

Gonzalo García Andrés*

TAREAS PENDIENTES EN LA POLÍTICA MONETARIA EUROPEA

La respuesta a la pandemia ha vuelto a evidenciar que el Eurosistema está en la primera línea del mantenimiento de la estabilidad macroeconómica y financiera, a pesar de la eficacia decreciente de la política monetaria. No obstante, el funcionamiento del sistema federal establecido en el Tratado de la UE ha acumulado algunas deficiencias e incoherencias serias derivadas de las dificultades para responder a la crisis anterior. En el largo camino a la unión fiscal, es urgente corregir estas líneas de debilidad.

Pending challenges of Eurosystem Monetary Policy

The response to the pandemic has once again proven that the Eurosystem is in the front line of the preservation of the macroeconomic and financial stability, despite the decreasing effectiveness of the monetary policy. However, the operation of the federal system established in the Treaty on European Union has accumulated some severe deficiencies and inconsistencies, derived from the problems to respond to the previous crisis. On the long road towards a financial union, it is urgent to correct these weaknesses.

Palabras clave: base monetaria, multiplicador, monetización, deuda pública.

Keywords: monetary base, multiplier, monetization, public debt.

JEL: E58.

1. Introducción

En su discurso de despedida, Mario Draghi defendió la necesidad de que el área euro se dote de una capacidad fiscal común, con un tamaño y diseño adecuados. En los análisis más recientes sobre el marco institucional de la unión monetaria predomina una tesis similar a la expuesta por el antiguo presidente del BCE (Banco Central Europeo): si la política monetaria europea tiene un problema es por exceso de responsabilidad; los Gobiernos han echado todo el peso de la política económica sobre las espaldas de los banqueros centrales.

Atendiendo al análisis de sus economistas (Rostagno *et al.*, 2019), el Eurosistema ha cumplido razonablemente con su mandato y ha ido adaptando sus instrumentos y su ejecución al cambio de régimen macroeconómico del área, desde los choques inflacionistas de la primera década al entorno deflacionista de la segunda década. Aun así, la nueva presidenta anunció hace unos meses que a lo largo de 2020 el Eurosistema acometería una revisión de su estrategia de política monetaria, siguiendo la estela de la Reserva Federal¹.

La pandemia ha vuelto a poner a prueba el entramado de política económica europea con un choque

* Técnico Comercial y Economista del Estado. Director de Economía de Afi.
Contacto: gongarand@gmail.com
Versión de septiembre de 2020.
<https://doi.org/10.32796/ice.2020.916.7102>

¹ El 27 de agosto de 2020, el presidente de la Reserva Federal anunció las conclusiones de la revisión, que implican la definición del objetivo de estabilidad de precios en términos de la inflación media y el reforzamiento del objetivo de máximo empleo.

negativo sin precedentes. No sabemos cuánto durará, pero sí que el daño sobre el crecimiento y el empleo será catastrófico (con la mayor caída anual en tiempos de paz) y que acentuará la divergencia estructural dentro del área². Tras unos meses en los que la política monetaria daba señales crecientes de impotencia, la necesidad de reaccionar ante la crisis sistémica más rápida que se recuerda ha vuelto a evidenciar que el banco central es la institución clave para preservar la estabilidad.

El tiempo disponible para que el área euro se dote de una política fiscal común ha menguado como consecuencia de la pandemia. Si quiere sobrevivir, la unión monetaria tendrá que contar con la capacidad para recaudar recursos comunes y emplearlos en acciones que aseguren una combinación de políticas óptima y apoyen el sistema común de supervisión y resolución de bancos. Esta es una tarea ineludible para los próximos diez años y el Fondo de Recuperación, aun siendo excepcional y temporal, es un paso en la buena dirección. Pero hay tareas incluso más urgentes. Con la política monetaria no nos podemos permitir flaquezas, errores o agujeros. Es como el sistema circulatorio de la economía del euro; si falla, perecemos. Ya quedó patente durante 2010-2012, cuando la fragmentación financiera persistente generó la percepción de que el área podía desintegrarse y forzó una acción excepcional con el lanzamiento del programa de intervenciones ilimitadas en el mercado de deuda pública.

Estos meses de respuesta a la pandemia han vuelto a mostrar que la política monetaria europea no es como las demás. Sigue habiendo dudas sobre aspectos básicos de su operativa, tanto en relación con su eficacia como en su encaje con el marco jurídico e institucional. No es previsible que el entorno macroeconómico, financiero y político contribuya a resolver estas dudas. La pandemia acentúa el carácter deflacionista

de este entorno y obligará a mantener un grado de activismo excepcionalmente elevado, incluyendo la posibilidad de tener que volver a innovar para seguir cumpliendo su mandato y manteniendo la estabilidad y la integridad de la política monetaria dentro del área.

Frente a estos desafíos, el Eurosistema, apoyado por el resto de instituciones europeas, debería aprovechar para corregir los problemas pendientes y despejar las dudas. Solo así podremos estar seguros de contar con el tiempo necesario para recorrer el camino hacia la unión fiscal.

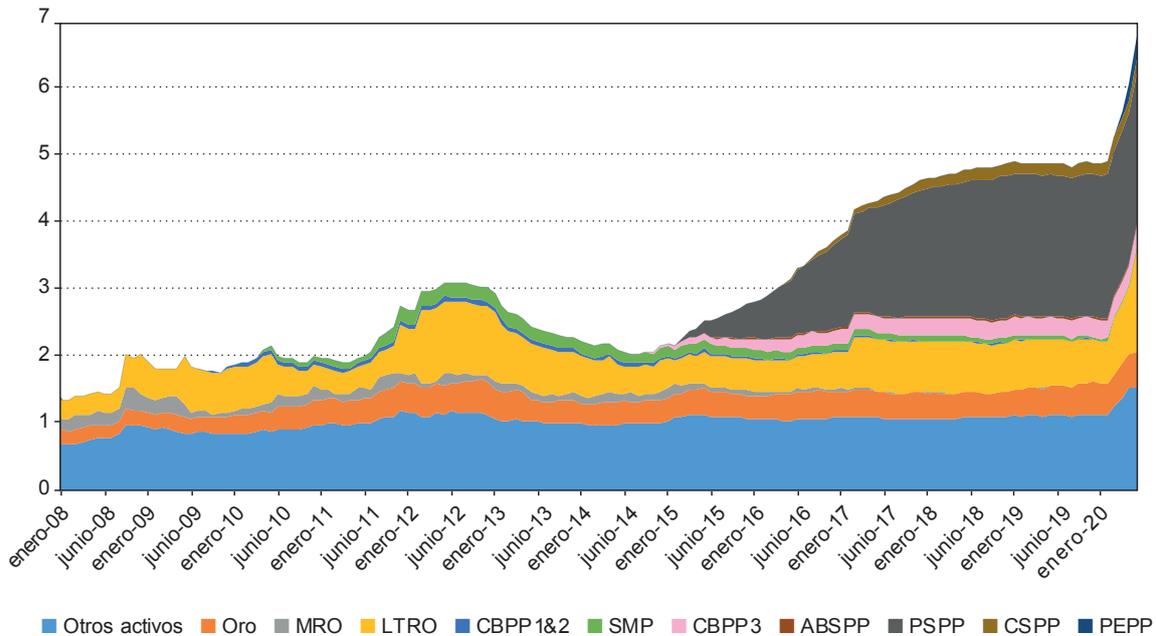
2. La respuesta de la política monetaria a la pandemia

En los meses anteriores a la llegada de la pandemia a Europa, la política monetaria del Eurosistema había dado signos de agotamiento preocupantes ante el deterioro de la economía asociado a la guerra comercial entre China y Estados Unidos. Menos de un año después de haber declarado el fin del programa de compras de activos, en septiembre de 2019, el Consejo de Gobierno decidió reanudarlos, al tiempo que reducía el tipo de interés de la facilidad marginal de depósitos hasta -0,50 % (que se ha convertido en la referencia para los tipos de interés del mercado monetario) e introducía un tramo de reservas bancarias exento de pagar el tipo negativo para suavizar el impacto en los márgenes de intermediación del sistema bancario. En comparación con la situación de la Reserva Federal, la pólvora parecía agotada, puesto que la recuperación económica no había permitido avanzar en la normalización de la política monetaria (véase Gráfico 1).

La nueva presidenta del BCE se enfrentaba a una crisis de naturaleza inédita y que adquirió tintes sistémicos a una velocidad nunca vista. La primera respuesta del Consejo de Gobierno, el 12 de marzo, resultó un fiasco. El paquete de medidas anunciado, que comprendía 120 mil millones de euros adicionales de compras de activos, condiciones más favorables

² Como ejemplo, la caída del PIB en 2020 de la economía alemana podría ser menos de la mitad de la que registre España, de acuerdo a las previsiones de Afi.

GRÁFICO 1
ACTIVO DEL BALANCE DEL EUROSISTEMA
 (En billones de euros)



NOTA: MRO (Main Refinancing Operations); LTRO (Long-term Refinancing Operation); CBPP (Covered Bonds Purchasing Program); SMP (Securities Market Program); ABSPP (Asset Backed Securities Purchase Programme); CSPP (Corporate Sector Purchase Programme).
FUENTE: Eurosistema.

para las operaciones de financiación a largo plazo y la relajación de las normas para los activos de garantía, parecía acorde con la magnitud de la amenaza, tal y como se interpretaba en aquel momento. Pero en la rueda de prensa, Lagarde señaló que el Eurosistema «no estaba para reducir los diferenciales de la deuda soberana»; los temas fiscales eran responsabilidad de los Gobiernos. A pesar de las aclaraciones casi inmediatas sobre el sentido de la frase, todo el mundo interpretó que se daba un paso atrás respecto a la posición con la que el Eurosistema había conseguido poner fin a la crisis anterior.

La ampliación de los diferenciales de la deuda española e italiana respecto al bono alemán en el mercado y el rápido deterioro de los indicadores de tensión

financiera en el área euro forzaron un giro, que se produjo solo seis días después, el 18 de marzo, cuando se anunció la creación del Programa Pandémico de Compras de Emergencia (PEPP, por sus siglas en inglés). El Consejo de Gobierno aprobó una dotación de hasta 750 mil millones de euros de compras hasta finales de 2020 bajo este nuevo programa, que se ejecutaría con flexibilidad respecto a los límites vigentes para la compra de deuda pública. Por si quedaban dudas, el comunicado de prensa terminaba señalando que «...en la medida en que los límites autoimpuestos para la compra de activos dificultaran la acción del BCE para cumplir su mandato, el Consejo de Gobierno considerará su revisión para mantener sus decisiones proporcionadas a la gravedad de los riesgos que afrontamos. El BCE no

CUADRO 1
LA RESPUESTA DE POLÍTICA MONETARIA

	Descripción y condiciones	Importe
Compras de activos		
PEPP	Compras en secundario con flexibilidad	1,35 billones (750 mm+600 mm)
APP (Asset Purchase Programme)	Compras en secundario con límites	20 mm/mes+120 mm hasta finales 2020
Provisión de liquidez a plazo		
Operaciones de largo plazo para incentivar el crédito (TLTRO)	Desde -0,50 % hasta -1 %	1,3 billones en la cuarta operación
Operaciones de largo plazo de emergencia pandémica (PELTRO)	-0,25 %	En función de la demanda
Relajación de las normas para los activos de garantía		
Reducción de los recortes (<i>haircuts</i>)	Aumenta el acceso a la liquidez	20 %
Ampliación del tipo de préstamos y otros derechos de crédito	Aumenta el volumen de activos de garantía	-
Estudiar medidas para neutralizar el efecto de bajadas de <i>rating</i>	Mantiene el acceso a la liquidez	En estudio

FUENTE: Elaboración propia a partir de los datos del BCE.

tolerará ningún tipo de riesgo a la transmisión adecuada de su política monetaria en todas las jurisdicciones del área euro»³ (véase Cuadro 1).

En sus dos reuniones posteriores (30 de abril y 4 de junio), el Eurosistema profundizó en su respuesta con un aumento de 600 mil millones de euros en el PEPP, la mejora adicional en las condiciones de financiación de las operaciones a largo plazo, así como con el anuncio de una nueva serie de operaciones de liquidez no ligadas al crédito (denominadas Pandemic Emergency Long Term Refinancing Operations, PELTRO).

Tras el traspás inicial, la respuesta del Eurosistema ha sido eficaz, pues ha conseguido restaurar el buen funcionamiento de los mercados monetarios, de deuda pública y de deuda privada, evitando que el choque catastrófico de la pandemia sobre la economía se propagara y multiplicara a través de una restricción del crédito. Los resultados se pueden apreciar en:

- El aumento de la base monetaria, aproximada por el tamaño del balance del Eurosistema, que ha aumentado en 900 mil millones de euros desde febrero de 2020 hasta el 30 de junio, acercándose a los cuatro billones de euros. Aun no siendo condición suficiente para la eficacia de las medidas anunciadas, la expansión de la base monetaria es una condición necesaria, que refleja la canalización de la liquidez hacia el sistema bancario.

- La evolución de los diferenciales de riesgo de crédito y de los diferenciales soberanos. Los bonos italianos o españoles volvieron hacia el inicio del verano a cotizar en niveles de diferencial con el bono alemán próximos a los niveles previos a la pandemia. Al mismo tiempo, la volatilidad de los bonos también se sitúa en niveles reducidos, indicando que el mercado ha recuperado un funcionamiento estable (aunque muy dependiente del flujo de compras del Eurosistema).

- Los indicadores de riesgo bancario, que se dispararon en las primeras semanas de la crisis, también

³ Traducción del autor.

han vuelto a niveles cercanos a los previos a la pandemia (el diferencial entre el euríbor y el Overnight Index Swap, por ejemplo).

Como ha explicado el propio BCE (Lane, 2020), el despliegue conjunto de todas las medidas señaladas ha permitido mantener la curva de tipos de interés sin riesgo en niveles acomodaticios y asegurar su transmisión, tanto a través de las curvas soberanas (reduciendo riesgo de duración, con descensos estimados de 45 puntos básicos en la prima por plazo del bono a diez años gracias a la compra de activos) como a través del crédito bancario. Aunque el BCE tardó en integrar en su marco operativo todos los instrumentos de la denominada política monetaria no convencional⁴ (que están adquiriendo ya un uso convencional), los tenía ya activados y probados cuando la pandemia golpeó. Y una vez que se entendió en el Consejo de Gobierno la gravedad de la crisis y la necesidad de evitar cualquier duda sobre la transmisión uniforme de la política monetaria en los países más afectados por la pandemia, se han desplegado con contundencia y determinación.

Aunque estaba claro que la respuesta de política económica europea tenía que ir más allá de la política monetaria, la crisis de la pandemia ha vuelto a evidenciar que el Eurosistema es esencial para preservar la estabilidad y reaccionar en situaciones de emergencia económica.

3. Ejecución descentralizada y riesgos de nacionalización de la política monetaria

El Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea y los Estatutos del BCE y del Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) atribuyen al Consejo de Gobierno la competencia para decidir sobre la política monetaria y al BCE, a través de su Comité Ejecutivo,

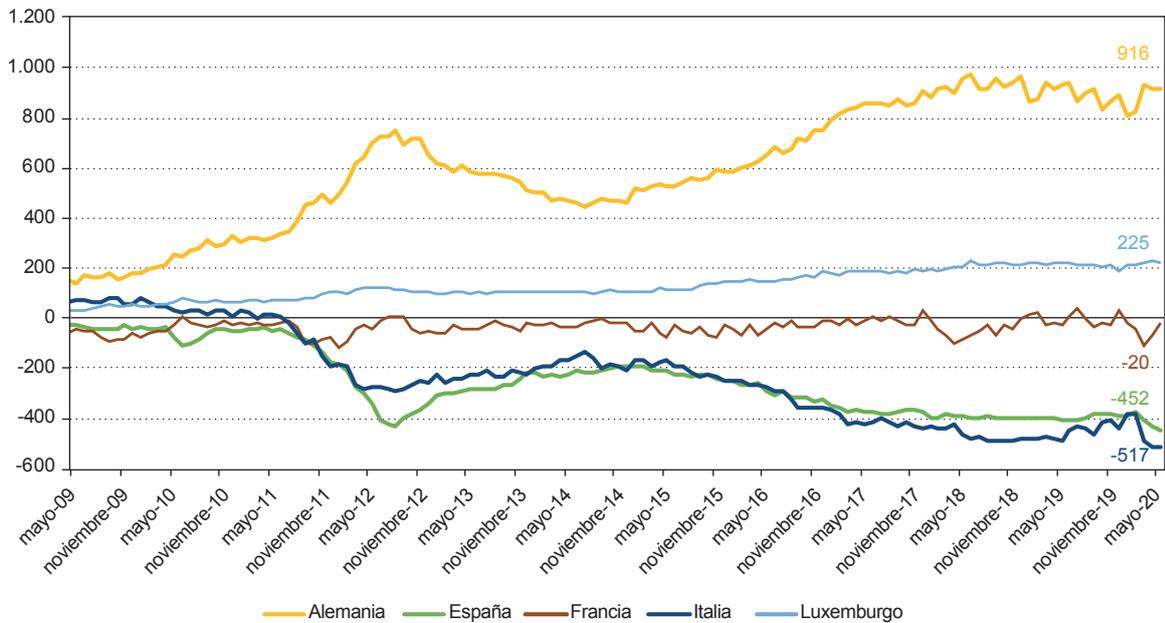
su implementación. El artículo 12 de los Estatutos, anejos al Tratado, señala que el BCE recurrirá a los Bancos Centrales Nacionales (BCN) para la ejecución de las operaciones que forman parte de las tareas del SEBC, en la medida en que se considere posible y apropiado. Se diseñó así un esquema institucional en el que el Consejo de Gobierno (donde se sientan los gobernadores de los BCN junto con el Presidente y Vicepresidente del BCE y los miembros del Comité Ejecutivo) es quien toma las decisiones, el BCE es quien dirige la implementación y los BCN quienes ejecutan gran parte de las operaciones.

El esquema tenía también un reflejo contable, con el grueso de las operaciones de política monetaria reflejado en los balances de los BCN, la existencia de una partida en los balances del BCE y de los BCN que recogía las operaciones intrasistema y el balance consolidado del Eurosistema que compensaba esos saldos y ofrecía la imagen completa de la política monetaria europea y su base monetaria. En la balanza de pagos de cada país, que se mantuvo tras la creación de la unión monetaria, la política monetaria común se plasma en una partida de activos del BCN frente al Eurosistema, que refleja los flujos netos de salida o entrada de dinero relacionados con las operaciones de política monetaria. El *stock* acumulado en el balance forma parte también de la posición de inversión internacional como un pasivo o como un activo, dependiendo del signo de las operaciones netas del sistema monetario del país con el resto del área monetaria.

En los primeros años, la ejecución descentralizada era una necesidad, pues el BCE tenía todavía poca capacidad operativa y pocos recursos. Y el tamaño de los flujos netos intrasistema era moderado, en un entorno de creciente integración financiera y de diferenciales de riesgo de crédito muy estrechos. Pero la crisis financiera sometió este modelo a una prueba de resistencia extraordinaria. Los mercados financieros se fragmentaron, los flujos privados se secaron y los flujos netos relacionados con la aplicación de la política monetaria se hicieron muy desiguales.

⁴ Los instrumentos no convencionales del Eurosistema, además de las compras de activos y las operaciones de financiación a largo plazo, incluyen la directriz futura sobre los tipos de interés, *forward guidance*, y los tipos de interés negativos. A lo largo del artículo la atención se centra en las compras de deuda pública.

GRÁFICO 2
SALDOS NETOS EN EL TARGET2
(En miles de millones de euros)



FUENTE: Eurosistema.

Por una parte, los saldos intrasistema, es decir, los flujos netos de cada BCN con el resto del Eurosistema, crecieron con rapidez. La partida más importante de ellos, el saldo de cada BCN en el sistema mayorista de pagos interbancarios, el TARGET2, aumentó mucho para los países castigados por la crisis, como España o Italia (véase Gráfico 2). Los flujos de capital privado se volvían negativos, tanto en inversión de cartera como, sobre todo, en préstamos bancarios, y se sustituían por una apelación mayor de los bancos al Eurosistema a través del BCN.

Muchas voces, sobre todo en Alemania y en otros países con saldos acreedores frente al Eurosistema, denunciaron lo que consideraban un rescate financiero encubierto de los países en crisis a través de la política monetaria. Aplicaban la lógica del carácter temporal de la unión monetaria y del riesgo de

irreversibilidad. Si uno de los países con saldos deudores salía del euro (como estuvo a punto de suceder en el caso de Grecia), entonces no podría devolver ese pasivo, que de un apunte contable se convertiría en un pasivo exigible. Además, tras la moderación de los saldos TARGET2 con el final de la crisis, la aplicación del PSPP a partir de 2015 volvió a ampliar dichos saldos, aunque por una razón muy distinta. Dado que un porcentaje significativo de la deuda pública de España e Italia está en manos de no residentes, las compras por parte del Banco de España y del Banco de Italia de deuda pública acababan abonadas en cuentas de bancos comerciales en bancos centrales de otros países del área (Alves *et al.*, 2018).

Por otra parte, la debilidad del sistema bancario llevó a los BCN a utilizar con profusión la provisión de la Asistencia de Liquidez de Emergencia (ELA, por

sus siglas en inglés), que se había concebido dentro del Eurosistema como una competencia fuera de la política monetaria y que por tanto correspondía a los BCN. Pero para sistemas bancarios como el irlandés o el griego, el uso de ELA no fue un instrumento temporal para sostener a un grupo reducido de entidades, sino una necesidad imperiosa para evitar una quiebra masiva de su sistema bancario. En el caso griego, el ELA llegó a suponer hasta un 30 % del PIB. Estas operaciones se hacían con liquidez del Eurosistema, pero el riesgo lo soportaba el BCN, que veía cómo la estabilidad de todo el sistema financiero dependía de que el Consejo de Gobierno del BCE no objetara al uso continuado de la ELA.

Con la creación del Sistema Único de Supervisión, en 2014, el carácter federal del Eurosistema se reforzó, ampliando sus competencias a la supervisión prudencial y a la estabilidad financiera. Sin embargo, las líneas de fractura nacional en la política monetaria común no se suturaron. Al contrario. Cuando en 2015 se aprobó la política de relajación cuantitativa, de la que formaba parte el Programa de Compra de Activos Públicos (PSPP, por sus siglas en inglés), se decidió que el 92 % de las compras se realizaría por parte de los BCN, que comprarían bonos de su propio país. Además, el riesgo de estos activos no se compartiría, sino que sería asumido por el BCN. Así, las consecuencias financieras de una decisión de política monetaria adoptada por el Consejo de Gobierno recaerían en el BCN que las implementara. Esta decisión revistió una gravedad que pasó inadvertida entonces y no ha recibido la atención debida. Porque suponía una ruptura de la unidad de la política monetaria que resultaba además dudosamente consistente con el espíritu del diseño institucional establecido en el Tratado. La nacionalización del riesgo del programa de compra de activos públicos fue, con toda probabilidad, la concesión indispensable para que el Eurosistema pudiera, con años de retraso, utilizar el instrumento más eficaz con el que los otros bancos centrales de las principales economías avanzadas

habían conseguido superar la crisis financiera. Fue una nueva y preocupante muestra de la anomalía de la autoridad monetaria europea respecto a un banco central normal. Podría argumentarse que se trata de un incentivo para que los Gobiernos sigan políticas fiscales más prudentes; pero resulta muy dudoso que las decisiones presupuestarias tomen en cuenta lo que ocurriría en el poco probable caso de que el país saliera del euro.

Ahondemos en las implicaciones de esta decisión, que se aplica también a las compras del nuevo PEPP. En primer lugar, los activos públicos constituyen ya la primera partida del balance del Eurosistema, con 2,24 billones de euros a 30 de junio de 2020, el 57 % del total. En segundo lugar, cada BCN asume una posición financiera, con sus riesgos y sus rentabilidades, que no deriva de una decisión propia sino de una decisión de política monetaria del Consejo de Gobierno. Con el tamaño que ha adquirido el PSPP, gran parte de la renta monetaria que genera la política monetaria europea, es decir, del señoreaje que proporciona el margen entre el coste de los pasivos monetarios emitidos por el banco central y la remuneración de sus activos, no entra en el reparto que se negoció de acuerdo a la clave de capital y los ajustes en la emisión de billetes y otras partidas. El balance consolidado se convierte en gran medida en una ficción, porque los beneficios y las posibles pérdidas de las carteras de bonos soberanos no se comparten. Por último, y entrando en el meollo de la cuestión, si en algún momento se plantea la reestructuración de la deuda pública de algún Estado miembro, por ejemplo, de los más de dos billones de deuda italiana, sería el Banco de Italia quien sufriría las pérdidas derivadas de la quita en sus tenencias de más de 435.000 millones de euros.

Esta renacionalización de la política monetaria no hará sino agravarse con el impacto de la pandemia, pues el Eurosistema va a aumentar de manera muy significativa su cartera de deuda pública.

Por otra parte, a pesar de haber puesto en común la responsabilidad sobre la supervisión prudencial y la

resolución de entidades bancarias, el ELA se ha mantenido como prerrogativa nacional.

El riesgo de nacionalización y ruptura de la política monetaria es patente. Más del 35 % del balance consolidado del Eurosistema corresponde a activos públicos, cuyo riesgo no se comparte. Si esas compras se deciden por el Consejo de Gobierno para cumplir su objetivo de política monetaria, ¿por qué no se comparten los riesgos? De alguna manera se está minando la credibilidad de las propias decisiones de política monetaria al introducir un elemento de desconfianza sobre la seguridad de los bonos públicos y de la solvencia de los países, así como sobre la propia viabilidad de la unión monetaria.

4. Monetización, independencia y la eficacia de la política monetaria tras la pandemia

Con la relajación de las tensiones sistémicas en los mercados monetarios y de deuda del área, hay quien podría pensar que el Eurosistema ha vuelto a dar la talla en la respuesta a esta crisis y puede mantener en piloto automático la política monetaria, dando el testigo a la política fiscal en la fase de recuperación. Nada más lejos de la realidad. Como bien señala Tooze (2020), el modelo institucional del banco central independiente está en crisis, y cabría añadir que el Eurosistema, con sus peculiaridades, sufrirá esa crisis un poco más que sus homólogos.

La monetización explícita: una quimera innecesaria

Las consecuencias macroeconómicas de la pandemia, que acentúan el riesgo de deflación y de estancamiento secular que acechaba a las economías desarrolladas durante los últimos años, han reavivado el debate sobre la monetización. A las propuestas que se han ido desgranando durante los últimos años (Bernanke, 2016) se han añadido otras que recomiendan su uso como un instrumento excepcional y temporal (Galí, 2020; De Grauwe & Diessner, 2020).

En un año en el que las economías se enfrentan a una catástrofe sin precedentes, que alejará aún más la inflación de su objetivo y creará una enorme brecha de producción negativa, la lógica de la financiación monetaria del gasto público no es, ni mucho menos, descabellada. No obstante, se trata de un debate que consideramos poco productivo en el ámbito de la unión monetaria europea. La principal razón es que se pueden alcanzar resultados similares a los de una monetización excepcional dentro del marco actual, evitándose tensiones institucionales y políticas innecesarias y manteniendo las condiciones para prevenir los riesgos que toda monetización conlleva.

Olvidémonos por un momento del artículo 123.3 del Tratado y su prohibición de financiación monetaria. Imaginemos que la creatividad institucional europea permite pergeñar una solución excepcional que autoriza al Eurosistema a financiar gastos por un 10 % del PIB. Recordemos que la autoridad monetaria ya tiene 2,4 billones de deuda pública (el 20 % del PIB) que se propone reinvertir, al menos, hasta que se haya superado la pandemia y la inflación se haya acercado a su objetivo. La deuda que compra el BCE o los BCN en el mercado secundario entra a formar parte, de manera indirecta, de un hipotético balance consolidado de las Administraciones públicas de la unión monetaria. Es decir, que los intereses de esa deuda revierten a los Estados a través de los beneficios de los BCN y su participación en los beneficios del BCE. En las condiciones actuales, la compra masiva de deuda pública es imprescindible para cumplir el mandato del Eurosistema. Además, esas compras facilitan la financiación de la deuda pública en un entorno de fuerte aumento de las necesidades de endeudamiento. Finalmente, este arreglo, que se asemeja mucho a una monetización implícita cuando se realiza en cantidades masivas como es el caso, tiene la ventaja de que su reversión queda fuera del control de los Gobiernos. Si llega un momento (lejano, en todo caso) en el que el Consejo de Gobierno empieza a temer por los riesgos inflacionistas que implicaría mantener

esta política, siempre puede ponerle fin sin tener que pedir permiso a los Gobiernos o a los Parlamentos nacionales.

La espada de Damocles del constitucional alemán y el valor de la independencia

En Alemania, la decisión política de Helmut Kohl de apoyar la creación de la unión monetaria supuso para gran parte de la comunidad económica, de los círculos empresariales y del propio Bundesbank, una renuncia a uno de sus logros más preciados, la estabilidad monetaria plasmada en el marco, a cambio de un proyecto de resultados inciertos. El modelo institucional establecido en el Tratado era una fiel adaptación del modelo de banco central independiente alemán, con prohibición de financiación monetaria y de interferencia por parte del Estado en las decisiones de política monetaria. Aun así, la desconfianza no ha remitido, incluso desde que las reformas de la primera mitad de la década de 2000 dieran paso a un largo período de prosperidad para la economía alemana dentro del euro.

Hasta la crisis financiera, la preocupación esencial era asegurarse de que el Eurosistema era capaz de mantener baja la inflación y el tipo de cambio estable. Así se explican la estrategia de política monetaria en dos pilares (tributaria de la tradición aparentemente monetarista del Bundesbank), que condujo desde el principio a decisiones poco comprensibles⁵, y la respuesta asimétrica a los choques de inflación y de crecimiento. Desde la crisis financiera, la preocupación ha mudado; si se pudiera sintetizar el hilo conductor de las preocupaciones alemanas sobre la política monetaria del Eurosistema desde 2008, sería del siguiente tenor: se teme que la mayoría del Consejo de Gobierno esté imponiendo una política ultraexpansiva

para abaratar la financiación de los Estados miembros con elevada deuda pública, lo que da lugar a tipos de interés demasiado bajos para los ahorradores alemanes y amenaza con generar inflación en el futuro.

Esta corriente, muy arraigada en amplios sectores económicos y políticos (con especial mención al partido Alternativa por Alemania, pero también a los partidos de centroderecha, Unión Demócrata Cristiana y Unión Social Cristiana —CDU y CSU, respectivamente, por sus siglas en alemán—) ha tenido una vertiente de activismo judicial, instrumentado a través de demandas ante el Tribunal Constitucional de Karlsruhe, que después han sido sometidas al Tribunal de Justicia de la UE (TJUE). El instrumento cuya legalidad ha sido objeto de litigio es la compra de bonos públicos en el mercado secundario, dentro del PSPP. Aunque el hito más reciente y potencialmente más desestabilizador es la sentencia del Tribunal Constitucional alemán de 5 de mayo de 2020. Se trata de un paso más en un proceso sistemático en el que un grupo de demandantes solicita al Tribunal alemán que declare que la decisión de compra de bonos del Eurosistema:

- 1) Excede sus competencias, al adentrarse en actuaciones propias de la política fiscal que son parte de la soberanía de los Estados miembros.
- 2) Infringe el artículo 123 del Tratado, pues equivale a la financiación monetaria del déficit público, y
- 3) Pide que se obligue al Gobierno Federal y al Parlamento a adoptar las medidas para que el Bundesbank no participe de esos programas de compra de activos, que atentan contra el principio democrático y la ley fundamental alemana.

Es ilustrativo recordar que el primer programa cuestionado por los demandantes alemanes fue el de *Outright Monetary Transactions* (OMT), que puso fin a la crisis del euro sin ni siquiera tener que activarse. No conviene olvidar tampoco que el Presidente del Bundesbank votó en contra de ese programa en el Consejo de Gobierno. Pues bien, el Tribunal de Justicia de la UE dictó sentencia en junio de 2015, afirmando su legalidad.

⁵ Un ejemplo fue la bajada de tipos de interés de junio de 2003, al tiempo que se aceleraba la M3. En mayo de ese mismo año, se anunció que, como resultado de la primera revisión de la estrategia de política monetaria, se dejaba de utilizar el valor numérico de referencia para el crecimiento de la M3.

En diciembre de 2018, el TJUE se pronunció sobre el PSPP, cuestionado con unos argumentos prácticamente idénticos a los esgrimidos contra la OMT. De las varias y muy incisivas cuestiones que plantea el Tribunal alemán, destaquemos dos. La primera es si, dados los efectos amplios y duraderos sobre la política económica, puede deducirse que el programa no se ajusta al principio de proporcionalidad. La segunda es si la posibilidad de que se compartan las pérdidas entre los BCN y el BCE podría dar lugar a un incumplimiento de la prohibición de financiación monetaria, al tener que recapitalizar los bancos centrales en caso de un impago. Como es sabido, el TJUE consideró compatible el PSPP con el mandato y las prohibiciones legales aplicables al Eurosistema, aplicando los siguientes argumentos:

1) El PSPP se ajusta al principio de proporcionalidad. En el momento en que se adoptó, la inflación actual y prevista estaba por debajo del objetivo del Eurosistema y con el tipo de interés de referencia en cero, se habían agotado los instrumentos tradicionales. Se explicó en varias formas (considerando de las decisiones del Consejo de Gobierno, introducciones a la conferencia de prensa del presidente) por qué se elegía la compra masiva de bonos soberanos y cuáles serían sus efectos sobre la economía.

2) La política monetaria se delimita, en la legislación comunitaria, por su objetivo. La compra de activos, incluyendo bonos soberanos, se considera una operación habitual en la instrumentación de la política monetaria⁶. La acción de otros bancos centrales y la evidencia empírica sobre ella confirma que la compra de bonos soberanos contribuiría a acercar la inflación a su objetivo.

3) No se vulnera la prohibición de financiación monetaria por los límites y salvaguardas que aplica el

Eurosistema en su implementación, que incluyen tanto los límites por emisor y por emisión, como el período de congelación entre la compra en el primario y la venta en el secundario.

4) La última pregunta, relativa a si podría ser aceptable una decisión de compartir las pérdidas, se consideró inadmisibles por hipotética.

Pero en Karlsruhe no quedaron satisfechos con esta argumentación, convocaron una serie de comparecencias domésticas y finalmente publicaron una sentencia en la que:

- Declaran que la explicación del TJUE no es comprensible, pues no investiga suficientemente la proporcionalidad.
- Declara que el TJUE ha actuado más allá de sus competencias, *ultra vires*.
- Solicita al BCE una explicación convincente de la proporcionalidad del PSPP y, en caso de no obtenerla en tres meses, obliga al Bundesbank a dejar de participar en la implementación del programa.

A pesar de la consternación inicial por una posición tan agresiva respecto al TJUE y al propio Eurosistema, la reacción de todas las partes implicadas (el propio TJUE, el BCE, el Bundesbank y el Gobierno alemán) ha conseguido desactivar la tensión y encarrilar las exigencias del Tribunal alemán con escasas tensiones institucionales. Pero la posición expresada el 5 de mayo de 2020 tiene trascendencia desde dos vertientes. La primera es la de la tensión entre la primacía y unicidad del derecho comunitario y su compatibilidad con los ordenamientos constitucionales nacionales en un modelo que todavía no es federal (del todo). Tiene mucha enjundia pero, además de que no somos competentes para tratarla, no es la más importante para lo que nos ocupa. La segunda afecta a la cuestión, mucho más inmediata, de si el modelo institucional del Eurosistema permitirá que la política monetaria europea cumpla su objetivo en el muy difícil entorno macroeconómico y financiero de los próximos años.

Valoremos en primer lugar la sentencia del Tribunal alemán. Llama la atención que, ante una situación de

⁶ Incluso antes de que los bancos centrales occidentales recurrieran a la compra masiva de bonos soberanos en el mercado secundario, las operaciones con valores de deuda pública eran habituales, dado que se utilizaban como garantía de las operaciones de repo con las que se inyectaba o drenaban fondos del sistema monetario. Ahora bien, es cierto que el efecto económico de un repo frente a una compra a vencimiento, *outright*, es bien distinto.

incumplimiento sistemático y reiterado del objetivo de estabilidad de precios, el cuestionamiento se centre en la utilización de un instrumento que se ha demostrado útil para alcanzar dicho objetivo. Resulta también llamativo que los magistrados alemanes acepten sin más dudas que el programa masivo de compra de deuda pública no vulnera la prohibición de financiación monetaria, a pesar de que sus efectos convergen a medida que el programa se hace más grande y más permanente, mientras cuestionan un aspecto casi técnico, como el análisis del Eurosistema sobre los efectos de sus decisiones.

Como señala Carrascosa (2020), cuestionar la compra de bonos públicos equivale en estos tiempos a prohibir la propia política monetaria, en un momento en el que se ha convertido en un instrumento esencial, cuyo peso en los balances de los bancos centrales seguirá creciendo todavía durante varios años. Con el tipo de interés en su límite inferior, es muy posible que el principal instrumento de política monetaria del Eurosistema a partir de ahora sea el manejo de su cartera de deuda pública, no solo con las compras, sino con las reinversiones, la composición de su cartera y su duración.

La otra paradoja de las dudas de legalidad expresadas en Alemania es que acaban siendo un ataque indirecto a la independencia del Eurosistema, el principio que siempre han defendido en ese país como pilar de una política monetaria exitosa. En efecto, aunque la independencia se concibió para evitar que las interferencias políticas sesgaran la política monetaria hacia la expansión y generaran inflación, en el entorno actual es necesario mantener políticas decididas, contundentes y creíbles con sesgo ultraexpansivo si se quiere llegar a cumplir el objetivo de inflación. Como señala Ubide (2019), si se es timorato a la hora de utilizar los mal llamados instrumentos no convencionales, los riesgos de incumplir el objetivo de inflación aumentan.

Las acciones legales no cesarán, como confirman las nuevas demandas contra la PEPP. El TJUE seguirá previsiblemente manteniendo su doctrina, favorable a

la legalidad de las compras de deuda pública. Pero con la sentencia de 5 de mayo de 2020, el Tribunal Constitucional alemán ha pasado un Rubicón; si el equilibrio político en Alemania fuera distinto, las consecuencias podrían haber sido devastadoras. Y recordemos que, a pesar de que existe por el momento una mayoría del Consejo de Gobierno a favor de seguir utilizando las compras de deuda pública, hay varios Estados miembros que simpatizan con la corriente alemana de desconfianza hacia este instrumento. La próxima vez puede que no resulte tan fácil acomodar el choque legal e institucional entre el TJUE y el máximo tribunal alemán.

El problema real: los límites frente a la divergencia

«No estamos aquí para cerrar los diferenciales». Si no se hubiera rectificado con prontitud lo que traslucía esta frase de Lagarde ya mencionada, el área del euro habría añadido en pocos días una crisis financiera sistémica a una catástrofe sanitaria y económica. El traspies de la nueva presidenta del BCE ejemplifica el problema más difícil y más peligroso que afronta el Eurosistema. Es un problema idiosincrático, con el que no tienen que lidiar los bancos centrales que tienen un único emisor soberano. ¿Por qué el Reino Unido no sufrió una crisis como la del euro a pesar de que tenía una gravísima crisis sistémica en sus bancos? Porque el Banco de Inglaterra compró masivamente bonos manteniendo la estabilidad en la transmisión de la política monetaria y unas condiciones de financiación laxas para el sector privado (Meaning & Zhu, 2011). El Eurosistema tiene 19 emisores soberanos, con dinámicas macrofinancieras, estructurales y fiscales distintas. En un régimen de estabilidad en los mercados de deuda como el que prevaleció desde poco antes de la creación del euro hasta enero de 2010, el problema no existía: los diferenciales de deuda se mantenían en niveles bajos y la política monetaria se transmitía sin perturbaciones. Desde enero de 2010, la dislocación de los mercados de deuda pública desató una dinámica de

inestabilidad, con los emisores de mayor calidad crediticia atrayendo capitales y los de economías más vulnerables experimentando una reversión brusca en sus flujos de financiación exterior.

Empecemos dejando a un lado el caso de Grecia, cuyo diagnóstico era el de una crisis fiscal grave, que pasó inadvertida a los filtros de control de las reglas fiscales europeas. Para casos como el griego, muy excepcional pero ciertamente posible, la solución debería ser la reestructuración y la asistencia financiera. El Eurosistema no debería haber comprado deuda griega en 2010. Ahora bien, para países con un comportamiento fiscal acorde con las reglas fiscales, el banco central no puede permitir que una dislocación de los mercados de deuda bloquee la transmisión de la política monetaria y la fragmente. El ejemplo de Italia es buena prueba de la dificultad que puede entrañar este problema en la práctica. Tiene una deuda pública muy elevada, pero su política fiscal ha sido prudente (con superávit primarios constantes) y la causa última de la preocupación por la sostenibilidad es el bajo crecimiento estructural.

Utilizar el PSPP para evitar esos episodios de inestabilidad no es lo más indicado. El efecto sobre los diferenciales es limitado, porque se compra deuda de cada país en proporción a su clave de capital. Dado que la oferta de los países con tipos de interés más bajo es menor, la demanda del banco central puede incluso acentuar su prima respecto a la deuda del resto de Estados miembros. La respuesta a la pandemia ha sido inteligente desde dos perspectivas; por una parte, dado que Alemania y otros países de baja deuda van a elevar su emisión neta, el PSPP tiene más margen para seguir comprando de acuerdo a la clave de capital sin llegar al límite del 33 % de la deuda viva de cada emisor. Por otra parte, la flexibilización de los límites en el PEPP, aunque sea temporal, otorga capacidad de disuasión a las compras y eleva el riesgo de apostar contra activos como la deuda italiana o española.

Sin embargo, los mercados de deuda pública son frágiles, como ya experimentamos con crudeza en

2010-2012; y lo serán más aún en el entorno posterior a la pandemia, con economías en esforzada recuperación con más de veinte puntos de deuda adicional en relación al PIB. El PSPP o el PEPP no pueden ser soluciones duraderas a esa fuente de inestabilidad estructural.

La OMT es un instrumento a considerar, que resultó muy eficaz solo por su efecto disuasorio. Prevé compras ilimitadas en el tramo de corto plazo y tiene más capacidad de afectar al diferencial, pues solo se aplica a un país. Su problema es que, tal y como lo anunció el Consejo de Gobierno, requiere un programa de asistencia financiera del Mecanismo Europeo de Estabilidad, aunque sea de naturaleza precautoria como la Línea de crédito precautoria reforzada (que tiene condiciones de acceso menos exigentes que las de la Línea de crédito precautoria). Para Italia, la condicionalidad genera un obstáculo político para solicitar, en su caso, la OMT. Y tiene poca lógica que una decisión de política monetaria se aplique con condicionalidad.

5. Propuestas para un banco central como los demás

Durante años se ha debatido sobre el tipo de reforma institucional que podría hacer que la política monetaria del euro fuera como la de la Fed (Sistema de Reserva Federal), o como la del Banco de Inglaterra, o el Riksbank sueco, o el Banco Central de Canadá. Se ha señalado, por ejemplo, que el problema se arreglaría con una modificación del Tratado que introdujera un mandato dual como el que introdujo la reforma Humprey-Hawkins en Estados Unidos, que, junto a la estabilidad de precios, fijara un objetivo de empleo o de minimización de la brecha de producción. Lo cierto es que una modificación de este tipo sería políticamente muy poco factible —primero, por la dificultad de alcanzar un acuerdo unánime sobre una nueva combinación de objetivos, y después, por el proceloso proceso de ratificación de los cambios en el Tratado—, pero

además es dudoso que mejorara los resultados de la política monetaria europea. Como se ha evidenciado desde 2014, el Eurosistema ha abordado el riesgo de deflación con una determinación similar a la que aplicó hace años para enfrentar el riesgo de inflación. Se sabe desde hace años que es posible estabilizar también la brecha de producción con un objetivo unidimensional centrado en la inflación (Woodford, 2003).

Los cambios necesarios para hacer del Eurosistema un banco central ordinario tienen que ver con la manera de ejecutar la política monetaria, de ejercer la función de prestamista de última instancia para bancos, de afrontar los riesgos de su balance, de mantener la estabilidad de los mercados de deuda pública y de reflejar los flujos netos entre el BCE y sus BCN. No es la letra de la Ley, sino la fontanería y las finanzas de la organización las que necesitan reformas. En coherencia con lo referido en los apartados anteriores, proponemos las cuatro siguientes:

1) Asignar al Eurosistema la función de prestamista de última instancia. La Asistencia de Liquidez de Emergencia debería convertirse en una función del Eurosistema y dejar de ser una prerrogativa nacional. El BCN del país en el que el banco esté domiciliado debería realizar una propuesta al Eurosistema, pero la decisión final la debería adoptar este último por mayoría cualificada, después de recibir la opinión del Sistema Único de Supervisión. Dada la celeridad y la confidencialidad con la que debe gestionarse, el Comité Ejecutivo del BCE debería llevar la voz cantante y obtener el visto bueno del Consejo de Gobierno.

2) Compartir los riesgos y las remuneraciones de la compra de activos públicos. El Consejo de Gobierno debería revisar su Decisión sobre el PSPP, para acabar con ese sistema insólito de nacionalización de la política monetaria. Aunque el mecanismo de ejecución de las compras y el reflejo en el balance siguiera siendo el actual, tanto los beneficios derivados del señoreaje asociado a la deuda pública como las eventuales pérdidas deberían asumirse de manera común, como ya se hace con el resto de operaciones que forman parte

de la política monetaria. La medida se aplicaría a las nuevas compras, manteniendo la regulación actual para los valores que ya figuran en los balances de los BCN. Como ya se ha señalado, esta decisión levantaría ampollas entre quienes cuestionan la legalidad de la compra de deuda pública por el Eurosistema; no obstante, es una batalla que merece la pena librar con todos los instrumentos legales y con los argumentos políticos y económicos que ha ido acuñando la experiencia de la unión monetaria europea.

3) Tratamiento adecuado de la política monetaria en las balanzas de pagos nacionales. La forma en la que las operaciones netas de política monetaria entre los BCN y el resto del Eurosistema se reflejan en las balanzas de pagos nacionales de los países miembros del euro genera mucha confusión. Tanto los flujos en forma de variación de los activos frente al Eurosistema (por cambios en el saldo de TARGET2 o en los mecanismos de ajuste de la creación de efectivo) como, sobre todo, los *stocks* en la Posición de Inversión Internacional, tienen que seguir contabilizándose y presentándose con el resto de operaciones privadas. Pero no deben considerarse como un pasivo exigible y parte de la deuda externa del país. Deberían por tanto quedar excluidas en el cálculo de la PIIN (Posición de Inversión Internacional Neta) y excluirse también del análisis del endeudamiento exterior que realiza la Comisión Europea en su Procedimiento de Desequilibrios Macroeconómicos. Su denominación debería cambiarse a *Operaciones relacionadas con la política monetaria*.

4) Institucionalización y clarificación de la OMT. El Eurosistema debería seguir manteniendo la posibilidad de activar un programa de compra masiva de deuda de un país cuando lo considere necesario para mantener la integridad del mecanismo de transmisión monetaria. Debería quedar clara la posibilidad de activar la OMT con un programa precautorio con una condicionalidad ligera, siguiendo la propuesta de Claeys (2018).

6. Conclusión

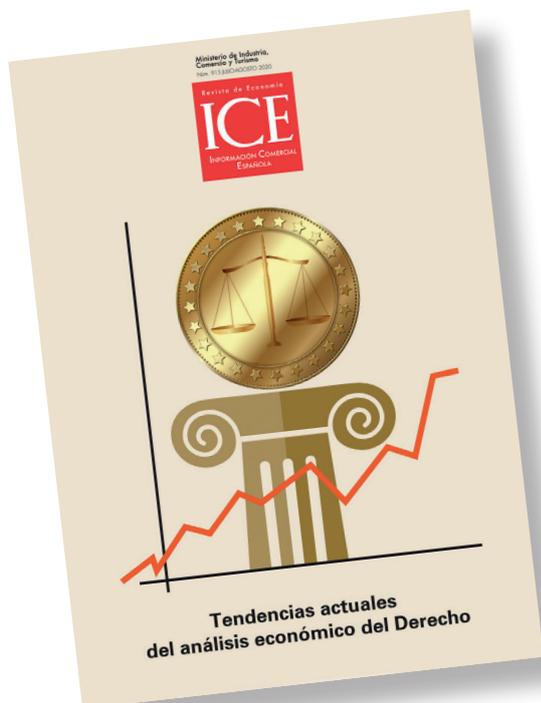
La respuesta a las crisis ha sido un acicate fundamental para la construcción europea, como vaticinó con presciencia Jean Monnet. Pero la crisis de 2008-2012 dejó cicatrices profundas y abrió una brecha de desconfianza entre los Estados miembros. La manera en la que Europa ha respondido a la crisis generada por la pandemia evidencia que algunas de las medidas que se adoptaron tras la anterior, la han hecho más fuerte y que algunas lecciones se han aprendido. En el ámbito de la política monetaria, sin embargo, la adopción de algunas medidas que en sí supusieron un avance hacia un banco central normal se aplicaron con fórmulas que implicaban una peligrosa renacionalización que afecta al corazón de la integración económica europea. Si han pasado en parte desapercibidas es porque no salieron en las noticias ni se discutieron en público; fueron el resultado de las discusiones y las transacciones en el seno del Consejo de Gobierno y se plasmaron en la fontanería financiera de la ejecución de la política monetaria. Con la reanudación del programa de compra de deuda pública y la elevación del peso de estos activos en el balance del Eurosistema, la potencial gravedad de las distorsiones asociadas a estas fórmulas nacionalizadoras se va a agudizar. Y, por tanto, resulta más urgente que desde el propio Consejo de Gobierno se adopten las medidas necesarias para que la ejecución descentralizada de la política monetaria no conlleve una fragmentación en aspectos tan críticos como la asunción de los riesgos y las remuneraciones o la función de prestamista de última instancia. En conjunto, esas pulsiones hacia la fragmentación nacional reflejaban el temor a las consecuencias que tendría la salida de algún país del euro. Están pensadas para que ese proceso traumático no complicara las finanzas de otros bancos centrales no afectados. Casi diez años después, deberíamos convenir en que tiene poco sentido que los arreglos institucionales y operativos de la unión monetaria se inspiren en la posibilidad de que esta se rompa.

Referencias bibliográficas

- Alves, P., Millaruelo, A. y del Río, A. (2018). El aumento de los saldos TARGET en la UEM desde 2015. *Banco de España, Boletín Económico* 4/2018. Artículo analítico.
- Bénassy-Quéré, A., Brunnermeier, M., Enderlein, H., Farhi, E., Fratzscher, M., Fuest, C., Gourinchas, P. O., Martin, P., Pisani-Ferry, J., Rey, H., Véron, N., Weder di Mauro, B., & Zettelmeyer, J. (2018). Reconciling risk sharing with market discipline: A constructive approach to euro area reform. *CEPR Policy Insight* No 91.
- Bernanke, B. S. (2016, March 24). What tools does the Fed have left? Part 3: Helicopter Money. *Brookings Institution blog*.
- Carrascosa, A. (2020, 20 de mayo). ¿Se extralimita el Banco Central Europeo? Artículo en el *Blog New Deal*. <http://blognewdeal.com/antonio-carrascosa/se-extralimita-el-banco-central-europeo/>
- Claeys, G. (2018). Make euro-area sovereign bonds safe again. Artículo de opinión. *Bruegel*.
- De Grauwe, P., & Diessner, S. (2020). What price to pay for monetary financing of budget deficits in the euro area. Artículo en *VoxEu*. <https://voxeu.org/article/what-price-pay-monetary-financing-budget-deficits-euro-area>
- Díaz del Hoyo, J. L., Dorrucchi, E., Heinz, F. F., & Muzikarova, S. (2017, December). Real convergence in the euro area: a long-term perspective. *ECB Occasional Paper Series*, No. 203.
- Dullien, S., Fernández, J., López, M., Maass, G., del Prado, D., & von Weizsäcker, J. (2017). *Fit for purpose: a German-Spanish proposal for a robust European Unemployment Insurance*. Friedrich Ebert Stiftung.
- European Central Bank (2017, May 17). *Agreement on emergency liquidity assistance*.
- European Central Bank (2019). *Mario Draghi: farewell remarks*.
- European Court of Justice (2018). *Judgment In Case C-493/17*. <http://curia.europa.eu/juris/liste.jsf?language=en&num=C-493/17>
- Franks, M. J. R., Barkbu, M. B. B., Blavy, M. R., Oman, W., & Schoelermann, H. (2018). *Economic convergence in the Euro Area: Coming together or drifting apart?* IMF Working Paper 18/10.
- Gali, J. (2019). The Effects of a Money-Financed Fiscal Stimulus. *Journal of Monetary Economics*.
- Lane, P. (2020, June 24). *The ECB's monetary policy response to the pandemic: liquidity, stabilisation and supporting the recovery*. Discurso de Philip Lane, miembro del Comité Ejecutivo del BCE. Financial Centre Breakfast Webinar.
- Meaning, J., & Zhu, F. (2011, December). The impact of recent central bank asset purchase programmes. *BIS Quarterly Review*.

- Otero-Iglesias, M. (2017, January 12). Why the Eurozone Still Backs Its Common Currency. The Euro as Social Bond. *Foreign Affairs*, 12.
- Rostagno, M., Altavilla, C., Carboni, G., Lemke, W., Motto, R., Saint Guilhem, A., & Yiangou, J. (2019). A tale of two decades: the ECB's monetary policy at 20. *ECB Working Paper* No 2346.
- Tooze, A. (2020). The death of the central bank myth. *Foreign Policy*.
- Ubide, A. (2015). Stability Bonds for the Euro Area. *Peterson Institute for International Economics. Policy Brief*, 15, 18.
- Ubide, A. (2019). *La paradoja del riesgo: Por qué la política económica tendrá que asumir más riesgos si quiere salvarnos de la próxima crisis*. Deusto.
- Vegara, D. (2018). *Estabilización, sudden stops y gobierno económico: ¿Qué Unión Fiscal para la zona euro?* Mimeo.

INFORMACIÓN COMERCIAL ESPAÑOLA REVISTA DE ECONOMÍA



La revista «Información Comercial Española, Revista de Economía» nace en 1898 y a lo largo de los años se ha consolidado como una revista de elevado prestigio en los medios académicos y profesionales. Además de ser pionera en el campo de las publicaciones económicas mantiene un rigor en la selección y tratamiento de los temas analizados, con un sistema de evaluación externa anónima.

Cuenta con un Consejo de Redacción y un Consejo Científico, y su Dirección reside en la Secretaría de Estado de Comercio. Está presente en las principales bases de datos nacionales e internacionales y es una referencia importante en la literatura económica. En el año 2012 recibió el Premio a la Internacionalización del Club de Exportadores e Inversores.

Los temas de los monográficos están, en general, relacionados con aspectos económicos, financieros y comerciales de actualidad, planteándose cuestiones de especial interés en el ámbito de la política económica, que son tratados por expertos y autoridades nacionales e internacionales.

Editor: Subdirección General de Estudios y Evaluación de Instrumentos de Política Comercial

Secretaría de Estado de Comercio

Precio: 15,00 €+ IVA

Suscripciones y venta de ejemplares sueltos:

Ministerio de Industria, Comercio y Turismo

Centro de Publicaciones.

C/ Panamá, 1. Planta 0, despacho 3.

Teléfonos venta: 91 349 51 29 - 91 349 51 33

Teléfono suscripciones: 91 349 43 35

CentroPublicaciones@mincotur.es