

Tres debates en torno a la política monetaria europea

Erik Jones*

El intenso debate sobre la prolongación de la política monetaria acomodaticia del Banco Central Europeo (BCE) se centra alrededor de tres cuestiones principales: las contingencias negativas a las que debe hacer frente dicha política, la transmisión de la política monetaria a la economía real y la combinación de la misma con otros instrumentos de política económica. En relación con las contingencias negativas, el Consejo de Gobierno del BCE ha expresado su preocupación sobre la posibilidad de que el uso de los instrumentos monetarios para mitigar los efectos de factores como el *brexit*, las guerras comerciales o la desaceleración de las economías emergentes pudiese haber alcanzado un punto de inflexión, más allá del cual los costes podrían superar a los beneficios. El mecanismo de transmisión monetaria, por su parte, distribuye de forma desigual los costes y beneficios de las políticas acomodaticias entre los bancos privados de la eurozona, dada la diferente exposición de los mismos al crédito del banco central. Por último, existen también factores estructurales que motivan diferencias de percepción sobre el alcance de la política monetaria; una posibilidad sería acometer más activamente un programa de estímulos fiscales por parte de los gobiernos que tienen margen para ello, promoviendo un *mix* de políticas más equilibrado que el actual.

La decisión del Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo (BCE) de relajar aún más su política monetaria, el 12 de septiembre de 2019, ha abierto un intenso debate sobre los costes y beneficios de las medidas de política monetaria no convencionales. El debate no se reduce a una simple batalla de ricos frente a pobres, acreedores frente a deudores o norte frente a sur. Es cierto que esas cuestiones

están presentes y que el origen del firmante de cada artículo de prensa suele determinar qué postura defenderá. Así, se tiende a aceptar que existen dos bandos: uno, formado por Austria, Alemania y Países Bajos; el otro, liderado por el presidente del BCE, Mario Draghi, italiano. Pero esta división superficial no va a la raíz del asunto, y distrae la atención de preocupaciones más fundamentales.

* Profesor de European Studies and International Political Economy, así como director de European and Eurasian Studies en la Johns Hopkins School of Advanced International Studies.

Un debate más profundo es el relativo a cuándo debería usarse la política monetaria para responder a las contingencias negativas, cómo se transmiten las decisiones de política monetaria a la economía real y de qué modo pueden combinarse en el *mix* otros instrumentos de política macroeconómica. Ninguna de estas preguntas tiene una solución precisa, y cada una lleva implícitas hipótesis de calado respecto a cómo interactúan las políticas macroeconómicas y la evolución económica. El nuevo liderazgo que asuma el relevo de Draghi al frente del BCE heredará, en consecuencia, un considerable reto intelectual.

Incertidumbre, confianza y secuencia temporal

El debate sobre las contingencias negativas surgió durante las deliberaciones sobre política monetaria en las reuniones del Consejo de Gobierno de abril y junio de 2019. El reto que se abordó en ambas reuniones era cómo reforzar la confianza del mercado ante un panorama de incertidumbre. En la reunión de abril, el economista jefe saliente del BCE, Peter Praet (2019), alertó de la merma para la confianza de las empresas europeas —y en particular, alemanas— que podría derivarse de una salida tortuosa del Reino Unido de la Unión Europea o del conflicto comercial entre Estados Unidos y China. Más que el hecho de que ambos riesgos acabasen materializándose, lo importante es la posibilidad creciente de que pudieran hacerlo, y la dificultad inherente estriba en anticipar cómo impactarían en la inversión productiva. De ahí que cuanta más presencia adquieran estos temas en la mente de la comunidad empresarial, menos dispuesta estará esa comunidad a acometer nuevas inversiones, y más probable será que la trayectoria económica en la eurozona se ralentice bajo la influencia de esa incertidumbre. El economista jefe entrante, Philip Lane (2019), reiteró estas preocupaciones en junio en su presentación ante el Consejo de Gobierno. Enumeró una lista de contingencias que incluían el *brexit*, las guerras comerciales y un enfriamiento general de las economías emergentes, para concluir que el impacto de estas preocupaciones sobre

la confianza de la comunidad empresarial era ya suficiente como para justificar alguna respuesta.

La dificultad que se le planteaba al Consejo de Gobierno era decidir cuál debía ser esa respuesta. La respuesta, además, tiene una dimensión temporal específica. Como revelan las deliberaciones de la reunión de junio, los miembros del Consejo de Gobierno reconocían que la política monetaria del BCE ya mostraba un alto grado de acomodación. El tipo de interés oficial había llegado a su límite cero, el tipo de la facilidad de depósito era negativo, el Consejo de Gobierno se había comprometido a reinvertir el principal de los bonos en cartera que fueran venciendo y se había previsto una nueva ronda de operaciones de financiación a más largo plazo con objetivo específico (*TLTRO*, por sus siglas en inglés) a partir de septiembre de 2019 a fin de asegurar que los bancos continuasen gozando de acceso a la financiación estable neta. De ahí que la cuestión a dilucidar era si este nivel de acomodación era suficiente, o bien si convendría tranquilizar a los participantes en el mercado de que tal acomodación se prorrogaría en el futuro cercano, si sería necesario acentuar preventivamente la postura acomodaticia o si sería preferible hacer hincapié en que todos los instrumentos seguían estando disponibles para ser usados.

Algunas voces críticas han señalado que la debilidad podría residir en el lado de la demanda, y que relajar las condiciones monetarias en ausencia de demanda de inversión producirá el mismo efecto que “empujar una cuerda”. Además, cualquier posible impulso psicológico resultante de nuevas medidas de acomodación debería mantenerse en la reserva para contrarrestar un potencial cambio en el sentimiento del mercado.

Estos dos últimos elementos temporales se encuentran mutuamente en tensión. A los participantes en las reuniones les preocupaba que los instrumentos pudiesen estar ya cerca de un punto de inflexión, más allá del cual los costes de un cambio de política superarían a los beneficios, bien

porque los costes aumentarían o porque la influencia del cambio de política en la evolución macroeconómica disminuiría. En suma, acentuar de manera preventiva la postura acomodaticia podría mermar la credibilidad de las declaraciones de que todos los instrumentos siguen disponibles para ser usados. Al final, ambas reuniones desembocaron en un sutil cambio en la orientación futura (*forward guidance*) del BCE, reconociendo que la política era ya acomodaticia e incidiendo en el hecho de que ese nivel de acomodación se mantendría mientras fuera necesario. En suma, el giro dejó sin abordar la cuestión entre si usar los instrumentos de manera preventiva o si mantenerlos disponibles en caso de necesidad.

Esta ambivalencia sobre si el Consejo de Gobierno debería aumentar preventivamente la acomodación o mantener en reserva la posibilidad de prolongarla durante más tiempo duró hasta la reunión de julio (BCE, 2019). En dicha reunión, el Consejo de Gobierno instruyó a sus comités de políticas para que implementasen una nueva reducción del tipo de la facilidad de depósito, dejarasen exenta del tipo de interés negativo a una parte del exceso de reservas y reanudasen las compras netas en el marco del programa de compras de activos del BCE (es decir, compras por encima de la reinversión de los activos en balance que fueran venciendo). Las deliberaciones de dicha reunión son interesantes por las reiteradas alusiones que contienen a que las condiciones crediticias son laxas, se han relajado desde el comienzo del año y hay evidencias de que los bancos están trasladando la bajada de los costes de financiación a las empresas no financieras. Por tanto, si bien se dejó

constancia clara de que las incertidumbres estaban aumentando y las expectativas de inflación estaban descendiendo, persistió la ambigüedad acerca de en qué medida el Consejo de Gobierno podía mejorar la evolución macroeconómica más allá de transmitir confianza al mercado en que la política monetaria seguirá siendo acomodaticia y que el BCE podría inyectar más liquidez si las condiciones se deterioran significativamente.

La ambigüedad quedó disipada el 12 de septiembre, cuando Draghi aceptó que los instrumentos podrían estar llegando a su límite. No obstante, argumentó que el deterioro más rápido de lo esperado de la economía, unido al riesgo acrecentado de que factores externos como un *brexit* duro, provocasen un *shock* externo, hacía ineludible adoptar medidas de inmediato. Son innegables las evidencias de un deterioro en las expectativas de inflación. Las medidas, tanto basadas en el mercado como en datos procedentes de encuestas sobre subidas de los precios futuros, apuntaban en la dirección no deseada. Mientras, las propias estimaciones de inflación del BCE para los próximos tres años giraron de forma considerable, sobre todo en lo que atañe al año que viene (cuadro 1). La eurozona no está en recesión, pero sí en un proceso de intensa desaceleración y el BCE va a incumplir su objetivo de inflación.

La cuestión es si, y en qué medida, existe margen para dosis adicionales de acomodación monetaria más allá de los cambios aprobados en la reunión de septiembre del Consejo de Gobierno. De no existir, solo queda esperar que esta acomodación

Cuadro 1

Estimaciones del BCE sobre la variación futura de los precios en la eurozona

Variación anual en porcentaje	2019	2020	2021
Proyecciones de marzo	1,4	1,3	1,6
Proyecciones de junio	1,3	1,4	1,6
Proyecciones de septiembre	1,2	1,0	1,5

Fuente: Banco Central Europeo.

reforzada proporcione un colchón suficiente para las condiciones de liquidez en el caso de que sobrevenga algún *shock* negativo en la evolución económica. Para las voces críticas con los cambios adoptados, la posibilidad de que el BCE haya agotado toda su munición constituye un problema. Sea cual sea el estado actual de las condiciones macroeconómicas, la evidencia procedente de los mercados de crédito seguía apuntando a unas condiciones de financiación laxas y a un grado amplio de acomodación monetaria (véase, por ejemplo, Torres, 2019). La debilidad podría residir en el lado de la demanda, y relajar las condiciones monetarias en ausencia de demanda de inversión producirá el mismo efecto que “empujar una cuerda” —aparte, tal vez, del efímero balón de oxígeno para la confianza que podría derivarse de ver que el BCE pasa a la acción—. Además, según dichas voces, cualquier posible impulso psicológico resultante de nuevas medidas de acomodación debería mantenerse en la reserva para contrarrestar (o enjugar) un potencial cambio en el sentimiento del mercado.

La transmisión de la política monetaria

Esta cuestión sobre el *timing* conecta con un debate sobre el mecanismo de transmisión monetaria (el conjunto de relaciones por las que una variación en los tipos de interés oficiales o en el balance del BCE se traslada a las condiciones macroeconómicas generales); un debate que ha sido muy bien estudiado por Carrión Álvarez (2019). Lo que Carrión muestra es la compleja manera en que los diferentes instrumentos de política monetaria crean y redistribuyen el crédito del Banco Central Europeo. La creación de crédito por el banco central tiene lugar cuando este adquiere activos en el mercado secundario como parte de su programa de compra de activos. Inicialmente, este crédito da lugar a un depósito de los bancos (o sus clientes) en el BCE o (más probablemente) en una de sus instituciones corresponsales, conocidas colectivamente como el eurosistema. Por tanto, el reto es crear incentivos para que los bancos retiren ese depósito con el fin de financiar algún otro activo privado u oportunidad de inversión —que es lo que

estimula la actividad económica—. Ese reto se ve complicado por el hecho de que quienquiera que reciba el dinero retirado del eurosistema por un banco no hará sino depositar dicho dinero en otro banco, lo que significa que, en última instancia, acabará de nuevo en las arcas del BCE o de una de las instituciones del eurosistema.

Los incentivos de los bancos para retirar depósitos mantenidos en el eurosistema proceden en gran medida del tipo de la facilidad de depósito. Cuando este tipo es negativo, representa un impuesto sobre los bancos privados. Cuanto más en terreno negativo fijen ese tipo los responsables de la política monetaria, mayor será ese impuesto y mayores incentivos tendrán los bancos para reciclar los depósitos que posean en el eurosistema prestando al sector privado no financiero. La creación de crédito del banco central por medio de nuevas compras de activos forma parte del mecanismo de transmisión; la creación de incentivos para que los bancos privados hagan fluir ese crédito hacia los participantes privados (no financieros) del mercado reduciendo el tipo de depósito con el fin de imponer un mayor gravamen sobre el exceso de depósitos es otra cuestión. Pero, como Carrión (2019) acierta en señalar, el volumen de crédito del banco central permanece inalterado con independencia de con cuánta frecuencia se recicle a través del sector privado no financiero. Como resultado, el gravamen efectivo sobre los bancos que mantienen ese crédito del banco central en forma de depósitos en el eurosistema permanece también relativamente constante. La identidad del pagador del impuesto cambiará dependiendo de quién acabe ostentando el crédito del banco central, pero la cuantía del impuesto aplicado por el eurosistema (de bancos centrales) sobre el sector europeo de bancos privados no varía.

El problema para el eurosistema es que los bancos privados europeos no están todos igualmente expuestos al crédito del banco central. La situación tiende a variar por países. La decisión del Consejo de Gobierno de eximir de la aplicación del tipo negativo de depósito a una amplia cuota de los depósitos en el banco central tiene implicaciones que varían también entre los distintos países. La

nueva política compensa a aquellos bancos que tienen un generoso acceso al crédito, pero a costa de reducir los incentivos para que aquellos bancos con menos acceso a depósitos en el banco central presten al sector privado no financiero. La provisión de liquidez (vía *TLTRO*) a tipos de interés reducidos a los bancos que cumplan determinados objetivos de crédito al sector privado aumenta el balance del BCE y ayuda a igualar el acceso al crédito del banco central, al tiempo que refuerza los incentivos para aquellos bancos que accedan a dichas facilidades de liquidez para que reciclen ese crédito mediante su préstamo al sector privado no financiero. En consecuencia, esta política también aumenta el impuesto efectivo aplicado a los bancos por mantener reservas, de forma diferente entre los países.

La decisión del BCE de eximir de la aplicación del tipo negativo de la facilidad de depósito a una amplia cuota de los depósitos en el banco central compensa a aquellos bancos que tienen un generoso acceso al crédito, pero a costa de reducir los incentivos para que aquellos bancos con menos acceso a depósitos en el banco central presten al sector privado no financiero.

La conclusión que cabe extraer de este análisis es que los costes y beneficios de la acomodación monetaria están distribuidos de forma desigual con independencia de cómo se estructure esta. Las únicas piezas que faltan en el análisis de Carrión (2019) sobre la nueva política son el mecanismo que conecta los bancos más atractivos para los ahorradores con aquellos con más dificultades para lograr acceso crédito del banco central, y la posibilidad de que, o bien los bancos o bien los participantes privados (no financieros) del mercado, se lleven parte de la liquidez creada por el eurosistema fuera de la eurozona a través del tipo de cambio. Conviene mencionar estos elementos porque tienden a suscitar controversia acerca del mecanismo de transmisión monetaria.

Target2 es el mecanismo que conecta los bancos de los países más atractivos para los ahorradores con los bancos de aquellos otros países con más dificultades para obtener acceso a la liquidez del banco central. El concepto de “atracción” es crucial. No se trata de qué países ahorran más y cuáles ahorran menos, sino de qué países, dentro del espacio financiero europeo, tienen más probabilidades de “atraer” el ahorro. Los países que son más atractivos para los ahorradores y reciben un exceso de depósitos mantendrán un saldo positivo en su relación global con el eurosistema al acumular posiciones en reservas; los países que son menos atractivos para los ahorradores y soliciten acceso a la liquidez del banco central mostrarán un saldo negativo, ya que tomarán dinero prestado contra activos de garantía. Además, tanto los activos comprados por el BCE como las *TLTRO* tienden a exacerbar estas posiciones, pues el crédito del banco central se crea y luego se recicla a través de los participantes privados (no financieros) del mercado¹. Una rápida comparación de las posiciones en Target2 de Alemania e Italia aporta una buena ilustración; véase lo que sucedió después de que el BCE empezase a experimentar con parámetros de política monetaria no convencional en la primavera de 2014 (gráfico 1). La actuación de estas políticas da la impresión de que un grupo de países está prestando al eurosistema los mismos fondos que otro grupo de países está tomando prestado de él. Así, los mismos elementos estructurales que convierten a algunos bancos de algunos países en más atractivos que otros desde una perspectiva del ahorro parecen crear otra forma de desigualdad (Schelkle, 2017: cap. 9).

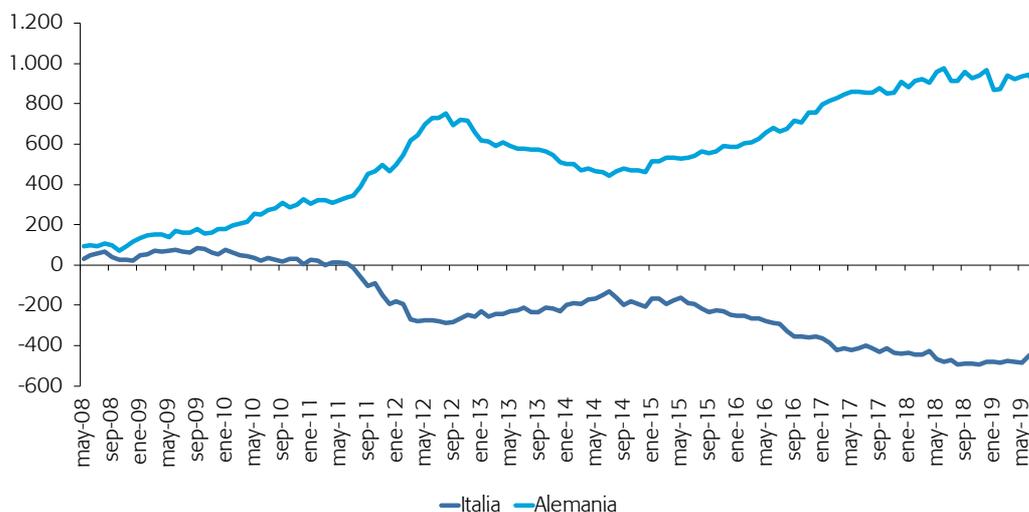
El tipo de cambio es el mecanismo que conecta el sistema financiero europeo con el extranjero. Tanto los bancos como los participantes privados (no financieros) del mercado pueden utilizar el crédito al que tienen acceso para adquirir activos en el exterior. Cuando lo hacen, realizan una disposición de la liquidez total disponible en la eurozona, ya que canjean crédito nacional contra moneda extranjera que obra en poder del eurosistema. Esta acción ejerce una presión a la baja sobre el valor relativo

¹ Otros estudios (e.g., Alves, Millaruelo y del Río, 2018) proporcionan una explicación diferente sobre los balances del Target 2, relacionándolos con las medidas de flexibilización cuantitativa del BCE.

Gráfico 1

Balance mensual Target2 de Italia y Alemania

(Posición a final de cada mes, en miles de millones de euros)



Fuente: Banco Central Europeo.

de la moneda nacional (al aumentar la oferta de moneda nacional y la demanda de moneda extranjera). En las economías nacionales con una relación comercial relativamente simple con el exterior, tal presión a la baja sobre el tipo de cambio constituye otro canal por el que actúa el mecanismo de transmisión monetaria, en la medida en que cualquier depreciación de la moneda nacional respecto a la moneda extranjera mejora la competitividad de las exportaciones sobre las importaciones y, por tanto, estimula el impacto del sector exterior en el crecimiento.

Por desgracia, la efectividad del canal del tipo de cambio es menos evidente en las economías nacionales con una relación comercial más compleja, sobre todo cuando se tiene en cuenta la interacción entre los bancos centrales de los distintos países. Este es uno de los aspectos a los que aludió el gobernador del banco central australiano, Philip Lowe (2019), durante su influyente discurso en el simposio sobre política monetaria de Jackson Hole de agosto de 2019. La moneda podría depreciarse

sin ofrecer a cambio demasiado en términos de estímulo macroeconómico, especialmente si la inversión nacional es constreñida por la incertidumbre (véase lo comentado arriba). En tal caso, economías cuyo crecimiento se basa en la exportación y a las que, en teoría, podrían beneficiar automáticamente los movimientos competitivos en el tipo de cambio podrían encontrar poco que celebrar al ver el ahorro nacional convertido en activos en el extranjero. Por su parte, las economías fuertemente dependientes de las importaciones verían aumentar sus costes con cualquier movimiento a la baja del euro². El resultado en ambos contextos es otra forma de desigualdad estructural que podría dar lugar a interpretaciones muy diferentes de los costes y beneficios de una política monetaria acomodaticia.

Política monetaria y política fiscal

El mecanismo de transmisión monetaria tiene una serie de consecuencias no intencionadas que

² Honohan y Lane (2003: 74-77, 95) señalaron la heterogénea influencia de los tipos de cambio sobre las estructuras de costes relativos a principios de la existencia de la eurozona.

generan diferencias por factores estructurales relativos a las percepciones del mercado sobre la solvencia y las relaciones comerciales con el exterior. En épocas de normalidad, cuando la política monetaria forma parte de un marco más amplio de instrumentos macroeconómicos y los parámetros aplicados en los instrumentos de política monetaria son bien entendidos, es relativamente fácil pasar por alto tales diferencias. En épocas menos normales, en las que la política monetaria asume gran parte de la carga para la estabilización macroeconómica y los parámetros de los instrumentos monetarios son más difíciles de interpretar, las diferencias en las percepciones cobran una mayor importancia.

En repetidas ocasiones, Draghi ha insistido en que el BCE ha cumplido con su parte para estabilizar la economía de la eurozona, que la política monetaria será en último término ineficaz si no va acompañada de la política fiscal, y que los gobiernos nacionales que tengan margen para asumir una expansión fiscal también tienen la obligación de contribuir con ello al paquete de estímulos.

La gran pregunta es si, y de qué manera, se puede disminuir la importancia de estas diferencias. Una posibilidad sería encontrar algún modo de aumentar el grado de acomodación monetaria sin actuar en primera instancia a través del canal bancario. Si las autoridades monetarias fueran capaces de conceder crédito del banco central directamente a los participantes privados (no financieros) del mercado, eso ofrecería una solución. Tal actuación no eliminaría la acumulación de depósitos en el balance de bancos concretos ni en posiciones Target2 de países concretos. La concesión de crédito del banco central directamente a empresas y a particulares no eliminaría tampoco el impacto del tipo de cambio. Pero haría que resultase más fácil asegurar una distribución uniforme de la inyección inicial de liquidez. También haría más fácil para el

eurosistema evitar distorsiones en los mercados secundarios donde se negocian los instrumentos implicados en el programa de compras de activos. Es la solución que se conoce como «dinero desde el helicóptero». Pero, tal y como dejó claro Mario Draghi en la conferencia de prensa del 12 de septiembre, esta solución es esencialmente una forma de política fiscal – y está fuera del ámbito de las funciones encomendadas al BCE³.

La otra solución es alentar a los gobiernos nacionales a acometer más activamente un programa de estímulo fiscal, tanto para fortalecer la economía de la eurozona como para aliviar parte de la carga asumida por la política monetaria (y de ese modo reducir la necesidad de una acomodación monetaria de mayor alcance). La dificultad que entraña esta solución es que el BCE tiene escasa influencia sobre los responsables políticos nacionales. Al contrario, mientras el Consejo de Gobierno conserve margen de maniobra, los responsables nacionales tendrán un incentivo para dejar al BCE asumir la responsabilidad de la estabilización macroeconómica. Gran parte de la reciente conferencia de prensa de Draghi puede entenderse como una expresión de frustración sobre esta situación. En repetidas ocasiones, Draghi ha insistido en que el BCE ha cumplido con su parte para estabilizar la economía de la eurozona, que la política monetaria será en último término ineficaz si no va acompañada de la política fiscal, y que los gobiernos nacionales que tengan margen para asumir una expansión fiscal también tienen la obligación de contribuir con ello al paquete de estímulos. No está claro si este razonamiento ha surtido algún efecto, ni si las semanas de mandato que restan a Draghi serán tiempo suficiente para que cale el argumento.

Lo que sí es claro es que la sucesora de Mario Draghi, Christine Lagarde, está decidida a promover un *mix* de políticas macroeconómicas más equilibrado como parte de la solución a los debates que actualmente rodean a la política monetaria europea.

³ La transcripción de la conferencia de prensa del 12 de septiembre de 2019 se encuentra en el sitio web del BCE. El comentario sobre helicopter money como forma de política fiscal surge en la ronda de preguntas. <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2019/html/ecb.is190912~658eb51d68.en.html>.

En su comparecencia ante el Parlamento Europeo, Lagarde también se comprometió a llevar a cabo una revisión del enfoque aplicado por el BCE a su mandato de perseguir la estabilidad de precios⁴. Para el éxito en su empeño, no le valdrá con taponar la brecha entre acreedores y deudores, ricos y pobres o norte y sur. Lagarde tendrá que fraguar un nuevo consenso sobre el *timing* y el contenido de la política monetaria, sobre las repercusiones del actual mecanismo de transmisión de la política monetaria en Europa, y sobre las alternativas disponibles en caso de que los gobiernos nacionales se nieguen a colaborar en los esfuerzos. Esta es una agenda compleja. Le beneficiaría mucho que la eurozona transitase hacia un marco más normalizado de política monetaria y dejase atrás el entorno de gestión de crisis. Confiemos en que el impulso de esta última batería de medidas acomodaticias sea suficiente para que la eurozona se encamine hacia un periodo de mayor estabilidad. De no ser así, los tres debates sobre la política monetaria europea continuarán captando la atención.

Referencias

- ALVES, P., MILLARUELO, A. Y DEL RÍO, A. (2018). El aumento de los saldos TARGET en la UEM desde 2015. *Boletín Económico* 4/2018, Banco de España.
- BANCO CENTRAL EUROPEO, BCE. (2019). *Account of the Monetary Policy Meeting, 24-25 July 2019*. Fráncfort: Banco Central Europeo. (22 de agosto de 2019). <https://www.ecb.europa.eu/press/accounts/2019/html/ecb.mg190822~63660ecd81.en.html>.
- CARRIÓN ÁLVAREZ, M. (2019). The ECB's Decisions' Funcas Europe (13 de septiembre de 2019). <https://www.funcas.es/funcaseurope/The-ECBs-decisions>
- HONOHAN, P. y LANE, P. (2003). Divergent Inflation Rates in EMU. En R. BALDWIN, G. BERTOLA y P. SEABRIGHT (eds). *EMU: Assessing the Impact of the Euro*. London: Blackell Publishing, pp. 67-95.
- LANE, P. (2019). *Account of the Monetary Policy Meeting, 5-6 June 2019*. Fráncfort: Banco Central Europeo (11 de julio de 2019). <https://www.ecb.europa.eu/press/accounts/2019/html/ecb.mg190711~16eb146254.en.html>
- LOWE, P. (2019). Remarks at Jackson Hole Symposium. (25 de agosto de 2019). <https://www.bis.org/review/r190826a.htm>
- PRAET, P. (2019). *Account of the Monetary Policy Meeting, 9-10 April 2019*. Fráncfort: Banco Central Europeo. (23 de mayo de 2019). <https://www.ecb.europa.eu/press/accounts/2019/html/ecb.mg190523~3e19e27fb7.en.html>
- SCHELKLE, W. (2017). *The Political Economy of Monetary Solidarity: Understanding the Euro Experiment*. Oxford: Oxford University Press.
- TORRES, R. (2019). La magia de Mario Draghi. Funcas Blog (16 de septiembre de 2019). <https://blog.funcas.es/la-magia-de-mario-draghi/>

⁴ El texto de la intervención inicial de Lagarde ante el Parlamento Europeo el 4 de septiembre de 2019 se puede consultar aquí: <http://www.europarl.europa.eu/cmsdata/186560/Opening%20Statement%20by%20Christine%20Lagarde%20to%20the%20ECON%20Committee-original.pdf>