



Comité Económico y Social Europeo

# INFORME

Comité Económico y Social Europeo

## INDUSTRIA EUROPEA Y POLÍTICA MONETARIA El papel del BEI

24 de mayo de 2017

### COMITÉ PERMANENTE

Presidente: Carlos TRÍAS, Miembro GRIII INT.  
Jefe de Proyecto: Adrian ZELAIA, Delegado. Cat.3. CCMI  
Mindaugas MACIULEVICIUS, Miembro GRIII CCMI  
Veselin MITOV, Miembro GRII INT  
Joost VAN IERSEL, Presidente ECO. GRI



### CONCLUSIONES BÁSICAS

- A lo largo del Proyecto se ha contrastado y verificado la viabilidad teórica, legal y operativa de:
  - una nueva política monetaria más relacionada con la economía real, a través de mecanismos de transmisión más eficientes que aseguren que los recursos monetarios entregados al sistema bancario se destinan a su verdadera finalidad: el crédito a la economía real y productiva.
  - una relación permanente entre el Banco Europeo de Inversiones (BEI) y el Banco Central Europeo (BCE) con este fin, dentro de los criterios establecidos por el Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea y coherente con las específicas funciones y mandato de cada una de estas instituciones, cuya compatibilidad ha sido claramente acreditada en el Proyecto.
- Se ha clarificado no sólo que no hay justificación para una política monetaria no vinculada con la economía real sino que ello debería ser un objetivo ineludible de la política monetaria y que el específico vínculo con la economía productiva y el crecimiento debería ser priorizado.
- Se ha clarificado también que puede haber diferentes vías para mejorar la vinculación entre la política monetaria y la economía productiva:
  - Establecimiento de cláusulas o condiciones específicas en las operaciones entre el BCE y el sistema bancario, relacionadas con los tipos de interés o con la asignación de fondos, que aseguren que los recursos aportados se destinan a la economía real y productiva y no a otros fines.
  - Colaboración institucional entre el BEI -o los bancos o agencias de promoción nacionales o regionales- y el BCE/Eurosistema, destinada a hacer uso de la experiencia y saber hacer del BEI a efectos de una correcta orientación de los recursos generados por la expansión monetaria hacia la economía real y productiva. (Incluyendo la posible financiación de programas específicos relacionados con las políticas de inversión de la Unión Europea). Todo ello dentro del marco establecido para este tipo de actuaciones por el Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea.



## Origen del Proyecto

El «Plan de Inversión para Europa», habitualmente conocido como Plan Juncker, puso de relieve la importancia que la disposición de recursos destinados a la economía productiva tiene para las políticas anti-crisis europeas y, en última instancia, para el futuro de la economía europea a medio y largo plazo. La simultaneidad entre la puesta en marcha del Plan Juncker y de los programas de expansión monetaria a largo plazo llevó al Comité Económico y Social Europeo a abordar el Proyecto «INDUSTRIA EUROPEA Y POLÍTICA MONETARIA. El papel del Banco Europeo de Inversiones», con el fin de explorar las posibles confluencias entre la expansión monetaria y la disposición de recursos para inversión en la Eurozona.

El Proyecto comenzó constatando tanto la dimensión de las cifras en juego a través de los programas de expansión monetaria a largo plazo (4 billones hasta ahora, el 37% del PIB de la Eurozona) como la dificultad del reto que este Proyecto suponía.

Para hacernos una idea de la dimensión de las cifras manejadas, podemos compararlas con el PIB de la Eurozona:

	<b>IMPORTE</b> (Millones EUR)	<b>% s/ PIB EUROZONA 2016</b> (Precios corrientes)
<b>PLAN JUNCKER</b>	<b>21 000</b>	<b>0,2%</b>
<b>PROGRAMAS DE EXPANSIÓN MONETARIA</b>	<b>3 990 643</b>	<b>37,2%</b>
<b>PIB EUROZONA 2016</b> (Precios corrientes)	<b>10 733 164</b>	<b>100%</b>

Fuente: Comisión Europea / BCE / EUROSTAT / Bundesbank / EKAI Center

La dificultad del reto se derivaba, por un lado, de la sorprendente falta de análisis de este tema por parte de los expertos en política monetaria. Por otro lado, de las incógnitas que, en un primer acercamiento, parecían plantearse tanto en el ámbito de las políticas europeas como con respecto al marco legal y, finalmente, en los aspectos de aplicación operativa de las posibles opciones de actuación.

## Evolución del Proyecto

Hitos fundamentales en la evolución del Proyecto fueron los siguientes:

- Borrador Preliminar (Febrero de 2015)
- Decisión del Bureau del CESE (Marzo de 2015)
- Presentaciones sobre «Algunos Conceptos Básicos» y «Cuestiones Fundamentales» (Marzo de 2015)
- Primeros contactos con el BEI y el BCE (Marzo de 2015)
- Consulta con expertos en diferentes Estados miembros de la UE (Abril-Julio de 2015). 85 expertos consultados. 50 respuestas. Los sucesivos borradores han sido contrastados con todos ellos.



- Presentaciones power point (actualizadas de forma continuada a lo largo del Proyecto) (Mayo de 2015):
  - PRESENTACIÓN DEL PROYECTO
  - POLÍTICAS EUROPEAS
  - CUESTIONES TÉCNICAS Y LEGALES
  - CONCLUSIONES PROVISIONALES BÁSICAS
- Presentación en industriAll (Bruselas) (Septiembre 2015)
- Presentación en el Ministerio de Finanzas de Eslovaquia (Bratislava) (Noviembre 2015)
- Mesa Redonda en Bruselas. (Noviembre de 2015)
- Jornada de Presentación en Bilbao. (Noviembre de 2015)
- Chequeos y contactos -tanto en cuestiones técnicas como institucionales- con: BEI, BCE, Presidencia de la UE, Parlamento Europeo, Comisión Europea (Enero-Noviembre 2016), con identificación de las personas de contacto en los organismos clave.
- Análisis de posibles modificaciones a plantear en las operaciones de mercado abierto del BCE (Noviembre 2016)
- Análisis de los límites normativos establecidos en el Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea (Marzo 2017)
- Jornada de Presentación en Vilnius (Abril 2017)

### **La economía real como destino de la política monetaria**

El primer reto conceptual a abordar fue el de clarificar hasta qué punto pueden o no confluir las políticas monetaria y de inversión. Aunque ambas utilicen instrumentos diferentes, el ámbito de confluencia entre ellas parece evidente, en la medida en que en ambos casos nos encontramos ante recursos públicos destinados a la economía europea.

Para continuar avanzando, el reto fundamental radicaba en el análisis legal desde la perspectiva del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea, que en su artículo 127 establece como «objetivo primordial» del Eurosistema «*mantener la estabilidad de precios*». Aparentemente, se trataba del mayor obstáculo institucional para un posible planteamiento de destinar recursos generados por la expansión monetaria a objetivos propios de la política de inversión.

El Proyecto clarificó que la transmisión de la política monetaria y el objetivo de la estabilidad de precios actúan básicamente a través del crédito bancario y, por lo tanto, el crédito bancario es un instrumento inseparable de la política monetaria. La política monetaria carece de sentido si no se traslada a la economía real a través de la expansión o contracción de la base monetaria o a través de la gestión de los tipos de interés. Se constató que la finalidad básica de la política monetaria es conseguir que el sector bancario incremente o reduzca el crédito a la economía real en la cuantía necesaria para incidir eficientemente en la oferta de dinero y, por lo tanto, en la estabilidad de precios. Por lo tanto, la vinculación entre la política monetaria y el crédito a la economía real es evidente.



### **Necesidad de un nuevo enfoque de la política monetaria**

El Proyecto constató la importancia del carácter indirecto de la política monetaria en cuanto a que la inyección/detracción de recursos en la economía real no se efectúa de forma directa sino a través del sistema bancario, ya sea a través de los tipos de interés, de los préstamos a las entidades financieras o de las inyecciones de liquidez a través de la adquisición de activos. Sin embargo, las entregas de recursos al sistema bancario -salvo excepciones- no son entregas condicionadas a su finalidad, sino que son puestas en manos de los bancos dejando a éstos plena libertad para destinar o no estos fondos bien a los fines de la política monetaria, bien a la refinanciación de los propios bancos receptores de los recursos, bien a la adquisición de activos financieros o a la inversión fuera de la Eurozona.

No existe información precisa sobre en qué medida los bancos destinan los recursos recibidos a los fines de la política monetaria o a otras finalidades. Pero la información aportada por el propio Banco Central Europeo revela que una parte sustancial de estos recursos no se destina a su finalidad. A modo de referencia, en el informe «*Bank Lending Survey*» de octubre de 2016, las entidades bancarias manifiestan que los fondos generados a través del programa de adquisición de activos APP, «*han contribuido considerablemente*» o «*han contribuido de alguna forma*» al impulso del crédito sólo en un 11 % de los bancos en el caso de los recursos captados a través de la venta de activos y sólo en un 29 % de los bancos en el caso de la liquidez derivada del incremento de depósitos de familias y empresas generado por el indicado programa APP.

Parece evidente que las operaciones de los bancos centrales con las entidades financieras en el contexto de la política monetaria son, de hecho, una forma de ayudas públicas. Lo que, desde una perspectiva conceptual, resulta chocante, es que estas ayudas no estén condicionadas a su destino a la finalidad de interés general perseguida.

Los Programas TLTRO, basados en operaciones «focalizadas» de expansión monetaria a largo plazo tienen un especial interés en este sentido, porque acreditan la legitimidad de establecer condiciones en la entrega de recursos a las entidades financieras con el fin de asegurar su destino hacia el crédito bancario. La cuestión a plantear es por qué los restantes programas de expansión monetaria no se regulan como programas «focalizados» o por qué no se establecen en los mismos obligaciones de información similares.

En definitiva, la eurozona debe revisar el enfoque de conjunto de su política monetaria, estableciendo las medidas necesarias para asegurar la vinculación de la misma con la economía real y evitar, en la medida de lo posible, el desvío de recursos hacia la economía especulativa, la inversión fuera de la eurozona o la mera refinanciación de las entidades financieras.



Por último, el Proyecto ha acreditado que la política monetaria no sólo está indisolublemente unida a la política de inversión sino también a la política de crecimiento. La razón de fondo radica en que la estabilidad de precios, lógicamente, no depende sólo de la oferta de dinero sino también de la demanda de dinero. Puesto que, a medio y largo plazo, el crecimiento económico es el factor de incidencia más directa en la demanda de dinero, tener en cuenta el impacto de la expansión monetaria sobre el crecimiento no es una opción sino una necesidad para la política monetaria.

Esto significa que si, como hemos expuesto hasta ahora, la política monetaria debería estar claramente focalizada en todo caso hacia el crédito a la economía real en su conjunto, parece claro también que, dentro de la economía real, la expansión monetaria debería en todo caso enfocarse de forma preferente hacia la economía productiva con capacidad de impulsar el crecimiento económico.

En la práctica, esto debería suponer, en primer lugar, disponer de información suficiente sobre qué recursos de los recibidos por el sistema bancario se canalizan hacia la economía productiva. En segundo lugar, probablemente, priorizar la canalización de la expansión monetaria hacia las actividades productivas, bien a través de la propia asignación de recursos o bien a través de una diferenciación en los tipos de interés. Aparentemente, nada más lógico que establecer en las operaciones de mercado abierto tipos básicos diferenciados respectivamente para el destino a actividades productivas, para el destino al crédito bancario no productivo y, en caso de considerarse aceptable, para otros destinos.

### **El papel del Banco Europeo de Inversiones (BEI)**

En teoría, pueden existir distintas vías para asegurar que la política monetaria se vincula a la economía real y, de forma preferente, a la economía productiva. Los TLTRO o programas de expansión monetaria «focalizados» son una clara muestra de la viabilidad teórica de que esta vinculación se consiga a través del propio clausulado de los programas de expansión monetaria aprobados por el Banco Central Europeo.

Sin embargo, en la práctica, la colaboración con el Banco Europeo de Inversiones (o con otros bancos o agencias de promoción nacionales o regionales), en cuanto instrumento de la política de inversión de la Unión Europea, es una vía práctica y realista para conseguir estos objetivos de forma eficiente. En particular, ello permitiría incrementar sensiblemente la eficiencia de la política monetaria, haciendo posible alcanzar mejores resultados e impacto en la economía real con una menor dedicación de recursos.

La estrecha relación entre la estabilidad de precios y la evolución del crédito y del crecimiento económico acredita la compatibilidad y complementariedad entre los mandatos y objetivos básicos del Eurosistema y los del Banco Europeo de Inversiones y los bancos y agencias de promoción nacionales y regionales.



En estrecha colaboración con el Banco Europeo de Inversiones, el Proyecto ha constatado que pueden existir distintas vías para hacer posible esta colaboración estructural entre el Banco Central Europeo y el Banco Europeo de Inversiones:

- Destino de recursos generados por las operaciones de mercado abierto a un fondo gestionado por el BEI y cuya titularidad pudiera ser del BCE o del BEI.
- Delegación en el BEI de determinadas facultades de decisión o de propuesta sobre recursos generados por la expansión monetaria del BCE.
- Aprovechamiento del *know-how* del BEI mediante el asesoramiento sistemático del BEI (quizás a través de informes periódicos o específicos para los nuevos programas) con respecto a las operaciones del BCE, sobre el establecimiento de condiciones destinadas a asegurar el destino final de las operaciones a la economía real, etc.
- Financiación directa del BEI (o de los bancos o agencias de promoción nacionales o regionales) mediante préstamos o bonos adquiridos por el BCE, dentro del marco establecido en el Tratado de Funcionamiento de la UE.

A lo largo de la evolución del Proyecto, se ha acreditado que la colaboración estructural entre el BCE y el BEI puede articularse a través de distintos instrumentos que permiten resolver los retos que plantean aspectos tales como el riesgo asumido por el Eurosistema, la distribución del riesgo de las operaciones entre los Estados miembros y la Eurozona, las distintas políticas de riesgo, tipos de interés, plazo o liquidez, asegurando que la intervención del BEI no distorsiona las políticas establecidas por el BCE en estos ámbitos.

La colaboración estructural entre el BCE y el BEI podría establecerse a través de un Convenio de Colaboración entre ambas entidades, que pudiera constituir el marco adecuado para compartir puntos de vista, retos estratégicos y operativos y establecer un entorno de mutua cooperación. Este Convenio partiría del respeto a la independencia y a la libre decisión de ambas partes y sería, en este sentido, compatible con el principio de independencia del Banco Central Europeo y se plasmaría en todo caso con pleno respeto a los criterios que sobre la actuación del Eurosistema establece el Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea.

### **Nuevas cláusulas en las operaciones de mercado abierto**

El Proyecto ha analizado las distintas opciones teóricas que podrían asegurar el destino al crédito bancario -y, preferiblemente, a la economía productiva- de las operaciones de mercado abierto del Banco Central Europeo, mediante la introducción de cláusulas como las siguientes:

- Como punto de partida básico, el establecimiento en los propios contratos de la obligación de que las entidades bancarias destinen los recursos recibidos exclusivamente al crédito bancario.
- El compromiso de que el crédito bancario generado con cargo a los recursos aportados por el BCE se trasladará al destinatario final a precios preferenciales, minimizando el enriquecimiento de las entidades bancarias intermediarias.



- El posible establecimiento de tipos preferenciales para el crédito productivo frente a otros tipos de crédito a la economía real. El carácter preferencial de estos tipos se reflejaría tanto en las operaciones de mercado abierto como en los créditos al destinatario final.
- La canalización de los recursos aportados por el BCE a través de entidades especializadas -o de fondos especializados- con un ámbito de actividades restringido y enfocado al máximo hacia el crédito a la economía real y productiva.
- El establecimiento de requisitos más exigentes en relación con la evolución de la cartera de préstamos de la entidad receptora de los fondos del BCE (concepto ya utilizado en los programas TLTRO I y TLTRO II pero que quizás podría tener un carácter más estricto).
- La posible formalización de las operaciones entre el BCE y el sistema bancario como cuentas de crédito a favor de las entidades financieras, que serían utilizadas exclusivamente a medida que estas entidades formalizan operaciones de crédito con el destinatario final.
- Compromisos de información periódica sobre las operaciones realizadas con cargo a los fondos aportados por el BCE.

### **Seguimiento por parte de otros organismos de la Unión Europea**

Con independencia de las decisiones que BCE y EIB pudieran adoptar en el marco de las posibles actuaciones indicadas, otros organismos de la Unión Europea pueden desarrollar actividades sistemáticas de seguimiento e información que pueden resultar de gran relevancia a efectos del impulso de la vinculación entre expansión de la base monetaria y economía real y productiva.

Estas actividades sistemáticas pueden consistir en informes anuales específicamente centrados en la vinculación entre expansión de la base monetaria y economía real y productiva, que podrían ser elaborados por el Parlamento Europeo, por el Comité Económico y Social Europeo, o encomendados a instituciones o consultores externos. La adecuada difusión pública de este informe sería un elemento esencial de esta función de impulso.

### **Algunas cuestiones sobre el Tratado de la Unión Europea**

#### **A. OBJETIVOS DE LA POLÍTICA MONETARIA**

Como hemos expuesto, nuestra primera preocupación en relación con el Tratado de la Unión Europea era la de verificar hasta qué punto impulsar la relación entre expansión monetaria y economía real y productiva es compatible con los objetivos de la política monetaria regulada en el Tratado de Funcionamiento de la UE. No sólo verificamos dicha compatibilidad sino que, al contrario, se acreditó que la vinculación con la economía real y productiva es una finalidad





esencial e inseparable de la estabilidad de precios y del conjunto de objetivos atribuidos a la política monetaria por el Tratado.

El Proyecto ha venido analizando y contrastando también otros criterios del Tratado que podrían dificultar o limitar alguna de las opciones analizadas en el Proyecto.

#### B. INDEPENDENCIA DEL BANCO CENTRAL EUROPEO

Éste ha sido uno de los aspectos que con mayor cuidado se han analizado en el Proyecto. Aunque, en un análisis más conceptual o teórico, cabría haberse planteado una posible modificación del Tratado que abriera nuevas opciones, el Proyecto ha preferido enmarcarse dentro de la redacción actual del Tratado de la Unión Europea.

En este contexto, la independencia del Banco Central Europeo no es un obstáculo al enfoque y propuestas del Proyecto sino un criterio orientador del mismo. Esto significa que las posibles propuestas a aplicar, en la medida en que afecten a decisiones a adoptar por el BCE, no pueden ser impuestas al mismo por otras instituciones públicas de la UE.

#### C. PROHIBICIÓN DE FINANCIACIÓN MONETARIA DE ORGANISMOS PÚBLICOS

Existe una duda de interpretación del apartado 2 del artículo 123 del Tratado de Funcionamiento de la UE, como consecuencia de la utilización del término "provisión de reservas", que aparentemente da lugar a dos interpretaciones:

- a) Según una interpretación amplia, «provisión de reservas» se refiere a cualquier tipo de «aportación de recursos» del Eurosistema a los bancos públicos.
- b) Según una interpretación restrictiva, «provisión de reservas» se refiere exclusivamente a determinadas operaciones de corto plazo del Eurosistema.

Aunque, como es sabido, «una disposición restrictiva debe interpretarse restrictivamente», la interpretación amplia del término «provisión de reservas» implicaría restricciones a tener en cuenta en las posibles opciones de colaboración estructural entre el Eurosistema y el BEI, en el caso de que esta colaboración se estructurara a través de financiación directa mediante préstamos o bonos adquiridos por el BCE.

De cualquier forma, en caso necesario, el artículo 125 del Tratado de Funcionamiento de la UE. permite al Consejo, *«a propuesta de la Comisión y previa consulta al Parlamento Europeo»*, *«especificar las definiciones para la aplicación de las prohibiciones a que se refieren los artículos 123 y 124 y el presente artículo»*, tal como ya se hizo en el Reglamento 3603/93.



En cualquier caso, la única consecuencia de todo ello radica en que, en el caso de que la colaboración planteada se estructurara a través de financiación directa del BEI mediante préstamos o bonos adquiridos por el BCE, la materialización de esta colaboración deberá hacerse efectiva en el marco establecido por el Tratado de Funcionamiento de la UE.

#### **D. ACCESO PRIVILEGIADO A LAS INSTITUCIONES FINANCIERAS**

La prohibición del «acceso privilegiado» a instituciones financieras establecida en el artículo 124 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea no parece plantear dificultades para las distintas opciones analizadas en nuestro Proyecto. A la luz de la interpretación del Reglamento 3604/93 del Consejo, parece claro que la limitación establecida en este artículo para el «acceso privilegiado a instituciones financieras» no incluye dentro de dichas entidades al Eurosistema. Por otro lado, esta limitación del Tratado no pretende limitar la actividad de las propias entidades financieras sino las medidas que «obliguen» o «impulsen» a las entidades financieras a establecer dicho «acceso privilegiado» a sus recursos. Dado que el Proyecto no se plantea opciones que «obliguen» o «impulsen» al Eurosistema a realizar o no determinadas actuaciones sino que las ideas o propuestas planteadas se destinarían, en su caso, al propio Banco Central Europeo, parece claro que el texto del artículo 124 del Tratado de Funcionamiento no supone un obstáculo o limitación para las distintas opciones analizadas en el Proyecto.

#### **Actuaciones posteriores**

A partir de las conclusiones recogidas en este documento, posibles pasos a dar para su implementación podrían ser:

- difusión del contenido y los resultados del análisis. En especial, aportando información a las instituciones con responsabilidad más directa. En particular, junto con BCE y BEI, Parlamento Europeo, Comisión Europea y representantes de Estados miembros;
- en especial, facilitar al BCE el análisis y -en su caso- la adopción de las decisiones que correspondan, con pleno respeto a su independencia institucional;
- contraste de la viabilidad de que instituciones como el Parlamento Europeo o el Comité Económico y Social Europeo asuman el compromiso de elaboración de un instrumento de seguimiento sistemático -y difusión de los resultados del mismo- en cuanto a la relación entre las operaciones de política monetaria del Banco Central Europeo y la economía real y productiva.