereignty», *The European Journal of International Law*, vol. 20, núm. 3, 2009, pp. 513-544.

— «Compensatory Constitutionalism: The Function and Potential of Fundamental International Norms and Structures», *Leiden Journal of International Law*, vol. 19, núm. 3, 2006, pp. 579-610.

PHILLIPS, A.W., «The relation between unemployment and the rate of change of money wage rates in the United Kingdom, 1861-1957», *Economica*, vol. 25, núm. 100, 1956, pp. 283-299.

PISTOR, K., «From Territorial to Monetary Sovereignty», *Theoretical Inquiries in Law*, vol. 18, núm. 2, 2017.

PITKIN, H.F., *The concept of representation*, University of California Press, Berkeley, 1972.

POIARES MADURO, M., DE WITTE, B., KUMM, M., «The Euro Crisis and the Democratic Governance of the Euro: Legal and Political Issues of a Fiscal Crisis», *The Democratic Governance of the Euro, EUI RSCAS PP, 2012/08, Global Governance Programme, Europe in the World*, pp. 3-12. Disponible en línea: <https://hdl.handle.net/1814/23981>

POLLACK, M., «Delegation, Agency, and Agenda Setting in the European Community», *International Organization*, vol. 51, núm. 1, 1997, pp. 99-134.

POMED SÁNCHEZ, L. A., *Régimen jurídico del Banco de España*, Tecnos, Madrid, 1996.

— «Fundamento y Naturaleza jurídica de la Administraciones independientes», *Revista de Administración Pública*, 1993, núm. 132, pp. 117-170.

PRAKASH, S., «The Essential Meaning of Executive Power», *University of Illinois Law Review*, núm. 3, 2003, pp. 701-820.

PUNSET, R., *Potestades normativas y forma de gobierno*, CEPC, Madrid, 2014.

RAGONE, S., BARROSO MÁRQUEZ, J.F., «El giro “reactivo” de la identidad europea: condicionamiento de fondos y confianza mutua», *Revista de Derecho Constitucional Europeo*, núm. 37, 2022, pp. 103-133.

REQUEJO PAGÉS, J.L., *El sueño constitucional*, KRK Ediciones, Oviedo, 2016.

— «Las relaciones entre el Gobierno y las Cortes Generales», *Revista Española de Derecho Constitucional*, núm. 70, 2004, pp. 73-89.

RIDAURA MARTÍNEZ, M.J., «La reforma del artículo 135 de la Constitución Española: ¿pueden los mercados quebrar el consenso constitucional?», *Teoría y Realidad Constitucional*, núm. 29, 2012, pp. 237-260.



- ROBINSON, N., «The European Investment Bank: the EU's neglected institution», *Journal of Common Market Studies* vol. 47, núm. 3, 2009, pp. 651-673.
- ROCKOFF, H., «The Free Banking Era: A Reexamination», *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 6, núm. 2, mayo, 1974, pp. 141-167.
- ROGOFF, K., «The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target», *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 100, núm. 4, noviembre, 1985, pp. 1169-1189.
- ROMANO, S., *Fragmentos de un diccionario jurídico*, trad. S. Sentís Melendo y M. Ayerra Redín, Ediciones jurídicas Europa-América, Buenos Aires, 1964.
- ROSANVALLON, P., *Democratic Legitimacy. Impartiality, reflexivity, proximity*, trad. Arthur Goldhammer, Princeton University Press, Princeton & Oxford, 2011 [2008].
- ROSAS, A., «EMU in the Case Law of the Union Courts: A General Overview and Some Observations», *European Papers-A Journal on Law and Integration*, vol. 3, 2021, pp. 1397-1414.
- RUGGE, G., *Trilogues: The Democratic Secret of European Legislation*, Dissertation, Goethe University Frankfurt, 2021.
- SAGGESE, M.B., «Capítulo 38. Estado democrático y administraciones independientes: ¿carecen o deben carecer los organismos reguladores independientes de toda dimensión política?», en ALGUACIL GONZÁLEZ-AURIOLES, J., GUTIÉRREZ GUTIÉRREZ, I. (dirs.), *Constitución: norma y realidad. Teoría constitucional para Antonio López Pina*, Marcial Pons, Madrid, 2014, pp. 341-356.
- SALVADOR MARTÍNEZ, M., *Autoridades independientes*, Ariel, Barcelona, 2002.
- SAMUELSON, P.A., *Foundations of Economic Analysis*, Harvard Economic Studies, vol. LXXX, Cambridge, 1947.
- SAMUELSON, P.A., NORDHAUS, W.D., *Macroeconomía*, 18ª ed., McGraw-Hill/Interamericana de España, Madrid, 2006.
- SÁNCHEZ BARRILAO, J.F., «La crisis de la deuda soberana y la reforma del artículo 135 de la Constitución española», *Boletín Mexicano de Derecho Comparado*, vol. 46, núm. 137, 2013, pp. 679-712.
- SANTONI, G.J., «The Employment Act of 1946: Some History Notes», *Federal Reserve Bank of St. Louis*, noviembre de 1986, pp. 5-16.
- SARGENT, T.J., WALLACE, N., «Some unpleasant monetarist arithmetic», *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, vol. 5, núm. 3, 1981, pp. 1-17.
- SARMIENTO, D., *El Derecho de la Unión Europea*, 4ª ed., Marcial Pons, Madrid, 2022.
- SARTORI, G., *The Theory of Democracy revisited. Part one: The Contemporary Debate*, Chatham House Publishers, New Jersey, 1987.



SCHARPF, F.W., «The costs of non-disintegration: the case of the European Monetary Union», en CHALMERS, D., JACHTENFUCHS, M., JOERGES, C. (dirs.), *The End of the Eurocrats' Dream*, Cambridge University Press, Cambridge, 2016, pp. 29-49.

— *Gobernar en Europa: ¿eficaz y democráticamente?*, Alianza, Madrid, 2000.

SCHINASI, G.J., «Defining Financial Stability», *International Monetary Fund*, núm. 187, 2004. Disponible en línea: <https://www.elibrary.imf.org/view/journals/001/2004/187/article-A001-en.xml>

SCHLESINGER, J.A., *Ambition and Politics: Politics in the United States*, University of Michigan Press, Ann Arbor, 1966.

SCHMIDT, V.A., «Ideas and the Rise of Neoliberalism in Europe», en CAHILL, D., COOPER, M., KONINGS, M., PRIMROSE, D. (dirs.), *The SAGE Handbook of Neoliberalism*, SAGE Publications, Los Angeles / London / New Delhi / Singapore / Washington D.C. / Melbourne, 2018, pp. 69-82.

SCHMITT, C., *Legalidad y legitimidad*, Comares, Granada, 2006 [1932].

SCHWARTZ, A.J., «International Financial Liberalization and Exchange Rate Policies», *Cato Journal*, núm. 13, 1993, pp. 273-277.

SIKLOS, P.L., *The changing face of central banking: Evolutionary trends since World War II*, Cambridge University Press, Cambridge, 2002.

SKINNER, C.P., BINDER, C., «The Legitimacy of the Federal Reserve», *Stanford Journal of Law, Business, and Finance*, vol. 28, Disponible en línea: <https://ssrn.com/abstract=3956847>  
SLOBODIAN, Q., *Globalists*, Harvard University Press, Cambridge, 2018.

SMEND, R., «Constitución y Derecho Constitucional» [1928], en *La controversia Smend/Kelsen sobre la integración en la Constitución y el Estado durante la República de Weimar*, trad. J.M. Beneyto/J.A. García Amado, Tecnos, Madrid, 2019.

SMITS, R., *The European Central Bank. Institutional Aspects*, Kluwer Law International, La Haya / Londres / Boston, 1997.

— SMITS, R., «The European Central Bank: Institutional Aspects», *International and Comparative Law Quarterly*, vol. 45, núm. 2 (abril), 1996, pp. 319-342.

SOLANA, J., «The power of the Eurosystem to promote environmental protection», *European Business Law Review*, vol. 30, núm. 4, 2019, pp. 547-575.

SPAACK, P.H., «Intergovernmental Committee on European Integration. The Brussels Report on the General Common Market» (abridged, English translation of document commonly called the Spaak Report), junio de 1956. Disponible en línea: [http://aei.pitt.edu/995/1/Spaak\\_report.pdf](http://aei.pitt.edu/995/1/Spaak_report.pdf)

STIGLER, G.J., *The citizen and the state: Essays on regulation*, University of Chicago Press, Chicago / London, 1975.

- STONE SWEET, A., «The European Court of Justice», en CRAIG, P., DE BÚRCA, G. (dirs.), *The Evolution of EU Law*, Oxford University Press, Oxford, 2011, pp. 121-153.
- STRAUSS, P.L., «The place of agencies in government: Separation of powers and the fourth branch», *Columbia Law Review*, 1984, vol. 84, núm. 3, pp. 573-669.
- STRØM, K., «Parliamentary democracy and delegation», en MÜLLER, W.C., BERGMAN, T., STRØM, K. (dir.), *Delegation and Accountability in Parliamentary Democracies*, Oxford University Press, Oxford, 2006, pp. 55-106.
- SUNSTEIN, C.R., «Constitutionalism after the New Deal», *Harvard Law Review*, vol. 101, núm. 2, 1987, pp. 421-510.
- TABELLINI, G., «Finn Kydland and Edward Prescott's Contribution to the Theory of Macroeconomic Policy», *The Scandinavian Journal of Economics*, vol. 107, núm. 2, junio, 2005, pp. 203-216.
- TEIXEIRA, P.G., «The future of the European Banking Union: Risk-Sharing and Democratic Legitimacy», en CHITTI, M.P., SANTORO, V. (dir.), *The Palgrave Handbook of European Banking Union Law*, Palgrave Macmillan, Basingstoke, 2019, pp. 135-154.
- TEIXEIRA, P.G., «The Legal History of the Banking Union», *European Business Organization Law Review*, núm. 18, 2017, pp. 535-565.
- TEUBNER, G., «After Legal Instrumentalism? Strategic Models of Post-Regulatory Law», en TEUBNER, G. (dir.), *Dilemmas of Law in the Welfare State*, De Gruyter, Berlin, 1985, pp. 299-325.
- THATCHER, M., STONE SWEET, A., «Theory and practice of delegation to non-majoritarian institutions», *West European Politics*, vol. 25, núm. 1, 2002, pp. 1-22.
- THORNTON, H., *An Enquiry into the Nature and Effects of the Paper Credit of Great Britain*, AM Kelley, Fairfield, 1991 [1802].
- TOOZE, A., *Crashed. How a Decade of Financial Crisis Changed the World*, Penguin Books, United Kingdom, 2018.
- TORRE DE SILVA, V., «Sobre la independencia de las agencias federales en los Estado Unidos de América», *Revista de Administración Pública*, núm. 167, mayo-agosto, 2005, pp. 475-496.
- TORTOLA, P.D., «The Politicization of the European Central Bank: What Is It, and How to Study It?», *Journal of Common Market Studies*, vol. 58, 2020, pp. 501-513.
- TRIBE, K., «Introduction to Max Weber's Economy and Society», en WEBER, M., *Economy and Society: A new translation*, Harvard University Press, Cambridge/London, 2019, pp. 1-73.
- TRIBE, L.H., *American Constitutional Law. Volume One*, 3rd ed., Foundation Press, New York, 2000.

TUCKER, P., *Unelected Power. The Quest for Legitimacy in Central Banking and the Regulatory State*, Princeton University Press, Princeton, 2019.

TUORI, K. TUORI, K., *The Eurozone Crisis. A constitutional Analysis*, Cambridge University Press, Cambridge, 2014.

TUORI, K., *The European Central Bank and the European Macroeconomic Constitution. From Ensuring Stability to Fighting Crises*, Cambridge University Press, Cambridge, 2022.

— «Monetary Policy (Objective and Instruments)», en AMTENBRINK, F., HERRMANN, C., REPASI, R. (dirs.), *The EU law of Economic and Monetary Union*, Oxford University Press, Oxford, 2020, pp. 615-698.

— «The European Financial Crisis: Constitutional Aspects and Implications», *Working Paper*, EUI LAW, 2012/28, 2012.

TUORI, K., LOSADA, F., «The emergence of the new over-riding objective of financial stability», en GONZÁLEZ PASCUAL, M., TORRES PÉREZ, A. (dirs.), *Social Rights and the European Monetary Union: Challenges Ahead*, Edward Elgar, Cheltenham, 2022, pp. 51-70.

URBANEJA CILLÁN, J., «El Mecanismo Europeo de Estabilidad. Análisis a través de la jurisprudencia comunitaria en el asunto *Pringle*», *Anuario de la Facultad de Derecho*, 2012-2013.

URBANEJA CILLÁN, J., «Los mecanismos de gestión de crisis bancarias como garantía de estabilidad financiera en la Unión Europea. El Tribunal General desestima los recursos contra la resolución del Banco Popular», *Revista de Derecho Comunitario Europeo*, núm. 73, 2022, pp. 995-1039.

VAN DEN BERG, C.C.A., *The making of the Statute of the European System of Central Banks. An application of Checks and Balances*, Vrije Universiteit, Amsterdam, 2004.

VAN HORN, R., NIK-KHAH, E., «Planning the “Free” Market: The Genesis and Rise of Chicago Neoliberalism», en CAHILL, D., COOPER, M., KONINGS, M., PRIMROSE, D. (dirs.), *The SAGE Handbook of Neoliberalism*, SAGE Publications, Los Angeles / London / New Delhi / Singapore / Washington D.C. / Melbourne, 2018, pp. 98-112.

VAN MIDDELAAR, L., *The passage to Europe: how a continent became a union*, Yale University Press, New Haven, 2013.

VERMEULE, A., SUNSTEIN, C.R., *Law and Leviathan: Redeeming the Administrative State*, The Belknap Press of Harvard University Press, Cambridge, 2020.

VOLKMANN, U., *Elementos de una teoría de la Constitución alemana*, trad. I. Gutiérrez Gutiérrez, Marcial Pons, Madrid, 2019.

VON BOGDANDY, A., «European Democracy: A Reconstruction through Dismantling Misconceptions», *Elte Law Journal*, núm 1, 2022. Disponible en línea: <https://eltelawjournal.hu/european-democracy-a-reconstruction-through-dismantling-misconceptions/>

VON MISES, L., «Economic Calculation in the Socialist Commonwealth» [1920], en HAYEK, F.A. (dir.), *Collectivist Economic Planning*, Routledge & Kegan Paul Ltd, London, [1935], 6ª ed., 1963, pp. 87-130.

VON RÜSTOW, A., «General Sociological Causes of the Economic Disintegration and Possibilities of Reconstruction», trad. D. Steuer, BIEBRICHER, T., VOGELMANN, F. (dirs.), *The birth of austerity. German ordoliberalism and contemporary neoliberalism*, Rowman Littlefield International, London / New York, 2017, pp. 152.

WALKER, N., «Chapter 4: Legal and Constitutional Theory of the European Union», en CRAIG, P., DE BURCA, G. (dirs.), *The Evolution of Eu Law*, Oxford University Press, Oxford, 2021, pp. 90-122.

— «The Diverse Objects of Public Law: Taking Theory to the Next Level», en FISHER, E., *The Foundations and Future of Public Law: Essays in Honour of Paul Craig*, Oxford Scholarship Online, 2020, pp. 19-44.

WALSH, C.E., «Optimal Contracts for Central Bankers», *The American Economic Review*, vol. 85, núm. 1, 1995, pp. 150–167.

WAPSHOTT, N., *Keynes Hayek: The Clash That Defined Modern Economics*, W. W. Norton & Company, New York / London, 2011.

WARBURG, P.M., *The Federal Reserve System: Its Origin and Growth*, Macmillan, New York, 1930.

WEBER, M., *El político y el científico*, Prólogo de Raymond Aron, Sardatos, E-book, 2013.

WERNER, P., «Report to the Council and the Commission on the Realization by Stages of Economic and Monetary Union in the Community», Suplemento al *Diario Oficial de las Comunidades Europeas*, vol. 70, núm. 11, 8 de octubre 1970. Disponible en línea: [https://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/pages/publication6142\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/economy_finance/publications/pages/publication6142_en.pdf)

YOUNG, B., «Is Germany's and Europe's Crisis Politics Ordoliberal and/or Neoliberal?», en BIEBRICHER, T., VOGELMANN, F. (dirs.), *The birth of austerity. German ordoliberalism and contemporary neoliberalism*, Rowman Littlefield International, London / New York, 2017, pp. 221-238.

YOUNG, E.A., «The Constitution Outside the Constitution», *The Yale Law Journal*, núm. 117, 2007, pp. 408-473.

ZILIOLI, C., IOANNIDIS, M., «Climate change and the mandate of the ECB: Potential and limits of monetary contribution to European green policies», *Common Market Law Review*, vol. 59, núm. 2, 2022, pp. 363-394.

ZILIOLI, C., SELMAYR, M., *The Law of the European Central Bank*, Hart Publishing [2001], Oxford - Portland Oregon, 2004.

ZILIOLI, C., WOJCIK, K-P., «European Banking Union: a giant step towards European integration and a challenge for judicial review», en ZILIOLI, C., WOJCIK, K-P. (dirs.), *Judicial Review in the European Banking Union*, Edward Elgar Publishing, 2021, pp. 1-15.

