

THE EURO IN 2023



**INSTITUTO ESPAÑOL
DE ANALISTAS** DESDE 1965
FUNDACIÓN

fundación



LA UNIÓN EN UN MUNDO ROTO

Anuario del Euro 2023

Resumen Ejecutivo

Fernando Fernández Méndez de Andrés
IE University

ISBN: 978-84-09-48005-0

Published by: Fundación Instituto Español de Analistas and Fundación ICO.

Printed by: Reimpventa

LA UNIÓN EN UN MUNDO ROTO

FERNANDO FERNÁNDEZ¹

1. LA UNIÓN EUROPEA EN UNA ECONOMÍA EN MOVIMIENTO: TENDENCIAS MUNDIALES Y CISNES NEGROS

Esta es la décima edición del Anuario, y esperaba celebrarla con un número dedicado al éxito de la Unión Monetaria Europea. Pero justo cuando la pandemia parecía estar bajo control y el mundo finalmente estaba entrando en un ciclo virtuoso de crecimiento económico, alto empleo e inflación moderada, Rusia invadió Ucrania, el mundo se dividió en bloques geopolíticamente definidos y Europa una vez más se enfrenta a una guerra dentro de sus fronteras. Las prioridades políticas han cambiado drásticamente y el estado de la economía y la construcción de la Unión Monetaria han quedado relegados a un segundo plano. Se trata de ganar la guerra, defender nuestro territorio y nuestros valores, ayudar a nuestros amigos y mantener la unidad. Ya nos preocuparemos por las consecuencias económicas más adelante. Y así también hemos tenido que cambiar este Anuario.

La respuesta política europea a este desafío tan inesperado ha sido un éxito notable. Europa se ha mantenido unida y ha lanzado un mensaje claro a Putin, con discursos y con hechos. La Unión no abandona sus compromisos. Los ciudadanos europeos parecen dispuestos a asumir todos los costes económicos y sociales, incluido un embargo completo del petróleo y gas rusos. Si el precio de la guerra es una recesión, soportaremos un invierno de miseria. Una vez más, Europa se está forjando en

¹ Fernando Fernández Méndez de Andés es profesor de Economía y Finanzas y Consultor Internacional. Ha sido editor del Anuario del Euro desde su primera edición y de los dos informes temáticos anteriores sobre el euro.

una crisis porque todos los Estados miembros han aprendido a apreciar la seguridad y la estabilidad que proporciona la Unión, a un coste sorprendentemente bajo.

Sin embargo, esta no será una guerra corta, y mantener la resistencia y la unidad se convertirán en nuestra máxima prioridad. Será cada vez más difícil, ya que Europa intenta construir una política energética común y un marco único de seguridad y defensa, mientras continúa mejorando su gobernanza fiscal y busca mantener la estabilidad financiera y evitar la fragmentación. Esta guerra supone un choque muy asimétrico para la Unión, con un impacto muy diferente en las economías y sociedades de los diferentes Estados miembros. Asimétrico en términos de dependencia energética de Rusia, hay países que dependían casi en un 90% de las importaciones rusas en su mix energético; en su exposición a los enormes flujos de inmigrantes que huyen de la guerra, que llevan al límite su capacidad de absorción y tensionan sus sistemas de bienestar social; en los desafíos que una rápida descarbonización impone a su modelo económico y especialización sectorial, y en su margen fiscal y credibilidad financiera.

La crisis ucraniana crea una nueva línea de fragmentación en Europa. Una fractura que corre de este a oeste más que la división tradicional norte-sur. Los ganadores y los perdedores, en términos relativos obviamente, ya no son los sospechosos habituales, por lo que ya no podrán ser los mismos los países donantes y receptores. Los flujos de solidaridad, los paquetes de rescate, la disponibilidad de financiación europea y el sesgo regional en la definición de las políticas irán cambiando gradualmente para acomodarse a las nuevas amenazas y prioridades. Y, a medida que pase el tiempo y la guerra persista en Occidente, todas estas diferencias pasarán a primer plano complicando el consenso necesario para la formulación de políticas europeas. Este es el nuevo reto europeo y forjará una Unión nueva, diferente.

Con esta idea en mente, con la necesidad de reconstruir algunos de los cimientos de la Unión Europea, este Anuario se centra en los desafíos y oportunidades para la Unión Monetaria. Expone y analiza las políticas europeas, en el estrecho campo de las políticas fiscales, monetarias y prudenciales. Pero para celebrar que hemos alcanzado la décima edición del Anuario, nos ha parecido oportuno comenzar poniendo los retos actuales en su contexto, en el marco de las transformaciones estructurales que están teniendo lugar en la economía mundial. El sistema económico estaba cambiando ya antes de la invasión y estas tendencias de largo plazo, estas corrientes subyacentes de cambio continuarán durante y después de la guerra. Pero es necesario detenerse a pensar cómo puede afectar esta guerra a los resultados esperados.

Seis son las tendencias estructurales que en mi opinión están configurando la evolución económica mundial. Globalización, digitalización, deslocalización del empleo, descarbonización, envejecimiento de la población y otras tendencias demográficas, y desigualdad. La globalización en su sentido tradicional, comercial, alcanzó su punto máximo antes de la Gran Crisis Financiera y parece haberse ralentizado desde entonces, siendo también cada vez más cuestionada. Afortunadamente, ha demostrado ser imparable. El comercio mundial se desplomó con fuerza en el año pandémico de 2020, pero se ha recuperado rápidamente desde principios de 2021, hasta el punto de que los indicadores disponibles muestran que el tráfico mundial de contenedores

alcanzó un máximo histórico en septiembre de 2022.² Al mismo tiempo, se ha producido un cambio significativo en la composición del comercio, un cambio que tiene implicaciones importantes para el papel de Europa. El comercio de bienes ha aumentado sólo modestamente, mientras que el comercio de servicios prestados digitalmente casi se ha duplicado. Hemos entrado en una fase de globalización diferente, la de los servicios, los datos, las ideas y los intangibles. Y, por lo tanto, nos enfrentamos a un nuevo tipo de conflictos comerciales, que serán especialmente incómodos porque no existe un fuerte consenso técnico ni político sobre cómo abordar el comercio de servicios.

Con el aumento de la globalización, ha surgido la tentación de gestionarla. Tentación curiosamente mayor en los países avanzados que ya no se benefician tanto de ella, una vez que algunas economías emergentes han demostrado ser muy exitosas en aprovecharse de una economía internacional abierta. La pandemia trajo consigo graves interrupciones en las cadenas de suministro mundiales, interrupciones que se han mantenido hasta muy recientemente debido a la obsesión de China con su fallida política de cero Covid. En consecuencia, los economistas y los responsables políticos han descubierto *la proximidad*, (*nearshoring*), una palabra nueva en el argot comercial para describir las viejas políticas de relocalización industrial y laboral. Si bien las ventajas de diversificar la base de proveedores son evidentes, no deben minimizarse las dificultades y los costes de todo tipo de volver a fabricar en las economías avanzadas. Uno de ellos, no menor, puede ser la falta de una fuerza de trabajo suficientemente grande en el grupo de edad más productiva para el trabajo físico.³

Más recientemente, la guerra en Ucrania ha hecho popular *el friendly shoring*, un eufemismo para reubicar la producción en aliados políticos, en países confiables. Pero los países cambian frecuentemente de alianzas políticas de forma repentina e impredecible y no olvidemos que la distribución geográfica de los recursos naturales no sigue líneas políticamente fiables. Además, el concepto de fiabilidad es contrario a la idea misma de Europa. La Unión se construyó en torno a la creencia, y la evidencia empírica, de que los países que comercian juntos tienden a ser más amigables entre sí, menos contenciosos y belicosos. La interdependencia no solo trae crecimiento económico sino también estabilidad política y paz global. No debemos olvidar esta lección europea fundamental en los turbulentos tiempos actuales, ni en relación con Rusia ni con ningún otro enemigo potencial.

La revolución digital ha demostrado ser profundamente disruptiva en la producción, el empleo y las finanzas. No debe sorprender por tanto que haya provocado la tradicional respuesta malthusiana: una cierta presión social para detener el cambio tecnológico porque trae pérdidas de empleos y supone la decadencia relativa. El pensamiento malthusiano sigue en la economía una regla perfectamente predecible, casi un ciclo largo de Kondratieff. Pero no podrá detener la revolución digital, como no

² OMC, *World Trade Statistics Review 2022*.

³ Donna S. Rothstein de la Oficina de Estadísticas Laborales de los Estados Unidos, *Male prime-age nonworker: evidence from the NLSY97*, Monthly Labor Review, diciembre de 2020.

pudo detener la globalización. Si tiene éxito en algunas regiones del mundo, será para su desgracia. Pues solo podrá desplazar el cambio hacia otras geografías más exitosas e inteligentes políticamente. Puede que ya estemos sufriendo algo de ello en Europa. La preocupación es ciertamente comprensible, porque la tecnología sin duda mejorará nuestro nivel de vida como sociedad, pero también aumenta la sensación de incertidumbre y vulnerabilidad. El daño es muy fácil de identificar, sabemos qué trabajos desaparecerán, y esta vez son trabajos de cuello blanco relativamente cualificados, cuyo contenido repetitivo la tecnología no puede automatizar, replicar y sustituir fácilmente. Pero no tanto las ventajas.

Los beneficios la digitalización están sujetos a tres incertidumbres fundamentales. Para empezar, es difícil de imaginar muchos de los nuevos puestos de trabajo que se van a crear. Las habilidades necesarias para ellos pueden estar fuera del alcance del trabajador desplazado. Y ciertamente, muchos nuevos puestos de trabajo no se crearán en los mismos lugares donde han sido destruidos, ni siquiera en el mismo país. La digitalización, como la globalización, trae nuevos ganadores y perdedores. Y requerirá políticas activas que protejan a los trabajadores, no a sus empleos actuales. Los empleos desaparecerán, el desafío es capacitar y preparar a los trabajadores para que puedan ocupar las nuevas vacantes de empleo. Muchos economistas concluyen exigiendo un nuevo contrato social. Particularmente en Europa, donde la confianza en la capacidad del gobierno para producir bienes públicos es elevada. Yo sin embargo prefiero subrayar la necesidad de equilibrar competitividad y protección social y hacer hincapié en los riesgos de perder esta nueva revolución industrial, de que nos pase de largo en beneficio de otros países y sistemas más permeables al cambio. El proteccionismo, la *Europa fortaleza*, es siempre una tentación en nuestro entorno, pero nunca es una buena idea. La autonomía estratégica es el nuevo mantra europeo, pero los economistas debemos permanecer vigilantes para que no caiga en un proteccionismo de viejo estilo, en un “capitalismo de amiguetes”.

La revolución digital trae consigo también la globalización y deslocalización del empleo. Un número cada vez mayor de personas en trabajos semicualificados pueden ahora decidir dónde vivir, ya que la tecnología ha disociado el puesto de trabajo del lugar de trabajo. De manera similar, el trabajo a domicilio se ha vuelto posible para muchas ocupaciones. Pero los costes del teletrabajo no deben ser minusvalorados; crecen las dudas sobre su efecto en la productividad agregada y la desigualdad social, ya que el teletrabajo conspira contra los que tienen menor nivel de educación, los jóvenes y los recién llegados al mercado laboral, y las mujeres estadísticamente dominantes en el sector de servicios personales. Pero es cierto que las relaciones laborales están cambiando significativamente, a medida que las nuevas tecnologías y las preferencias sociales desplazan progresivamente a los trabajadores de su condición primordial de asalariados hacia el trabajo por cuenta propia. Europa puede beneficiarse de todos estos cambios, su modelo social es un poderoso factor de atracción, pero impuestos elevados y una pesada carga regulatoria juegan en su contra. Ser competitivos para atraer talento, para atraer capital humano, siempre ha sido una característica determinante de la prosperidad económica, de una sociedad exitosa.

Europa ha hecho de la lucha contra el cambio climático una prioridad política esencial, casi definitiva, aunque sus hechos no siempre sean acordes a sus declaraciones y discursos. Se ha convertido en campeón mundial en la introducción de costes de emisión, impuestos y aranceles por ajuste de carbono, finanzas sostenibles y regulación prudencial verde. Pero la *descarbonización* no es la primera transición energética. Los anteriores se han desarrollado durante largos períodos de tiempo, y en su mayoría han sido adiciones de energía en lugar de sustituciones. Sin embargo, Europa parece decidida a que la actual transición energética impulsada por la necesidad de evitar el calentamiento global ocurra muy rápido. El carbón dejará de usarse en menos de un cuarto de siglo, los automóviles de gasolina en aproximadamente el mismo período de tiempo. Y será una transición transformadora, por sustitución. La Unión Europea anticipa que el hidrógeno proporcionará más del 20% de su energía total para 2050. Hoy supone menos del 2% del consumo energético europeo.⁴

Pero formular objetivos muy ambiciosos no es necesariamente una buena política, por credibilidad. Especialmente en este caso en el que la transición energética se enfrenta a cuatro grandes desafíos que requerirán una política extremadamente bien definida y aplicada. En primer lugar, la seguridad energética, garantizar un suministro adecuado a un coste razonable requerirá nuevas formas de coordinación internacional. Prueba de ello son las dificultades para acordar una política energética europea común. Además, aunque la reciente COP26 en Egipto pudo llegar a un acuerdo básico para un fondo de transición para ayudar a financiar la descarbonización en países emergentes y en desarrollo, queda mucho trabajo por hacer para garantizar la equidad, legitimidad y suficiencia de ese fondo. En segundo lugar, hay que reconocer el impacto macroeconómico de la descarbonización, más allá de toda ilusión. Por fin se está haciendo evidente que la transición energética es inflacionaria y contractiva, al menos en el corto plazo. En tercer lugar, la descarbonización requerirá ingentes inversiones de fondos públicos y privados. Financiación que no solo deteriorará las finanzas públicas sino que puede ser un importante factor explicativo del aumento de la tasa de interés natural. Y cuarto, la transición energética depende del suministro masivo de una amplia variedad de nuevos metales y minerales. Las mejoras tecnológicas en la minería, el acuerdo internacional sobre emisiones mineras aceptables y el acceso universal e ininterrumpido a estos recursos, son condición necesaria para una transición energética exitosa.

La demografía también juega un papel importante en la configuración del nuevo orden económico. Cuatro son en mi opinión las principales tendencias demográficas que tienen considerables consecuencias económicas que es necesario abordar: (i) el envejecimiento de la población, que cuestiona no sólo las finanzas públicas sino también el futuro de la productividad, y está ya provocando cambios duraderos en la cesta de consumo estándar de una población determinada; (ii) las migraciones, un desafío

⁴ En las seis décadas transcurridas desde que el petróleo superó al carbón como la fuente de energía número uno del mundo, el consumo mundial de carbón casi se triplicó. Ver Daniel Yergin, *Bumps in the energy transition*, Finanzas y Desarrollo, FMI, edición de diciembre de 2022

estructural particularmente relevante en Europa por razones de demanda, dadas sus bajísimas tasas de fecundidad, y por razones de oferta, que nacen de los inmensos diferenciales de renta y seguridad física en su frontera sur, los llamados *cliff effects*; (iii) la feminización de la fuerza de trabajo que también conduce a la feminización del consumo y de la distribución de la renta y la riqueza; y (iv) la urbanización, el desplazamiento de la población hacia las grandes ciudades, de más de 10 m. de habitantes, que condiciona la estructura de la demanda de energía y requiere el replanteamiento de los sistemas de transporte y las infraestructuras.

Mientras estas poderosas fuerzas estructurales estaban cambiando la economía y el mundo en el que vivimos, tres *cisnes negros* cayeron sobre nosotros en aproximadamente una década. Los cisnes negros, como todo el mundo sabe a estas alturas, son eventos extremadamente raros con una probabilidad muy baja de ocurrencia, pero un gran impacto económico y social si es que realmente ocurren. Y sucedieron, tres de ellos en nuestro tiempo: la gran crisis financiera mundial, la pandemia del covid19 y ahora una guerra en Europa.

La crisis financiera mundial (GFC) se transformó en Europa en una crisis fiscal y de balanza de pagos en, en una típica crisis de deuda de las economías emergentes. Una crisis del euro que hemos descrito extensamente en este Anuario todos estos años. De hecho, la primera edición se encargó precisamente para intentar explicarla. La crisis del euro (i) puso en tela de juicio la liberalización financiera; (ii) amplió el papel y las responsabilidades de los bancos centrales para incluir la estabilidad financiera y dotarles de un más amplio conjunto de herramientas de actuación, que ahora incluye también políticas monetarias no convencionales; (iii) precipitó una expansión de la deuda pública más allá de lo que podría explicar el uso habitual de los estabilizadores automáticos para, entre otras razones, aislar a los hogares y sus ahorros del colapso de la industria bancaria y restablecer el flujo de crédito; y lo que es más importante, (iv) obligó a la Unión a abordar un fallo importante en su diseño institucional, la ausencia de una unión bancaria en el seno de la unión monetaria. La GFC hizo posible la puesta en marcha de los Mecanismos Únicos de Supervisión y Resolución. Un cambio institucional radical y necesario que, honestamente, difícilmente podría haberse realizado sin una crisis del alcance y la profundidad de la que puso en duda la propia viabilidad de la unión monetaria.

Cuando la zona del euro comenzaba a recuperarse de la crisis financiera mundial, la pandemia asoló el continente causando la mayor caída del PIB de la historia en tiempos de paz. La Unión reaccionó rápidamente y puso en marcha dos cambios estructurales extraordinarios en Europa. En primer lugar, la Unión demostró que era posible ar una respuesta fiscal europea a un evento sistémico como la pandemia, elaborar una política fiscal europea común, NGEU, incluido un fondo de estabilización financiado con deuda europea. Un fondo, el de recuperación y resiliencia, que todavía está lejos de ser el instrumento de estabilización macro que necesita la Unión, pues se trata más bien un fondo cuasi estructural por una sola vez. Pero un fondo que sienta un precedente muy importante para la política europea. En segundo lugar, la COVID 19 ha aumentado la demanda de protección y seguridad y ampliado el papel

de todos los gobiernos de Europa. Ha sido la justificación de un creciente intervencionismo en la economía y en otros lugares, incluidas las restricciones a las libertades fundamentales y a las cuatro libertades constitutivas de la UE. Muchos de nosotros esperábamos que estos gobiernos más activos, intrusivos y gastadores desaparecieran, o al menos moderaran su ambición intervencionista, con el control de la pandemia. Nunca lo llegaremos a saber porque, en la práctica, la invasión rusa de Ucrania ha permitido prolongar la era del gran gobierno.

La guerra en Ucrania ha hecho que todos seamos conscientes de la necesidad de una política europea de seguridad y defensa y de los beneficios potenciales de coordinar las políticas industriales y de defensa. Y también de la necesidad de aumentar significativamente los presupuestos de defensa. El Brexit y, lo que es más importante, la agresión rusa en Ucrania, han disipado cualquier duda latente y persistente sobre los costes y beneficios de pertenecer a la UE. Nunca antes la Unión ha parecido más justificada. Y nunca se ha mostrado más unida en su respuesta. Hasta el punto de que se puede argumentar rotundamente que la Unión Europea no solo ha resistido el envite, sino que se ha fortalecido tras la invasión. Pero persisten desafíos importantes, y es necesario abordar los problemas reales, ya que el paso del tiempo solo aumentará la naturaleza asimétrica de la guerra y de la crisis energética.

Políticamente, la guerra de Ucrania ha dado lugar a la extensión del populismo y del nacionalismo, una forma más de populismo. Económicamente, ha traído inflación y estancamiento, y muy probablemente una recesión, esperemos que breve y ligera. Todavía es demasiado pronto para saber si estamos entrando en una nueva era económica o simplemente en una fase diferente, recesiva, de un ciclo económico normal. Pero es cierto que todas las proyecciones económicas de crecimiento se han revisado sistemáticamente a la baja y las de inflación al alza, a la vez que se alargaba la duración esperada del choque inflacionista.⁵ La situación macroeconómica exige ahora políticas fiscales y monetarias muy diferentes a las de la expansión interminable de la última década. Sencillamente, ya no podemos permitirnos más políticas expansivas sin arriesgarnos a un gran desequilibrio en los mercados financieros. La coyuntura económica requiere ahora políticas de demanda antiinflacionistas.

Sin embargo, en la complejidad del mundo actual, “las soluciones aparentemente sencillas pueden tener importantes consecuencias no deseadas y se deben tener en cuenta todas sus implicaciones políticas”.⁶ Una de estas respuestas populistas, una solución aparentemente simple, es restringir el comercio. La guerra está generalizando la tentación de limitar y hasta prohibir las exportaciones de productos esenciales, energía y alimentos. Intervenciones en los mercados de productos básicos que están motivadas por el deseo de controlarlos políticamente, y que se justifican en la necesidad de dotar de autonomía estratégica a Europa, o en la exigencia de un supuesto

⁵ La revisión de las proyecciones macro europeas en la última reunión del Consejo de Gobierno del BCE del 15 de diciembre de 2022 se produjo justo cuando estábamos terminando de escribir este Anuario.

⁶ Bruegel Policy Brief, *A European policy mix to address food insecurity linked to Russia's war*, Georg Zachmann Pauline Weil y Stephan von Cramon-Taubade, Diciembre 2022

realismo comercial que nos obligaría a adoptar represalias inteligentes. Este es para mí el gran peligro de la actual recesión inducida por la guerra, que el comercio internacional y la globalización sean rehenes de un nuevo neo-mercantilismo, de ineficientes políticas económicas de guerra prolongadas más allá de lo razonable que puedan dañar irreparablemente la principal fuente de especialización y crecimiento económico, y de estabilidad y coexistencia global. Políticas económicas de guerra que dejarían profundas cicatrices en el crecimiento potencial.

Como suele ocurrir en la política europea, las tres grandes crisis mencionadas anteriormente han dado lugar a una Unión mejor, más fuerte y más completa. Han traído mejoras significativas en el diseño institucional de la Unión Monetaria. El BCE ya es casi un banco central normal. Después del famoso “*whatever it takes*” de Draghi, ha creado una facilidad de prestamista de último recurso (OMT, la Transacción Monetaria Directa) y luego la ha perfeccionado (TPI, el Instrumento de Protección de la Transmisión); ha abrazado las políticas monetarias no convencionales y había comenzado a retirarlas cuando ya no eran necesarias; y ha desarrollado las herramientas necesarias para gestionar la liquidez en toda la curva de vencimientos, las diferentes convocatorias de LTRO, Operaciones de financiación a largo plazo. Este proceso de normalización no ha estado exento de costes, siendo los riesgos para la autonomía del BCE y el peligro de *dominancia fiscal* los más significativos, junto con una cierta alienación de Alemania, el principal accionista. En última instancia, el BCE sigue estando condicionado por una característica única entre los principales bancos centrales, su incapacidad para llevar a cabo la política monetaria con su propio papel, su propio “bono del Tesoro”, un activo seguro único de toda la Eurozona, y no con bonos soberanos de los diferentes Estados miembros. Un “estado de la naturaleza” que complica la formulación de políticas y conduce a la inestabilidad financiera estructural y la volatilidad.

Estas crisis también precipitaron la culminación de una unión bancaria muy necesaria, un desarrollo institucional que había sido rechazado explícitamente en el momento del Tratado, pero que es esencial para evitar la fragmentación financiera y no caer en un círculo vicioso de riesgo bancario-soberano que llegó a amenazar la posible ruptura del euro. La introducción del Single Rule Book en 2009, del Mecanismo Único de Supervisión en 2014 y del Mecanismo y Fondo Únicos de Resolución en 2016 son pasos importantes en esa dirección. Pero aún quedan pendientes mejoras significativas en el reparto del riesgo, el Sistema Europeo de Garantía de Depósitos, y en la reducción del riesgo, limitando la exposición soberana en los balances de los bancos, a la espera de obtener el plácet político. Y a pesar de los avances descritos en Anuarios anteriores, la unión de los mercados de capitales europeos está por completar.

A pesar de todos estos logros, hay ciertos elementos preocupante en la evolución reciente de las políticas prudenciales y reglamentarias. Tal y como han escrito conjuntamente en un blog, en un hecho sin precedentes, los responsables de las tres autoridades bancarias europeas, “las discusiones legislativas en curso sobre el paquete bancario en el Consejo de la UE y el Parlamento Europeo, (... basándose en una

propuesta de la Comisión que ya debilitaba los compromisos de capital adoptados en Basilea III) se está desviando seriamente de las normas internacionales. El BCE y la Autoridad Bancaria Europea (la EBA por sus siglas en inglés) han defendido sistemáticamente una aplicación plena, oportuna y fiel de Basilea III. Las reglas se han articulado cuidadosamente para garantizar una red de seguridad mínima mundial contra la plétora de riesgos que experimentamos dolorosamente durante la reciente crisis financiera mundial”.⁷ Una vez más, el proteccionismo nacional en forma de tolerancia regulatoria y disfrazado de autonomía estratégica de la UE, amenaza con dejar a Europa fuera del sistema de regulación financiera acordado internacionalmente y con colocar a los bancos europeos activos internacionalmente en una desventaja competitiva. Además, está en juego la pretensión europea de actuar como el ejemplo y líder mundial de la regulación inteligente y su compromiso con un orden mundial basado en normas.

Los progresos en la unión fiscal han sido comprensiblemente mucho más lentos, a pesar de las numerosas iniciativas e incluso de los pequeños cambios en el Tratado original aprobados en esta década. La discusión política sobre las reglas fiscales acaba de comenzar al cierre del año, con la propuesta de la Comisión fechada el 9 de noviembre. El debate posterior sobre la adopción de un fondo de estabilización macro para la Unión depende de una implementación exitosa del programa Next Generation EU. Una realidad política que está contaminando el despliegue del NGEU, debilitando de facto su condicionalidad y restringiendo su capacidad para dirigir las políticas económicas nacionales, y al mismo tiempo desdibujando la naturaleza de un fondo de estabilización con obligaciones estructurales inútiles e incluso contraproducentes. Al tiempo que obstaculiza un debate serio y riguroso sobre la credibilidad y la disciplina fiscal y, en particular, sobre cómo aplicarlas en una Unión Monetaria. Un aspecto polémico que la Comisión apenas toca en su propuesta. Por último, el instrumento de gestión de crisis sigue estando en gran medida inacabado, ya que el Mecanismo Europeo de Estabilidad, MEDE, sigue siendo una institución multinacional fuera de la Unión, y requiere unanimidad para su activación. Esperemos que la Unión no necesite improvisar y acelerar este instrumento en la coyuntura actual, porque no deberíamos esperar que el BCE actúe como la red de seguridad incondicional de la Unión.

Como tuvimos ocasión de comentar en la edición anterior del Anuario⁸, la respuesta de la UE a la pandemia ha sido rápida y decidida. Consistió principalmente en políticas de gestión de demanda, políticas fiscales y monetarias expansivas sin precedentes en su magnitud, ambición, oportunidad y coordinación internacional. Pero no se adoptaron y ni siquiera se consideraron reformas institucionales importantes. Ciertamente el esfuerzo fiscal ha sido brutal, añadiendo alrededor de veinte puntos

⁷ *Strong rules, strong banks, let's stick to our commitments*, entrada de blog de José Manuel Campa, presidente de la Autoridad Bancaria Europea, Luis de Guindos, vicepresidente del BCE, y Andrea Enria, presidente del Consejo de Supervisión del BCE, 4 de noviembre de 2022. <https://www.ecb.europa.eu/press/blog/date/2022/html/ecb.blog221104~34240c3770.en.html>

⁸ Véase *El euro en 2022, Resumen ejecutivo, Buenas políticas, un año sabático en las reformas*.

porcentuales a la media europea de la ratio deuda/PIB . La puesta en marcha de los programas SURE y NGEU sentó un precedente importante para la Unión: los desafíos mundiales requieren soluciones globales que pueden y deben aprovechar toda la capacidad del contribuyente europeo y su capacidad para acceder a los mercados financieros si es necesario. Sin embargo, pensar que por que eso fue cierto en el Covid también debe serlo ante la invasión de Ucrania sería una conclusión simplista. Porque la guerra en Europa nos ha traído un entorno económico diferente, con nuevas y significativas restricciones macro.

La guerra ha provocado una recesión, pero aún más importante en una unión monetaria, ha traído una inflación elevada y persistente, muy por encima de todas las expectativas de analistas y políticos y de la tolerancia de los ciudadanos. La UEM no podrá sobrevivir si no garantiza una inflación baja y estable, una condición previa para su existencia. Anclar la inflación es la razón constitutiva de la Unión Monetaria Europea, mucho más que en cualquier unión monetaria anterior. Sin lugar a duda, la inflación ha aumentado mucho más y durante mucho más tiempo de lo esperado. El pico actual ha sido excesivo y debe revertirse pronto, por el bien de la Unión, su credibilidad, legitimidad y supervivencia. La discusión sobre la naturaleza transitoria de este episodio inflacionista ha durado demasiado tiempo y se ha transformado en un debate sin sentido sobre la inflación buena y mala, sobre la inflación de oferta y de demanda. Como si la inflación no fuera siempre un fenómeno monetario que requiere políticas contractivas. Como si los bancos centrales estuvieran de alguna manera moralmente obligados a acomodar los shocks de oferta para no limitar el crecimiento temporal. Como si las expectativas de inflación fueran tan racionales que los agentes sociales asumieran voluntariamente pérdidas permanentes de riqueza. Pensaba que todos habíamos aprendido estas ideas económicas básicas en los años sesenta, independientemente de nuestros sesgos ideológicos y políticos.

Hay muchas posibles explicaciones de la tardanza en asumir el cambio de régimen de la inflación. La mentalidad continuista y las expectativas inerciales nublaron el juicio de muchos. Se había generalizado una cierta obsesión por la deflación estructural, tras muchos años de novedosas políticas para elevar las expectativas de inflación. Se subestimaron las dificultades para modelizar los cambios estructurales ocultos en un largo periodo de estabilidad. Se pecó de falta de voluntad para afrontar las consecuencias inflacionistas de la transición energética por temor a que dificultaran la lucha contra el cambio climático. Se confió en exceso en la potencia de fuego de las políticas antiinflacionistas tradicionales en caso de que hubiera que utilizarlas. Se desconocieron las consecuencias inflacionistas de revertir o incluso gestionar la globalización. O, por último el cambio tecnológico y la revolución digital crearon una suerte de ilusión monetaria que se extendió por todos los mercados financieros.

En cualquier caso, al cierre de 2022, las autoridades monetarias de todo el mundo han cambiado radicalmente el rumbo. Y el discurso de normalización de las tasas de interés que fue dominante durante todo el año ha sido reemplazado por un claro mensaje de políticas restrictivas y tasas de interés reales positivas durante mucho tiempo. El endurecimiento de las condiciones financieras es ahora la norma. Aunque la

política monetaria no pueda resolver los cuellos de botella creados por la pandemia ni las distorsiones bélicas en los mercados de materias primas, es necesario reducir la demanda agregada para hacer frente a las crecientes presiones inflacionistas que empiezan a generalizarse en el comportamiento de los agentes sociales, los llamados efectos de segundo orden, y al aumento de las expectativas inflacionistas antes de que sea demasiado tarde, antes de que la inflación arraigue en Europa. Como resume una entrada del blog del FMI a finales del año, “los bancos centrales deben actuar contundentemente para devolver la tasa de inflación al objetivo y evitar un des anclaje de las expectativas de inflación, lo que dañaría su credibilidad. Un mensaje rotundo sobre sus políticas, sobre su compromiso con la estabilidad de precios y sobre la necesidad de continuar la restricción monetaria serán cruciales para preservar la credibilidad y evitar la volatilidad.”⁹

Pero la política monetaria no puede hacerlo sola, necesita la colaboración de las políticas fiscales. Y, si los presupuestos de los Estados miembros para 2023 deben tomarse en serio, aún no está claro que los gobiernos de Europa hayan entendido la nueva situación. Muchos gobiernos parecen confiar en que la inflación y el crecimiento nominal reduzcan aritméticamente las ratios de deuda y déficit, mientras continúan aplicando irresponsables políticas fiscales expansivas. Como escribe la Comisión en su dictamen sobre las políticas fiscales en la zona del euro, «en la situación actual, una expansión fiscal generalizada para sostener la demanda alimentaría aún más las presiones inflacionistas, en un momento en que la deuda pública es elevada en varios Estados miembros. Esto requiere políticas fiscales que estén adecuadamente diferenciadas... También requiere que los gobiernos estén preparados para ajustar el gasto público a la evolución de la situación”.¹⁰ En resumen, en el actual ciclo inflacionista, con la excepción de la utilización de los fondos NGEU, la política fiscal debe adoptar urgentemente un tono restrictivo, pero manteniendo temporalmente algunas medidas de apoyo enfocadas cuidadosamente a las personas y empresas más vulnerables.

La necesidad de políticas monetarias y fiscales restrictivas subraya el papel de las políticas de oferta en esta coyuntura inflacionaria. Para minimizar los costes en términos de producción y empleo de la reducción de la inflación, las políticas de defensa de la competencia, la profundización en el mercado único europeo de bienes y servicios, las políticas de innovación, investigación y desarrollo, la desregulación y la reducción de cargas burocráticas, un marco fiscal competitivo y políticas de Pymes que fomenten el crecimiento y la productividad, se convierten en ingredientes fundamentales de una combinación adecuada de políticas. Las políticas europeas en este ámbito tienen, en el mejor de los casos, un historial mixto, ya que suelen centrarse

⁹ Tobías Adrián, *Interest Rate Increases, Volatile Markets, Signal Rising Financial Stability Risks*, Blog del FMI, octubre de 2022, <https://www.imf.org/en/Blogs/Articles/2022/10/11/interest-rate-increases-volatile-markets-signal-rising-financial-stability-risks>.

¹⁰ Recomendación del Consejo sobre la política económica de la zona del euro, COM (2022) 782 final, Estrasburgo, 22 de noviembre de 2022. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=COM:2022:782:FIN>

en la nivelación al alza de los marcos nacionales. Una reorientación básica hacia la competitividad y la productividad es obligatoria si la Unión quiere evitar que el actual ciclo inflacionista termine en una fuerte contracción económica.

Para terminar esta sección introductoria, permítanme ofrecer mi relato personal de los principales logros y también fracasos de la Unión Monetaria en 2022. Es evidente que mantener la unidad ha sido el gran logro, pero eso en sí mismo habla mal de la Unión. Centrándose en las áreas básicas de interés del Anuario, en política monetaria el BCE tardó demasiado, pero finalmente ha disipado todos los temores de dominancia fiscal o dependencia política y se ha enfrentado a la inflación con determinación. La autoridad monetaria europea ha hecho público su compromiso inquebrantable con políticas monetarias restrictivas durante todo el tiempo que sea necesario, tanto en términos de tasas de interés como de gestión de su balance. Me preocupa que los mercados financieros sigan siendo demasiado optimistas sobre el nivel final de los tipos de interés en la zona euro, confiando todavía que el repo no supere el 3%, y sobre la velocidad e intensidad de la retirada de la liquidez, como demuestra el éxito solo relativo de las dos ventanas de oportunidad abiertas por el BCE para la devolución de los TLTRO en 2022. Por otra parte, la Unión no se ha movido ni un centímetro para completar la arquitectura financiera, sin noticias sobre el EDIS, el sistema de garantía de depósitos, el mecanismo de resolución de crisis o el activo seguro para la Eurozona.

Cierto, este año la autoridad monetaria ha ampliado su instrumental para evitar la fragmentación financiera al adoptar el Instrumento de Protección de la Transmisión, TPI. Esta herramienta permite una intervención ilimitada del BCE en tiempo y cantidad en caso de ataques especulativos, injustificados por los fundamentales económicos, que aumenten considerablemente los diferenciales de riesgo en el coste de la financiación soberana. El BCE insiste en mantener la discreción sobre la naturaleza exacta de las circunstancias que justificarían su intervención y sobre la condicionalidad asociada. Es comprensible que el BCE quiera evitar el efecto estigma asociado al predecesor de TPI, las OMT. Pero es necesario que la intervención del BCE no funcione, o que ni siquiera pueda percibirse que funciona, como un rescate gratuito de los gobiernos que mantienen políticas irresponsables. Existe un alto grado de incertidumbre y un profundo debate sobre la naturaleza de la condicionalidad macroeconómica asociada a estas intervenciones. En concreto sobre la definición exacta de sostenibilidad de la deuda utilizada por el BCE y su comparabilidad con los juicios emitidos por la Comisión o el FMI, y sobre el contenido de las medidas correctivas complementarias que deben adoptar los gobiernos sujetos a estos ataques especulativos.¹¹

La Unión confía demasiado en su arquitectura actual para luchar contra la posible fragmentación, “el marco institucional de la zona del euro ha demostrado una y otra

¹¹ Para un examen muy crítico del TPI, ver por ejemplo Luis Garicano, *The ECB's new backstop introduces atrocious incentives*, Financial Times, 21 de septiembre de 2022, <https://www.ft.com/content/e06f253d-5f06-4484-9ce0-658434a844cd>.

vez que puede hacer frente a las tensiones de los mercados, reducir la volatilidad, garantizar el acceso de los países soberanos y, por lo tanto, ayudar a salvaguardar la estabilidad financiera en toda la zona del euro, tanto contra las perturbaciones internas como externas”.¹² Hay demasiada incertidumbre y discreción sobre el uso del conjunto de las herramientas existente. Y la incertidumbre no es buena para la eficacia del TPI y el MEDE, la credibilidad del BCE y la estabilidad de la Unión Monetaria Europea. A juzgar por los precedentes, no parece particularmente inteligente esperar a que el BCE sea puesto a prueba por primera vez, en el ciclo actual de aumentos de los tipos de interés y riesgo político.

En cuanto a la política fiscal, este año no ha ocurrido nada significativo aparte de la aplicación de NGEU, consolidando la idea de que se trata de un área de mínimos conflictos y, por lo tanto, de decepción continua. Los primeros desembolsos del NGEU se han visto empañados por las crecientes dudas sobre la velocidad de los fondos para llegar a la economía real, el efectivo poder transformador del fondo para aumentar el crecimiento potencial y por la excesiva voluntad de la Comisión de garantizar su éxito debilitando la supervisión y el cumplimiento de los objetivos y reformas acordados. El debate sobre las normas fiscales no ha hecho más que empezar con la propuesta de la Comisión a finales de año y, a juzgar por las reacciones iniciales, no parece que se haya logrado consenso alguno. Y la extensión de la moratoria de los criterios de déficit y deuda del Pacto de Estabilidad y Crecimiento no puede considerarse satisfactoria dada la necesidad de que la política fiscal sea deflacionista. En definitiva, no se han cumplido ninguno de los tres criterios para la política fiscal europea subrayados por el Comisario Gentiloni en su discurso.¹³ No ha ayudado a reducir la inflación, ni se ha centrado en los más vulnerables, porque ha abusado de regalos generalizados, y con demasiada frecuencia ha ignorado las señales de precios.

Debemos por tanto concluir, como hicimos el año pasado, que en las recientes crisis, ya sea el Covid19 o la invasión rusa, la Unión ha demostrado ser mucho mejor respondiendo con dinero que realizando reformas institucionales significativas. Es tentador atribuir esta incapacidad a un déficit de liderazgo, pero las razones son mucho más profundas. Deben buscarse en la Gran División en la Unión que este Anuario lleva diez años subrayando. Una división que ha impedido el cambio institucional durante demasiado tiempo. Sólo la Gran Crisis Financiera, una profunda y larga recesión, forzó la unión bancaria. E incluso en este arcano, una vez que los mercados financieros recuperaron la calma, se detuvo el impulso reformista. La guerra en las fronteras de la Unión hasta ahora solo ha provocado insistentes llamamientos a que se entregue más dinero, se aprueben más programas de ayuda, un mayor presupues-

¹² MEDE WP55-2022, Robert Blotvogel, Gergely Hudecz y Elisabetta Vangelista, *Asset purchases and sovereign risk premia in the euro area during the pandemic*, <https://www.esm.europa.eu/publications/asset-purchases-and-sovereign-risk-premia-euro-area-during-pandemic>

¹³ Ver el discurso del Comisario Gentiloni en el Centro de Política Europea: *Reforming EU governance for the coming decade*, noviembre 2022, https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/SPEECH_22_7166

to de la UE, mayor centralización de la gestión de más bienes públicos europeos. Pero nada de esto hará que la Unión Monetaria sea más fuerte, más estable, fiable y permanente sin cambios institucionales y reformas del Tratado. Hemos defendido sistemáticamente esta reforma si la Unión quiere abordar su debilidad fundamental. De lo contrario, seguirá estando a merced de los mercados financieros, las cambiantes y caprichosas preferencias de los inversores y condenada a repetir episodios de fragmentación y crisis similares a las de una economía emergente.

2. CONSTRUIR UNA UNIÓN RESILIENTE MIENTRAS DUDA EN COMPLETAR SU ARQUITECTURA

Este Anuario siempre ha sido un esfuerzo colectivo. Y una vez más he tenido la suerte de reunir a un buen número de excelentes colegas, que desde orígenes, perspectivas y posiciones diferentes, comparten su conocimiento de la Unión Monetaria y proporcionan al lector el *estado del arte*, con una descripción actualizada de lo que ha sucedido este año en la Unión, en términos monetarios, fiscales, y regulatorios. Pero, lo que es más importante, también proporcionan el *estado del debate*, el pensamiento actual en el mundo académico y político sobre qué hacer, qué debe modificarse y qué preservarse, qué cambiará pronto y qué tardará más. Este año, debido a los importantes desafíos institucionales a los que se enfrenta la Unión, la lista de colaboradores está ligeramente sesgada hacia economistas que trabajan en instituciones europeas o nacionales; un sesgo deliberado que he intentado compensar dando la voz a una nueva generación de europeos.

Sus excelentes contribuciones nos dejan un sentimiento ambiguo de satisfacción y preocupación. Satisfacción porque la Unión estuvo a la altura del desafío, respondió con prontitud y mostró un fuerte sentido de unidad. Esta determinación no debe subestimarse porque ha demostrado una vez más que están equivocados todos aquellos agoreros que no comprenden el compromiso moral y político fundamental que une a Europa. Pero tampoco permite caer en la complacencia, porque permanece la Gran División en la Unión. Como escribimos el año pasado, “Cada paso hacia la definición de una política europea en cualquier área, reabre el debate entre los federalistas y los escépticos, entre los que están convencidos políticamente para crear el ethos europeo y los que simplemente buscan resultados e insisten en la subsidiariedad como el cimiento de una Unión de Estados soberanos. ... [Y] Los verdaderos debates se han pospuesto, precisamente porque no estamos más cerca de un nuevo consenso y las dos visiones opuestas de la unión monetaria permanecen bien asentados en sus campos respectivos, política y geográficamente”.¹⁴ Hemos sido testigos claramente de esta división en 2022, que ha impedido que la Unión construya una política energética común, avance hacia una política común de asilo y refugiados, se comprometa con una política de defensa común. Y en el campo más estrecho de la política monetaria y

¹⁴ El euro en 2022, Resumen ejecutivo, pag.14

fiscal, esta división existencial sigue siendo responsable de los problemas restantes en la arquitectura institucional de la UEM, a pesar del abrumador consenso en la academia y la creciente impaciencia en los mercados financieros.

Dada nuestra idea de la Unión como un proceso político, el Anuario 2023 incluye un capítulo inicial que estudia las implicaciones políticas de una Unión en guerra. A partir de entonces, el libro se organiza en las tres áreas tradicionales de política relevantes para nuestro trabajo (monetaria, fiscal y regulatoria). En la Parte I, relativa a la política monetaria, se analiza el funcionamiento de la nueva estrategia del BCE para luchar contra una inflación elevada y sostenida, cuando se concibió en un momento de deflación estructural; ofrece cuatro ejemplos de las limitaciones del marco actual para un funcionamiento satisfactorio del BCE; y concluye con las perspectivas para el sector bancario, en el entendimiento de que esta vez ayudará a evitar una profunda y prolongada recesión europea. La Parte II aborda las tres cuestiones básicas para una política fiscal europea: la reforma de las normas fiscales, dado el consenso sobre su falta de transparencia, discrecionalidad e incapacidad para prevenir comportamientos irresponsables; las preocupaciones sobre el despliegue del Fondo Europeo de Recuperación y Resiliencia, probablemente la iniciativa europea más celebrada desde el lanzamiento del euro; y la necesidad de una reorientación sustancial de las políticas fiscales nacionales y europeas para complementar a la política monetaria en la reducción de la inflación y minimizar así los costes en términos de PIB. Por último, la Parte III estudia las dos prioridades regulatorias en materia financiera de la Unión: cómo fomentar la innovación en las finanzas digitales protegiendo al mismo tiempo a los usuarios menos informados y garantizando la estabilidad financiera, y cómo desarrollar las finanzas sostenibles y ampliar el papel del sector financiero en la transición energética, garantizando al mismo tiempo la estabilidad y un flujo abundante de crédito sin poner a la industria financiera europea en una situación de desventaja competitiva.

En el capítulo 1, María Martínez, periodista que cubre la economía europea para los principales medios, escribe *The opportunities for a stronger EU with war on European soil*. Fractura es la palabra que utiliza para definir el estado actual del mundo. La globalización ha creado dependencia y debilidad al aumentar la conflictividad. En la guerra de Ucrania, Rusia ha utilizado como arma la energía y los alimentos, mientras que Occidente ha utilizado su control del sistema económico y financiero. La economía mundial corre el riesgo de fracturarse en dos bloques centrados en Estados Unidos y China, causando cambios duraderos en los flujos comerciales, los intercambios tecnológicos, el suministro de productos básicos, las migraciones y los flujos financieros. El papel de Europa en este mundo bipolar no está claro, concluye. Las posibilidades de la UE para seguir siendo un actor geopolítico relevante residen en su capacidad de adoptar políticas comunes a tiempo. Esta crisis ha demostrado que el proceso de toma de decisiones es mejorable y necesita repensarse.

En una rápida reacción a la invasión de Ucrania, los Estados miembros de la UE (i) movilizaron más de 19.000 millones de euros en apoyo financiero, humanitario, de emergencia y presupuestario a Ucrania; (ii) adoptaron ocho paquetes de sancio-

nes contra Rusia; y (iii) han recibido a siete millones de refugiados ucranianos que huyen de la invasión. “Esto no ha sido solo un ataque a un país vecino. También ha sido un ataque a la UE, ... una guerra contra nuestra energía, contra nuestra economía, contra nuestros valores y una guerra contra nuestro futuro”. Pero esta guerra también ofrece una oportunidad para que la Unión Europea demuestre su utilidad, para ganar legitimidad mediante su capacidad de respuesta a las necesidades de los ciudadanos. El próximo año será un reto para los europeos, pero un año de oportunidades para la política europea, su oportunidad de mostrarse relevante a los ciudadanos. El Eurobarómetro nos ofrece una imagen muy clara de las tres principales prioridades estratégicas de la política europea: la economía, la energía y la defensa. En consecuencia, este capítulo se centra en estos tres ámbitos políticos.

En cuanto a la economía, la guerra ha puesto fin abruptamente a todas las discusiones sobre la temporalidad de la inflación. Los bancos centrales de todo el mundo se enfrentan a una posible recesión justificada como un sacrificio necesario a corto plazo para ganar la batalla contra la inflación. Si una recesión es inminente, María Martínez se pregunta qué podrían hacer los gobiernos nacionales y la UE para apoyar la economía y proteger a las empresas y los consumidores. Ciertamente, no pueden continuar su expansión fiscal, pues se prevé que el gasto público alcance ya el 51 % del PIB de la Unión en 2022 y la deuda pública está en máximos históricos.

Dentro de la UE, la mayor parte de las medidas para proteger a los hogares y las empresas se han financiado a nivel nacional y con una disparidad significativa en su diseño. Alemania encabeza la lista en términos de dinero desembolsado, mientras que Francia ocupa el liderazgo en las medidas de regulación y control de precios. Esta fragmentación en la orientación de las políticas fiscales es una clara debilidad de la UE. Y ha puesto de relieve el problema europeo, cómo diseñar un marco fiscal que ofrezca a los Estados miembros que no tienen margen de maniobra la posibilidad de apoyar a sus industrias y empresas sin precipitar otra crisis de deuda soberana en Europa, preservando al mismo tiempo la capacidad de respuesta fiscal los que sí pueden.

La energía ha pasado en gran medida desapercibida como causa importante de las fallas geopolíticas y económicas. Sin embargo, la UE tiene un problema de dependencia energética que siempre ha limitado su capacidad como potencia mundial. Dependencia que en esta crisis se ha convertido en una debilidad importante, ya que la UE está intentando construir una política energética común en medio de una emergencia. La Comisión adoptó el *Repower EU Plan* en mayo. Los países acordaron (i) reducir voluntariamente la demanda de gas natural en un 15%, (ii) establecer planes para reducir la demanda de electricidad en al menos un 10% durante los meses de invierno, (iii) diversificar los suministros de energía y asegurar niveles récord de importación de gas natural licuado (GNL) y mayores entregas de gas por los gasoductos existentes. La Comisión también ha propuesto un plan para establecer compras conjuntas de gas. La UE introducirá (i) un límite a los ingresos extraordinarios de las empresas que producen electricidad a bajo coste, (ii) un impuesto temporal sobre los “beneficios extra” de las compañías de combustibles fósiles, (iii) un tope de emergencia a los precios del gas natural. La regulación técnica concreta de estos acuerdos po-

líticos aún ha sido acordada, lo que ha generado una profunda sensación de fracaso. En las propias palabras del autor, el titular es indiscutible, “Los ministros de energía de la Unión Europea no logran llegar a un acuerdo”.

La invasión rusa de Ucrania puede ser una oportunidad para acelerar la transición a energías más limpias, un bien público comúnmente compartido por el 87% de los ciudadanos de la UE. Pero esta transición será un proceso largo y los ciudadanos necesitan respuestas inmediatas a dos amenazas actuales a la seguridad energética: el riesgo de racionamiento, el peor de los posibles escenarios para el que se necesitan planes de contingencia detallados, y el riesgo de sustituir la dependencia de Rusia por la dependencia de otros países también propensos a la inestabilidad y con un historial igualmente pobre en materia de derechos humanos.

La última sección de este capítulo está dedicada a las políticas de seguridad y defensa. Europa carece de las capacidades militares necesarias para garantizar su propia seguridad o incluso para actuar como un socio capaz de la OTAN. La UE ha invertido poco en defensa durante décadas. Para una guerra que se libra en suelo europeo, la UE ha proporcionado 2.500 millones de euros de asistencia militar a las fuerzas armadas ucranianas, los EE. UU. 17.600 millones. La OTAN se ha convertido en un actor cada vez más relevante después de muchos años en los que su papel, incluso su propia existencia, era cuestionada en Europa. Finlandia y Suecia han decidido unirse a la alianza. Uno de los obstáculos tradicionales para una política de defensa común de la UE ha sido el desacuerdo sobre si la UE debiera buscar una mayor autonomía de la OTAN. La invasión rusa ha resuelto esta cuestión. El *Strategic Compass* ha posicionado a la UE no como una alternativa sino como un socio valioso de la OTAN, con una clara división del trabajo. El papel de la defensa colectiva de Europa le corresponde a la OTAN, mientras que la UE ha de centrarse en la gestión de crisis.

La Parte II sobre política monetaria comienza con un artículo de Ursel Baumann, Manfred Kremer y Christophe Kamps, de la Dirección General de Política Monetaria del BCE, con el sugerente título de *Baptism by fire: the BCE's new monetary policy strategy in the current high-inflation environment*. El BCE adoptó la nueva estrategia de política monetaria el 8 de julio de 2021 para responder a la caída secular del tipo de interés real de equilibrio. La nueva estrategia adoptó un objetivo de inflación explícitamente simétrico del 2% a mediano plazo, y enfatizó que, cuando la economía opera cerca del límite inferior, requiere una política monetaria especialmente enérgica y persistente para evitar que la inflación se cronifique por debajo del objetivo. El BCE no adoptó una estrategia de objetivo de inflación promedio. Pero en el momento en que hubo que aplicar la nueva estrategia, el entorno de inflación había cambiado radicalmente. Este capítulo se hace entonces una simple pregunta, ¿Ha resultado útil la nueva estrategia para orientar la política monetaria en la reducción de la inflación a su objetivo? Porque, idealmente, una estrategia “debería ser robusta ante los posibles cambios subyacentes que configuran una dinámica concreta de la inflación, proporcionando así un manual de actuación estable para gestionar una amplia gama de escenarios”.

Las expectativas de inflación son un indicador clave de la credibilidad de todo banco central. Mientras los agentes económicos confían en que el banco central esté

dispuesto y sea capaz de hacer lo que sea necesario para mantener la estabilidad de precios en el mediano plazo, las expectativas de inflación se mantendrán ancladas en el objetivo. La credibilidad es la base del régimen de “dominancia monetaria” que ha preservado el entorno de baja inflación durante casi 50 años. Y precisamente ese régimen de dominancia monetaria ha sido cuestionado en el actual episodio inflacionista. Cuestionado por muchos economistas y responsables políticos que creían que: (i) la reducción de producción y empleo necesarias para reducir la inflación al objetivo era un precio que no valía la pena pagar, (ii) el riesgo de inestabilidad financiera y de posible fragmentación impediría al BCE actuar con decisión contra la inflación, (iii) el tamaño del balance del BCE había alcanzado tal magnitud que lo había convertido en rehén de los gobiernos, que había caído en la dominancia fiscal, o (iv) el BCE antepondría su obligación de mantener la integridad de la zona del euro a las consideraciones relativas a la inflación.

Este capítulo proporciona múltiples evidencias empíricas que son consistentes con el anclaje de las expectativas de inflación en el objetivo del 2% tras el anuncio del objetivo simétrico del BCE en el verano de 2021. Desde ese verano, la inflación en la zona del euro ha sorprendido persistentemente al alza. El aumento de la inflación subyacente medida por el IAPC se debió primero principalmente a la oferta (perturbaciones en el suministro de energía y materias primas además de los existentes cuellos de botella en la cadena de suministros), pero la importancia de los factores de demanda ha aumentado gradualmente con el tiempo, con el levantamiento de las restricciones del Covid. En los últimos meses del año, los factores de oferta y demanda han desempeñado papeles muy similares en el aumento de las presiones inflacionistas. Consecuentemente, los bancos centrales han tenido que cambiar rápidamente su política: de evitar una inflación demasiado baja a combatir la alta inflación, especialmente a medida que se hizo cada vez más evidente que, “incluso cuando desaparezcan los choques de oferta, es poco probable que regrese la dinámica desinflacionista de las últimas décadas”.

Los autores de este capítulo distinguen tres períodos principales en las acciones del BCE: una fase inicial que abarca la mayor parte del segundo semestre de 2021, durante la cual la orientación de la política monetaria siguió siendo muy acomodaticia; una segunda fase que comenzó en diciembre de 2021 y se extendió durante la mayor parte de 2022, cuando el BCE se embarcó en una senda de normalización de la política monetaria; y una tercera fase en la que la política monetaria entrará en territorio restrictivo, como se anunció en la reunión del BCE del 15 de diciembre de 2022. Argumentan con razón que al observar la primera fase, es importante evitar el sesgo retrospectivo. En ese momento, “cuando aún no era evidente que las expectativas de inflación volverían a anclarse duraderamente en el objetivo del 2%”, la nueva estrategia recomendaba paciencia y persistencia en la política monetaria acomodaticia. También requería paciencia, la orientación de mediano plazo de la política monetaria que permite desviaciones a corto plazo de la inflación con respecto al objetivo, así como los retardos y las incertidumbres en los mecanismos de transmisión de la política monetaria.

La discusión sobre el momento óptimo para iniciar una subida de tipos de interés es legítima, aunque los autores subrayan dos consideraciones que sugieren que el momento exacto de la primera subida puede no ser tan importante. En primer lugar, las expectativas del mercado sobre la trayectoria futura de los tipos de interés oficiales ya se habían movido al alza mucho antes de la primera subida de los tipos de intervención, adelantando así el endurecimiento de las condiciones financieras. En segundo lugar, la senda de tipos de interés y su nivel de llegada, el “tipo final” ha demostrado ser más importante que la fecha en que comienza el viaje de normalización de tipos. Aun así, la pregunta sigue siendo si la “paciente” mentalidad de la nueva estrategia no impidió una más temprana identificación de que la economía estaba entrando en un nuevo régimen de inflación y una política monetaria más preventiva. También cabría preguntarse si el proceso de toma de decisiones, necesariamente consensuado, en el BCE no implica un sesgo estructural inercial a los cambios de escenario. Y si esa reacción tardía no puede obligar al BCE a actuar durante más tiempo y con más fuerza de lo que hubiera sido necesario para volver a anclar las expectativas de inflación.

Con el tiempo, a medida que se hizo cada vez más evidente que la inflación no era puramente transitoria, el BCE comenzó a normalizar la política monetaria en diciembre de 2021, con la decisión de poner fin a las compras netas en el marco del PEPP a finales de marzo de 2022, pero no fue hasta el verano que los tipos oficiales del BCE aumentaron en un total de 250 puntos básicos en las reuniones de julio, septiembre, octubre y diciembre. La lógica del BCE a lo largo de 2022 fue de *normalización* de la política monetaria, de dejar finalmente atrás al QE y las tasas negativas, de desapalancar gradualmente su balance y de devolver los tipos a su nivel neutral, sin dejar de pensar que el tipo real natural se había movido estructuralmente a un nivel inferior. Los mercados financieros la habían interpretado casi unánimemente como una indicación de que los tipos nominales alcanzarán su punto máximo y en torno al 2% y se mantendrán ahí.

A lo largo del proceso de normalización, el BCE mantuvo la flexibilidad en el diseño y ejecución de su política de compras de activos para hacer frente a los riesgos de volatilidad en la transmisión de la política monetaria. En medio de graves tensiones de mercado, el 15 de junio de 2022 decidió aplicar esa flexibilidad para reinvertir los vencimientos en la cartera de PEPP. Además, en julio de 2022 introdujo el Instrumento de Protección de la Transmisión (TPI) para apoyar la transmisión efectiva de la política monetaria, un instrumento ampliamente comentado en este Anuario. Y el 27 de octubre de 2022, decidió ajustar los tipos de interés aplicables a las TLTRO III a partir del 23 de noviembre de 2022 y ofrecer a los bancos oportunidades adicionales de reembolso anticipado.¹⁵

A finales de 2022, el BCE estaba listo para entrar en la tercera fase de su cambio de política y reemplazar la normalización por la restricción en sus comunicaciones.

¹⁵ Los reembolsos ascendieron a 743.800 millones de euros en total en 2022, ayudando a aliviar las preocupaciones de escasez de garantías que se habían hecho evidentes en los mercados de repos en los meses anteriores.

En la reunión de diciembre, las proyecciones revisaron significativamente al alza la trayectoria de inflación esperada, y adelantaron que la inflación se mantendría por encima del objetivo hasta bien entrado 2025. Por consiguiente, el Consejo de Gobierno anunció que los tipos de interés seguirían teniendo que subir significativamente a un ritmo constante hasta alcanzar niveles lo suficientemente restrictivos como para garantizar el pronto retorno de la inflación al objetivo a medio plazo del 2 % y evitar el riesgo de una subida persistente de las expectativas de inflación. En esa última reunión del año, el BCE también hizo públicos los principios para normalizar el tamaño del balance del Eurosistema.

En este capítulo se analiza, por último, el papel del *forward guidance* en la estrategia de política monetaria del BCE. Inicialmente introducida para desvincular financieramente a la Eurozona de Estados Unidos, fue adaptada en la revisión de la estrategia monetaria para vincularla tanto a los avances observados en la inflación subyacente, como a las proyecciones de inflación para alcanzar el 2% mucho antes del final de su horizonte de proyección y de forma duradera durante el resto de dicho horizonte. El *forward guidance* del BCE pasó a basarse en el estado de la situación, lo que permite que los cambios en las condiciones guíen las expectativas sobre la política de tipos del BCE, en lugar de fijar un horizonte temporal a esas orientaciones, lo que habría determinado la trayectoria temporal de los tipos con independencia del curso de los acontecimientos futuros. En junio de 2022, el Consejo de Gobierno evaluó que se habían cumplido las condiciones del *forward guidance*, allanando así el camino para una subida de los tipos oficiales del BCE y un retorno a un enfoque dependiente de los datos, reunión por reunión. En consonancia y sobre la base de la revisión de las perspectivas de inflación en la reunión de diciembre, el BCE comunicó que los tipos de interés tendrían que subir aún más para alcanzar niveles suficientemente restrictivos. Y en la conferencia de prensa, la presidenta del BCE, Lagarde, explicó que, según los datos disponibles en ese momento, el Consejo de Gobierno esperaba elevar las tasas de interés a un ritmo de 50 puntos básicos durante un período prolongado de tiempo.

En el capítulo 3, María Demertzis y Conor McCaffrey de Bruegel y EUI adoptan un enfoque complementario y escriben sobre *The ECB as part of an imperfect architecture*. La justificación de este capítulo es simple, la atípica e incompleta estructura de la Eurozona conlleva riesgos y desafíos significativos para la política monetaria. Utilizan dos hechos singulares bien conocidos: los especiales vínculos entre el BCE y los múltiples emisores soberanos de la UE y los riesgos de que el endurecimiento de las condiciones monetarias den lugar a una fragmentación financiera excesiva, para discutir las limitaciones e insuficiencias de la arquitectura europea, a saber, del Mecanismo Europeo de Estabilidad y del Instrumento de Protección de Transmisión.

La independencia de los bancos es la norma. Consecuentemente, a los BC no se les permite comprar bonos soberanos directamente de sus gobiernos pero pueden hacerlo en el mercado secundario, deuda que ya existe, ya que no supondría financiar a sus gobiernos. Sin embargo, cuando el QE, la expansión cuantitativa, se convirtió en parte habitual del conjunto de herramientas para combatir la deflación, las fronteras

entre la política monetaria y fiscal se difuminaron. Las masivas intervenciones de los bancos centrales redujeron los intereses de la deuda pública, facilitando así las políticas fiscales expansivas. Esto es particularmente cierto en el caso del BCE, que actúa a través de 19 soberanos, 20 a partir del 1 de enero de 2023 con la entrada de Croacia. En consecuencia, como hemos insistido en este Anuario, el BCE está obligado institucionalmente a tomar decisiones cuasi-fiscales.

Como resultado de la masiva QE, el balance del BCE se ha vuelto dependiente de la calidad de múltiples soberanos, sujeto a efectos contagio e incluso al bucle perverso riesgo bancario/riesgo soberano. Con las agresivas subidas de tipos de interés del BCE, las políticas monetarias y prudenciales (estabilidad financiera) pueden volverse contradictorias. Dentro de la UEM, cabe esperar y justificar un cierto grado de divergencia de costes de la financiación soberana, o fragmentación, dados los diferentes fundamentales económicos de los países miembros. Sin embargo, la excesiva fragmentación financiera es un problema que se deriva de la atípica arquitectura institucional de la UEM. Diecinueve países emisores soberanos con fundamentos y políticas distintas que comparten una moneda única y una política monetaria. Esta fragmentación perjudica el mecanismo de transmisión monetaria, argumentan acertadamente los autores, ya que los gobiernos, y por lo tanto los consumidores y las empresas, en toda Europa se enfrentan efectivamente a diferentes costes de endeudamiento. Al mismo tiempo, la gobernanza fiscal de la UEM no ha logrado imponer disciplina presupuestaria y, por lo tanto, deja a los Estados miembros vulnerables al sentimiento del mercado. En este capítulo se argumenta que la respuesta de los costes de financiación soberana a los aumentos de los tipos de interés podría estar sujeta a la no linealidad y, por lo tanto, los diferenciales soberanos podrían moverse exponencialmente, más allá de toda lógica fundamental. Garantizar la prudencia fiscal es responsabilidad de los Estados miembros, pero más allá de eso, la arquitectura del euro necesita herramientas políticas para evitar una fragmentación excesiva.

Demertzis y McCaffrey analizan tres factores importantes que contribuyen a una posible fragmentación excesiva en la Eurozona. En primer lugar, “la ausencia de un comprador claro, incuestionable, de último recurso, en contraste con la FED en Estados Unidos o el Banco de Inglaterra”. En segundo lugar, el esquema de garantías del BCE, que se basa en calificaciones procíclicas de las agencias de crédito privadas. Y tercero, inevitablemente, los riesgos de redenominación. “En conjunto, el riesgo de fragmentación en la zona euro es obvio”. Sinceramente, no veo la importancia de los dos primeros. De hecho, el BCE ha operado como prestamista de última instancia, *LOLR*, después de las reformas implementadas con la crisis financiera, por lo que tal vez lo que a los autores les gustaría ver es un papel más activo del BCE como *LOLR*, tal vez para compensar la singularidad de la zona del euro. Me preocupa que esto cuestione la independencia del BCE y abra el camino para la dominancia fiscal. El caso de la Reserva Federal no es un buen ejemplo, ya que goza del “privilegio exorbitante” como proveedor de la moneda de reserva del mundo. Y otorgar al BCE el derecho a fijar los ratings de los activos financieros solo desafiaría su credibilidad y colocaría a la autoridad monetaria en medio de interminables y desagradables batallas políticas.

El MEDE fue creado, y el BCE adoptó después las OMT, para actuar como prestamista de última instancia para los gobiernos en la crisis financiera. La naturaleza intergubernamental del MEDE requiere unanimidad, lo que lo hace muy lento para las crisis financieras, y requiere condicionalidad, lo que lo hace muy impopular. Los países rechazan “el intrusivo seguimiento de las instituciones europeas”. Dado el estigma asociado al uso del MEDE y las OMT, el BCE introdujo el TPI en julio de 2022, una herramienta para intervenir en el mercado secundario de deuda pública a fin de evitar un deterioro no justificado de las condiciones de financiación de cualquier país, siempre que los fundamentos macroeconómicos del país en cuestión se consideren sólidos. Ya hemos comentado las incertidumbres con respecto a su condicionalidad.¹⁶

Según el criterio de los autores de este capítulo, el diseño actual del TPI es imperfecto. Principalmente cuestionan el proceso para determinar la elegibilidad para recibir apoyo. El BCE se ha otorgado a sí mismo una importante discrecionalidad para decidir tanto cuándo intervenir como cuándo retirar el apoyo. Esta ambigüedad deliberada, unida al análisis interno de sostenibilidad de la deuda del BCE, concede al banco central un enorme margen de maniobra para tomar lo que esencialmente serán decisiones políticas de alto riesgo. Los autores defiende un proceso diferente y proponen que la Comisión o el MEDE determinen la sostenibilidad de la deuda soberana, una evaluación inicial que luego sería aprobada por un órgano político, como el Consejo Europeo o el Parlamento, para garantizar su legitimidad.¹⁷ Contrariamente a lo que ambos autores creen, entiendo que este proceso no solo no liberará al BCE de la necesidad de tomar decisiones impopulares, sino que colocaría al BCE como una institución que recibe explícitamente instrucciones de órganos políticos. Se pondrá fin a la independencia funcional del BCE.

Comprendo el dilema de los autores al tratar de resolver lo que llaman, con razón, el callejón sin salida de Europa: la fragmentación financiera solo puede abordarse si no existe riesgo de sostenibilidad de la deuda. La sostenibilidad de la deuda requiere la capacidad de imponer disciplina fiscal, preferiblemente antes de que sea demasiado tarde. Esto requiere una fuerte condicionalidad y la creación de espacio fiscal en los buenos tiempos. También requiere legitimidad y credibilidad por parte de las autoridades europeas. El BCE podría tenerlas para los mercados financieros, quizás solo podría tenerlas. El Consejo, el Parlamento o la Comisión ciertamente no la tienen ni la tendrán. La legitimidad política es importante, pero no a costa de la credibilidad del mercado. Porque entonces, ningún instrumento evitará la fragmentación, a menos que haya controles de capital. Y ese es un camino que ningún

¹⁶ El BCE ha definido que la elegibilidad dependería de cuatro criterios principales: 1. “Cumplimiento del marco presupuestario de la UE”; 2. “Ausencia de desequilibrios macroeconómicos graves”; 3. “Sostenibilidad fiscal”, según lo determinado por los análisis de sostenibilidad de la deuda realizados por diversas entidades, incluido el MEDE, pero también por el análisis interno del BCE; y 4. *Cumplimiento de compromisos y recomendaciones específicas del país*, del FRR y del Semestre Europeo.

¹⁷ Conscientes de la necesidad de intervenir decisivamente en tiempo real, proponen que esta evaluación política de la sostenibilidad de la deuda sea hecha a intervalos regulares preestablecidos.

mercado de capitales avanzado que aspire a tener una moneda de reserva creíble podría tomar.

El capítulo 4 analiza la rentabilidad y la solvencia de las entidades financieras de la zona del euro. Alejandra Kindelán y Santiago Pernías, presidenta y asesor senior de la Asociación Española de Bancos, AEB, escriben en *The banking outlook in Europe: better margins versus potential [higher] delinquency rates*. Este capítulo comienza con una revisión muy detallada y completa del entorno macroeconómico y las recientes decisiones de política monetaria y fiscal que pueden impactar a los resultados bancarios. El cambio de tipos de interés negativos a positivos y de una curva de rendimiento plana a otra con pendiente positiva, combinado con un escenario en el que no hay restricciones de liquidez, es más favorable para el desarrollo de la actividad bancaria.

Sin embargo, no puede darse por sentado un traspaso directo e inmediato de tipos más altos a mejores resultados bancarios, ya que cuando suben los tipos de interés, (i) las entidades de crédito también tendrán que soportar el aumento del coste de financiación, (ii) hay activos en sus balances que registran pérdidas de capital, (iii) los activos y pasivos muestran diferentes elasticidades según los instrumentos y las contrapartes, (iv) la revalorización de activos y pasivos se produce a velocidades muy diferentes, (v) los préstamos dudosos tienden a aumentar también, y finalmente (vi) los gobiernos pueden adoptar políticas fiscales y tributarias, reglamentarias y de supervisión para capturar parte del superávit esperado.

Kindelán y Pernía ofrecen un análisis exhaustivo y granular de la evolución reciente de los diferentes componentes de los balances de los bancos, tanto a nivel europeo como español, tan lleno de datos, gráficos y puntos de vista que su resumen solo aspira a inducir su lectura. Comienzan con un análisis de la evolución de cada partida del balance bancario. En términos agregados, el balance de los bancos europeos, que con ligeras variaciones rondaba los 21.500 millones de euros de activos totales en los años anteriores a la crisis del Covid, ha aumentado un 20% entre diciembre de 2019 y junio de 2022 hasta superar los 26.000 millones de euros. Las medidas adoptadas por los bancos centrales para evitar otro problema de liquidez explican la mitad de este crecimiento de los activos. Esta expansión ha dado lugar a un cambio de estructura del balance y los activos que generan intereses son ahora menos que los pasivos que devengan intereses¹⁸. Por lo tanto, el aumento de las tasas de interés es menos favorable que en el pasado. También es importante subrayar que el volumen de activos y pasivos con los bancos centrales en junio de 2022 representaba nada menos que el 17% de los activos totales y el 8% en el caso de los pasivos. Su contribución a los ingresos netos por intereses (NII) está sujeta a las necesidades de la política monetaria y ha cambiado drásticamente con las decisiones adoptadas por el BCE en octubre y diciembre de 2022 que implican que a partir del último mes del ejercicio, los 2 billones de euros de TLTRO

¹⁸ Los autores nos recuerdan que como resultado de las medidas tomadas para mantener el flujo de crédito a la economía y proporcionar alivio a los prestatarios, los bancos europeos mantienen 616.000 millones de euros en préstamos con moratorias vencidas en sus balances, el 44% de los cuales son préstamos a hogares. Otros 365.000 millones de euros corresponden a préstamos sujetos a sistemas de garantía pública.

III que los bancos han tomado prestados al BCE y un importe equivalente de reservas depositadas en el banco central, no generarán ningún ingreso neto por intereses.

Aproximadamente el 44% de los activos totales de los bancos europeos, en media, lo forman los créditos a hogares y sociedades no financieras. Su creciente contribución al margen al aumentar los tipos de interés es la razón última de que se esperen beneficios bancarios extraordinarios. Sin embargo, el aumento de los tipos normalmente daría lugar a una reducción de los volúmenes de crédito y la respuesta a las variaciones de los tipos de interés varía considerablemente entre los sistemas bancarios de los Estados miembros: “Mientras que a nivel de la zona del euro alrededor del 70% de los créditos vivos a los hogares se conceden a un tipo de interés fijo, esta proporción es tan alta como el 90% en Francia y Alemania y tan baja como el 25% en España e Italia”. El segundo grupo de activos, en términos de volumen, que devengan intereses son los títulos de deuda. La influencia de los títulos de deuda en los márgenes es doble: en las pérdidas de valoración de las carteras de valor razonable y en el mantenimiento de su contribución a los ingresos netos por intereses, que solo aumentarán a medida que las carteras se renueven.

Los depósitos de los hogares y las sociedades no financieras constituyen la principal fuente de financiación de los bancos europeos, representando el 41% del pasivo total, con una tasa de crecimiento anual acumulada de más del 5% desde 2015. La velocidad de respuesta de la remuneración de los depósitos corporativos no financieros es significativamente más rápida que la de los depósitos de los hogares y, a partir de agosto de 2022, ha entrado en territorio positivo. Por último, no es probable que la revaloración de los títulos de deuda emitidos y de otros activos y pasivos que devengan intereses tenga un efecto significativo en las NII.

Para completar esta descripción resumida de la estructura de los balances de los bancos europeos, el patrimonio neto se ha mantenido estable en torno al 6% de los activos totales en los últimos años, con ligeros cambios en su estructura en favor de un mayor peso de las reservas, lo que refleja los esfuerzos realizados para capitalizar los resultados. Los bancos europeos han mantenido una ratio CET1 en torno al 14,5% en los años inmediatamente anteriores a la crisis pandémica, que aumentó un p.p. en 2020, en parte debido a la limitación de dividendos recomendada por el BCE ese año, y se mantuvo en el 15% en junio de 2022.

Los bancos europeos han resistido razonablemente bien el período de tipos demasiado bajos, incluso negativos, demasiado tiempo. Período durante el cual el margen de intereses neto solo cayó 20 puntos básicos de rendimiento sobre los activos totales hasta el 1,04% en junio de 2022. Los ingresos netos por intereses, NII, siguen siendo el principal determinante del resultado de explotación y en ningún momento ha descendido por debajo del 50% del resultado. Los ingresos por honorarios y comisiones, que ofrecen una rentabilidad equivalente al 0,6% del total de los activos y representan aproximadamente un tercio del total de los ingresos de explotación, se han mantenido prácticamente constante en proporción a los activos. Otras fuentes de ingresos operativos, los ingresos de negociación, *trading*, y las diferencias de tipo de cambio, son altamente volátiles.

RESUMEN EJECUTIVO

De cara al futuro, el efecto neto de tipos más elevados sobre los ingresos netos por intereses vendrá determinado por todos los factores mencionados anteriormente: (i) el crédito a hogares y empresas representa el 44% de los activos totales. La política monetaria antiinflacionista tiene por objeto reducir el volumen de este crédito; (ii) una proporción muy elevada de estos préstamos a empresas y hogares (57% a junio de 2022) no se revalorizará en los próximos 12 meses, (iii) los títulos valor, el 11% de los activos totales, son en su mayoría a tipo fijo y su contribución al margen solo aumentará cuando se renueven; (iv) a diferencia de los depósitos de los hogares, los depósitos corporativos muestran una respuesta más rápida e intensa al aumento de las tasas de interés. La competencia entre bancos y otras alternativas de inversión (fondos, por ejemplo) son la causa; (v) cerca del 17% de los activos totales del balance y el 8% de los pasivos están representados por saldos en bancos centrales cuya rentabilidad/ingresos será determinada por decisiones adoptadas por las autoridades monetarias, como acabamos de comentar; y (vi) un último grupo de activos y pasivos remunerados, la posición deudora neta de los bancos europeos con otras entidades de crédito e intermediarios financieros, son presumiblemente posiciones a corto y muy sensibles a las variaciones de los tipos de interés.

La confianza en los futuros ingresos netos por comisiones con la digitalización puede resultar excesiva, ya que están estrechamente vinculados a la actividad. Los bancos europeos han estado recortando gastos administrativos que, como proporción de los activos totales, son ahora 20 puntos básicos menores que hace solo cuatro años. A pesar de ello, las ratios coste ingreso, CTI, no han variado y muestran notables disparidades según el modelo de negocio de los bancos y las diferentes jurisdicciones. En un contexto inflacionario, no se puede esperar que la contribución de estos elementos a los beneficios globales mejore sustancialmente, y podría empeorar si no se toman medidas activas.

Volviendo a los resultados, al final del primer semestre de 2022, el ROA promedio para los bancos de la zona euro, el rendimiento de los activos, se situó en el 0,46%; una proporción que compara razonablemente bien con años anteriores a la crisis. Pero este no es el caso del ROE, el rendimiento del capital, que al 8% a junio de 2022, todavía está lejos de los niveles previos a la crisis de 2008 (por encima del 10%) y, aunque está creciendo es todavía inferior al coste del capital. Los bancos españoles muestran características similares a las descritas para los bancos europeos, en cuanto a la composición y evolución de sus balances y resultados y los riesgos a los que se enfrentan. Pero tienen un modelo de negocio particular, centrado en la banca comercial minorista y geográficamente diversificado. Por lo tanto, el margen de intereses juega para ellos un papel más importante en la evolución de la cuenta de resultados.

Finalmente, este artículo analiza las pérdidas por morosidad. La situación de partida es razonablemente positiva, la tasa de morosidad se encuentra en el nivel más bajo desde la crisis financiera mundial, se han mantenido los niveles de cobertura, el coste del crédito es aceptable y podría decirse que los bancos ya han absorbido, si no todo, gran parte del impacto de la pandemia. Algunos sectores se han visto especialmente afectados por el covid19 y la invasión rusa de Ucrania, pero el peso de estos sectores

en el crédito bancario no es elevado y, a diferencia del sector inmobiliario en 2008, no existe un riesgo significativo de concentración. Ciertamente, la inflación y la desaceleración económica tendrán su impacto en la morosidad y la capacidad de los bancos para gestionarla y hacer frente a las mayores necesidades de provisiones será decisiva para evaluar el alcance de la recuperación de los márgenes.

La Parte II trata de la política fiscal en la zona del euro, y comienza con las últimas novedades. En el capítulo 5, Gilles Mourre, DG Asuntos Económicos y Financieros (ECFIN), escribe sobre *The Commission's orientation for a reform of the European Union fiscal rules*, publicada en noviembre. Sobre la base de estas orientaciones y tras la discusión con los Estados miembros, la Comisión estudiará la posibilidad de presentar propuestas legislativas para orientar la política presupuestaria para el próximo período ya en el primer trimestre de 2023. Un objetivo muy ambicioso dada la reacción inicial de algunos gobiernos. En cualquier caso, existe acuerdo generalizado que las normas actuales son inadecuadas. Sus limitaciones pueden resumirse de la siguiente manera: (i) al basarse en variables no observables, las normas se han vuelto demasiado complejas, lo que dificulta la transparencia y la previsibilidad; (ii) carecen de control nacional; (iii) ofrecen incentivos limitados para reformas e inversiones, (iv) han operado de manera procíclica (v) y su historial de ejecución deja mucho que desear, cuando casi la mitad de los Estados miembros no han alcanzado nunca una situación presupuestaria prudente.

Mourre argumenta que el actual aumento de la deuda en relación con el PIB como resultado de la pandemia, la crisis financiera y la financiación necesaria para una economía digital, verde y climáticamente neutra, requiere nuevas reglas fiscales que salvaguarden la sostenibilidad fiscal y permitan inversiones estratégicas. Esta simple frase describe el núcleo de la propuesta de la Comisión, cuyo objetivo es integrar la política fiscal, las reformas estructurales y la inversión pública. La zona del euro necesita reglas presupuestarias que no solo garanticen la disciplina fiscal y eviten externalidades negativas, sino que también promuevan buenas inversiones. Un loable doble objetivo que permitiría a los Estados miembros soplar y sorber al mismo tiempo. Se podría argumentar, como hace este capítulo, que este doble objetivo de las reglas fiscales es el compromiso político necesario en la zona del euro, un segundo óptimo dada la realidad de la Unión. Pero también se podría cuestionar si este enfoque proporcionará credibilidad fiscal y, por lo tanto, estabilidad financiera sin recurrir constantemente a las intervenciones del BCE.

La revisión de la literatura económica sobre reglas fiscales ofrece ideas interesantes y permite constatar un creciente consenso académico que: (i) destaca la necesidad de un indicador operativo único anclado en un objetivo de deuda a medio plazo, (ii) subraya la conveniencia de una variable objetivo operativa sencilla y observable como el gasto nominal, y (iii) destaca la necesidad de acompañar las reglas fiscales en una unión monetaria con una facilidad fiscal de estabilización centralizada. Este último punto está, sin embargo, completamente ausente de la Comunicación de la Comisión, “dada la falta de consenso político sobre el tema”, un argumento sorprendente ya que supone que existe consenso sobre el resto de la propuesta. Y (iv), aunque las

dificultades de asegurar el cumplimiento de las reglas fiscales tienden a pasarse por alto en la literatura, está claro que los incentivos financieros son más fáciles que las sanciones y que una cuenta de control podría garantizar un mejor cumplimiento a medio plazo al permitir que los gobiernos compensen desviaciones positivas y negativas a lo largo del tiempo.

El elemento central de la propuesta de revisión del marco fiscal lo constituyen los programas estructurales fiscales nacionales a medio plazo. Un único indicador operacional anclado en una trayectoria de deuda pública sostenible serviría de base para establecer la senda de ajuste presupuestario y centraría la supervisión anual del cumplimiento de la regla. Este indicador único sería el gasto primario neto (financiado con recursos nacionales), es decir, el gasto neto de las medidas de ingresos discrecionales y excluidos los gastos por intereses y el gasto cíclico en desempleo. Los planes nacionales definirán la trayectoria de gasto primario neto plurianual acordada para garantizar la sostenibilidad de la deuda. La trayectoria fiscal así expresada en términos de gasto primario garantizará en situaciones normales una política fiscal anticíclica. Pero seguirán siendo necesarias cláusulas de escape claras para estabilizar la economía en situaciones excepcionales.

Este enfoque de medio plazo permitiría diferenciar entre los Estados miembros, según sus condiciones propias. Pero al mismo tiempo, los programas estructurales fiscales nacionales respetarán un marco común europeo, facilitando así la transparencia, la comparabilidad y la igualdad de trato entre los Estados miembros. En términos prácticos, la Comisión prepararía para los Estados miembros con un problema de deuda pública moderado, una trayectoria de referencia de ajuste fiscal en cuatro años en términos del gasto primario neto. La trayectoria de ajuste se calcularía para garantizar la sostenibilidad de la deuda pública. Una vez evaluado positivamente por la Comisión, el Consejo adoptaría el programa fiscal estructural a medio plazo de cada Estado miembro, incluida su trayectoria presupuestaria. La trayectoria fiscal contenida en estos programas sería vinculante para los presupuestos nacionales. Un cambio de gobierno no sería razón suficiente para reabrir el programa, pero el nuevo gobierno podría solicitar su reapertura.

Para los países con problemas de deuda significativos, como España, el período de ajuste de 4 años para situar la deuda en una trayectoria descendente podría extenderse hasta 3 años más, para facilitar la adopción de un paquete de inversiones y reformas significativas. Con esta prórroga, y siempre que se acuerde también ese paquete de reformas concreto y detallado, la Comisión pretende conseguir el acuerdo de los países fiscalmente más vulnerables. Mourre considera que este incentivo constituye un paso positivo para la apropiación nacional del programa de ajuste fiscal y facilita así su cumplimiento. Pero un escéptico bien podría recordarnos que precisamente este tipo de reformas estructurales que teóricamente fomentan el crecimiento estuvieron en el origen de los problemas de diseño y aplicación que debilitaron el Pacto de Estabilidad y Crecimiento ya en 2003. Para muchos economistas, es precisamente esa benigna interpretación de las normas fiscales para acomodar los intereses nacionales y sus prioridades políticas, la que está en la raíz de los problemas de credibilidad fiscal de la UE.

En la misma línea de aumentar la responsabilización nacional, la Comunicación de la Comisión encarga a la Autoridad fiscal independiente de cada Estado miembro que evalúe los supuestos subyacentes a sus planes de reforma y supervise su cumplimiento. Un desarrollo interesante sólo si se asegura su autonomía y se fortalece su capacidad técnica a través de una estricta vigilancia europea. No hay más que observar las dificultades ya constatadas con algunas Oficinas Nacionales de Estadística para mostrarse preocupado por las consecuencias no deseadas de confiar en autoridades nacionales para hacer cumplir las normas europeas.

Por último, dado que la propuesta de la Comisión da más margen de maniobra a los Estados miembros para diseñar sus propias trayectorias presupuestarias, es necesario un proceso de aplicación más estricto a escala europea. El procedimiento de déficit excesivo (EDP) permanecería sin cambios en caso de incumplimiento del valor de referencia del déficit del 3 % del PIB. Este procedimiento en caso de incumplimiento del criterio de la deuda se centraría ahora en las desviaciones de la trayectoria acordada de gasto neto. La Comisión utilizaría una cuenta de control nacional por cada Estado miembro para el seguimiento de las desviaciones acumuladas en el tiempo. El rango de sanciones se ampliaría agregando sanciones reputacionales, *name and shame*. Pero sin ninguna evidencia que lo avale, la propuesta es demasiado optimista sobre la capacidad de las sanciones reputacionales para asegurar la estabilidad fiscal y supone también que las sanciones financieras, las multas, una vez limitadas considerablemente en su cuantía serían más fáciles de aplicar.

El capítulo 6 adopta un enfoque diferente y analiza el ejemplo más significativo de la política fiscal europea. Juan Pablo Riesgo y Luis Socías escriben *A forward-looking assessment of NextGeneration EU deployment in Spain*. El Plan Europeo de Recuperación Económica, ampliamente conocido como Next Generation EU, es la piedra angular de la respuesta europea al Covid-19. La UE movilizó en sólo cuatro meses casi 2 billones de euros para acelerar la recuperación de la economía europea tras la pandemia y facilitar la transición a una economía más digital, ecológica y sostenible. El instrumento principal es el denominado Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia (el Plan) presentado por el Gobierno español a la Comisión Europea en abril de 2021 y aprobado en junio. En este capítulo se repasan los principales compromisos asumidos -la friolera de 110 inversiones y 102 reformas estructurales, que comprenden un total de 415 hitos y objetivos. Compromisos que definirán la política económica española hasta al menos 2026. La liberación de los fondos europeos está condicionada al cumplimiento de los hitos de reforma y de los objetivos de inversión.

Aunque el diagnóstico inicial que articulaba las reformas y las inversiones era adecuado, el Plan es, desgraciadamente, sólo el plan de este Gobierno, dada la falta de participación y respaldo formal del Parlamento, de los gobiernos autonómicos y de los interlocutores sociales, especialmente el empresariado. Un año y medio después de su aprobación, el éxito del plan es cuestionable, empañado por la lentitud en la adjudicación de los fondos a la economía real, las crecientes dudas sobre la eficacia y eficiencia de algunas de las inversiones contempladas, y la incertidumbre y cautela sobre la falta de ambición de las primeras reformas.

La idea de apuntalar la industria europea y su autonomía estratégica, traducida en el Plan España en proyectos estratégicos conocidos como PERTEs, por sus siglas, no está dando los resultados esperados en 2022, particularmente en sectores de gran importancia estratégica para la economía española como la automoción. Además, el Gobierno ha sido incapaz de superar dos importantes obstáculos: su propia falta de agilidad administrativa y capacidad de absorción, y la lentitud para desplegar la principal herramienta diseñada para una gestión y control transparentes de los fondos: la Plataforma CoFFEE.

En el capítulo de las reformas, España tenía una oportunidad de oro para abordar unas pocas reformas estructurales especialmente relevantes, y ya muy diagnosticadas, con potencial para tener un impacto decisivo en su modelo económico y social. Pero el Gobierno decidió no hacerlo y optó por una larguísima lista de medidas de pequeño impacto. Este enfoque da una falsa impresión de activismo y permite unas magníficas relaciones públicas, pero se queda corto a la hora de mejorar la competitividad, la resiliencia y la solvencia del país, a pesar de la valoración positiva inicial de la Comisión Europea. Una valoración sorprendente, porque este enfoque frontalmente con toda la teoría y experiencia de condicionalidad en los programas de ajuste estructural del FMI, el Banco Mundial, e incluso de la Troika europea con el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera, y el MEDE.¹⁹ Riesgo y Socías argumentan algo parecido con el frustrante ejemplo de la reforma de las pensiones.

Al evaluar la aplicación de los planes de inversión en España, los autores señalan cuatro áreas de mejora. En primer lugar, la necesidad de que los fondos lleguen más rápidamente a la economía real. Suecia, Francia y Alemania destacan por la ejecución en 2021, en torno al 30% del total de los fondos que tienen asignados, frente al 3,47% de España y el 2,58% de Italia. Este retraso no ha variado en 2022. Los datos oficiales de ejecución presupuestaria a 30 de septiembre muestran que sólo se había desembolsado el 22% de los fondos presupuestados para ese año, de los cuales el 31% sólo se habían transferido a las administraciones regionales y locales pero no han llegado a la economía real. Es importante señalar que no existe un repositorio oficial de información de estos fondos, una falta de transparencia que debería abordarse urgentemente. Por lo tanto, este capítulo se basa en estimaciones recopiladas de forma privada por instituciones relevantes como EsadeEcPol y EY, a través de su Observatorio NextGenEU España, y la patronal empresarial española, CEOE, a través de su Oficina de Proyectos Europeos.

En segundo lugar, el impacto transformador e innovador de los proyectos aprobados parece ser marginal. Una excepción digna de mención es el Kit Digital para apoyar a las PYME, puesto en marcha con un enfoque novedoso. En tercer lugar, la comunidad empresarial ha clamado contra la falta de flexibilidad en el diseño de las convocatorias de financiación. Es importante tener en cuenta que, antes del NGEU, la mayoría de las pequeñas empresas nunca habían participado en una licitación pú-

¹⁹ Véase BCE, Occasional Paper 235, 2019, *Conditionality and design of IMF-supported programmes*, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecb.op235-e70851374f.en.pdf>

blica. Y cuatro, como ya se ha mencionado, la escasez de información oficial sobre la cantidad de fondos que llegan a la economía real, el último informe oficial data de agosto de 2021.

Los proyectos estratégicos de reactivación económica, los PERTEs, son una de las mayores novedades del paquete NGEU en España y uno de los instrumentos llamados a tener mayor impacto. Hay que alabar al Gobierno por esta nueva herramienta de colaboración público-privada, inspirada en los Proyectos Europeos de Interés Común (PIC). Desde diciembre de 2021, se han aprobado un total de 11 proyectos estratégicos, por un importe total de más de 30.000 millones de euros de inversión pública. Sin embargo, los autores denuncian algunos problemas que han mermado el potencial inicial de este instrumento: (i) lentitud en la puesta en marcha y errores en la publicación de las licitaciones, (ii) incoherencias en las convocatorias en cuanto al alcance de la responsabilidad solidaria, (iii) dificultades de las pymes para conseguir las garantías exigidas, (iv) escasa implicación del sistema financiero, (v) plazos ajustados para la presentación de solicitudes complejas y detalladas, y (vi) requisitos técnicos específicos de licitación demasiado estrictos.

Para concluir este capítulo, los autores ofrecen una lista de recomendaciones para mejorar el despliegue del FRR, con el fin de garantizar que alcance todo su potencial y constituya el éxito que tanto la economía española como la UE necesitan. Entre ellas se incluyen: reforzar el consenso político, social y territorial; fortalecer la ambición y el enfoque reformista, en línea con las Recomendaciones Específicas del Semestre Europeo; maximizar el uso de los incentivos fiscales como la única herramienta eficaz para acelerar el despliegue y alinear el plan del gobierno con los intereses empresariales; acelerar la digitalización de los procedimientos de la Administración; incorporar nuevos proyectos de inversión a gran escala en capital humano; implicar al sector financiero; y mejorar la transparencia y *accountability*.

En el capítulo 7, Mario Alloza, economista, y Ángel Gavilán, director general de Economía y Estadística del Banco de España, escriben *Towards a normalisation of fiscal policy*, un estudio sobre cómo adaptar la política fiscal europea al nuevo entorno inflacionista. La Comisión Europea había sugerido que la cláusula de escape del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) podría desactivarse ya en 2023, pero la invasión de Ucrania cambió drásticamente las perspectivas europeas y la desactivación se pospuso un año.

En este capítulo se analiza en primer lugar cómo debe responder la política fiscal de la UE a las elevadas y persistentes presiones inflacionistas, al deterioro continuado de las finanzas públicas (tras el considerable estímulo fiscal para contrarrestar la crisis financiera y la pandemia), a un grado considerable de incertidumbre y a una crisis energética. Un debate que podría resumirse en los siguientes principios: (i) debe evitarse un impulso fiscal generalizado, porque el espacio fiscal es relativamente limitado y porque exacerbaría las presiones inflacionarias actuales; (ii) el apoyo fiscal debería dirigirse exclusivamente a los hogares de más bajos ingresos —los más afectados por la inflación— y a las empresas más vulnerables a las perturbaciones de la energía y las materias primas; (iii) las medidas fiscales deberían ser temporales, a fin de evitar cualquier deterioro estructural adicional de las cuentas públicas; (iv) deben

evitar cualquier distorsión significativa de las señales de precios o de los incentivos de los agentes económicos, y (v) dado el elevado nivel actual de incertidumbre, sería deseable ajustar rápidamente la orientación general de la política fiscal. Además, el fortalecimiento de la sostenibilidad de las finanzas públicas requeriría la definición temprana de un plan plurianual de consolidación fiscal que genere certidumbre y confianza en las políticas públicas.

Con el fin de mejorar la estabilidad de la Eurozona a medio plazo, los autores discuten también cómo reformar la arquitectura fiscal de la UE. Acabamos de comentar los principales elementos de la propuesta de nuevas reglas fiscales de la Comisión, Alloza y Gavilán acogen con satisfacción algunas de sus ideas, como el intento de simplificar las normas y de permitir diferentes velocidades de ajuste hacia objetivos comunes a medio plazo. Pero “hay varias incógnitas críticas, como el papel preciso que desempeñarán los análisis de sostenibilidad de la deuda (DSA), cómo se diseñarán los programas marco de reducción de la deuda y cuán efectivo será el nuevo marco para garantizar el cumplimiento”.

El marco europeo de gobernanza fiscal debería también completarse para ampliar los canales de reparto de riesgos. En particular, argumentan que el programa temporal SURE, puesto en marcha para mitigar los riesgos de desempleo a consecuencia del Covid, debería hacerse permanente y debería extenderse el plazo para el programa NGEU para evitar un impulso fiscal (inflacionario) excesivo en los próximos trimestres. De manera más general, deberían establecerse nuevos acuerdos permanentes de financiación conjunta para garantizar las inversiones necesarias para la provisión de más bienes públicos europeos. Por último, la UE necesitaría complementar la política monetaria única con una facilidad fiscal centralizada, con capacidad de recaudación de ingresos y de endeudamiento.

Los autores analizan luego las finanzas públicas españolas como ejemplo de un país de la UE altamente endeudado y argumentan por qué la aplicación de un plan gradual de consolidación fiscal debe comenzar de inmediato. España va camino de cerrar 2022 con una ratio deuda/PIB superior al 110%, unos 20 p. p. del PIB superior a la de finales de 2019, antes de la pandemia, y muy por encima de los niveles medios europeos. La dinámica de la deuda pública española ha venido determinada principalmente por los déficits fiscales recurrentes y sostenidos, la mediana del saldo fiscal español desde 1995 ha sido del -3,9% del PIB, con un déficit promedio del -4,2%. La ratio deuda pública/PIB ha aumentado 58 p. p. desde 2011. El deterioro fiscal también se ha observado a nivel estructural, con un aumento de 1,1 p. p. del déficit estructural respecto a 2019 (el déficit estructural primario también aumentó hasta el 2,3%, frente al 0,8% de 2019). Además, las políticas fiscales, en general, han sido incapaces de aprovechar los buenos tiempos para crear colchones suficientes. A modo de ejemplo, la política fiscal en España sigue siendo expansiva en la actualidad, a pesar del fuerte crecimiento. Incluso una reducción del déficit público estructural de alrededor de medio punto del PIB en 2023 no sería suficiente para compensar la contribución estimada de los fondos NGEU al crecimiento del PIB en 2023 (alrededor de 0,6 p. p.) y el impulso fiscal neto seguiría siendo positivo.

Este aumento sistemático del nivel de endeudamiento público plantea considerables riesgos macroeconómicos. En primer lugar, el excesivo apalancamiento público perjudica la capacidad de estabilización de la política fiscal. Además, los aumentos de la deuda pública más allá de un umbral “prudente” tienden a generar mayores vulnerabilidades a los cambios repentinos en el sentimiento del mercado. En segundo lugar, mantener altos niveles de deuda pública genera distorsiones macroeconómicas que obstaculizan el crecimiento. Además del conocido efecto desplazamiento, *crowding out*, el elevado endeudamiento acaba dando lugar a impuestos distorsionadores o recortes en el gasto público productivo. En tercer lugar, la existencia de niveles excesivos de deuda pública podría ralentizar la recuperación después de una crisis financiera. En cuarto lugar, el cumplimiento de la nueva herramienta anti-fragmentación del BCE (TPI) y de la nueva gobernanza fiscal europea nos obligarán a enfrentar la consolidación fiscal. En quinto lugar, la diferencia entre el rendimiento de los activos seguros (r) y la tasa de crecimiento del producto (g) puede estar cambiando estructuralmente de signo, de negativa a positiva, lo que plantea nuevos riesgos para la sostenibilidad fiscal en los países muy endeudados.

En resumen, el elevado nivel actual de endeudamiento público en España, junto con el aumento de los costes del envejecimiento, resultan en un déficit estructural constante que podría conducir la ratio deuda pública/PIB hacia trayectorias inestables. Los autores presentan algunas simulaciones de esa trayectoria, realizadas por el Banco de España bajo diversos supuestos sobre el crecimiento económico futuro y la evolución de los tipos de interés. Estas simulaciones ilustran claramente la importancia de implementar pronto una consolidación fiscal ambiciosa para permitir que estos desequilibrios se corrijan gradualmente y sean sostenibles.

Este artículo presenta también algunas ideas sacadas de la investigación fiscal más reciente sobre cómo mejorar las posibilidades de éxito en los procesos de consolidación fiscal. En primer lugar, la política fiscal podría ser más impactante de lo que se pensaba, lo que implica que la velocidad y el calendario de las consolidaciones fiscales deben calibrarse cuidadosamente. En segundo lugar, la composición de la política fiscal importa: los recortes del gasto público tienden a ser menos perjudiciales en términos de crecimiento económico que los aumentos de impuestos. Además, las consolidaciones que están fuertemente sesgadas hacia el gasto productivo pueden tener efectos duraderos en la producción. En tercer lugar, las interacciones entre las políticas fiscal y monetaria son clave para encontrar la combinación óptima que estabilice la producción. De hecho, en un escenario de alta inflación, el endurecimiento monetario funciona mejor si está respaldado por la expectativa de un ajuste fiscal, para evitar que los desequilibrios fiscales actuales alimenten el proceso inflacionista. En cuarto lugar, el deterioro de las finanzas públicas y la política monetaria restrictiva pueden dar lugar a cambios “pesimistas” en las expectativas de los agentes, acelerando el deterioro de las finanzas públicas a través del canal de las primas de riesgo soberano. En quinto lugar, la pronta resolución de la incertidumbre en torno a la composición y el calendario de los futuros paquetes de consolidación fiscal podría tener un impacto positivo en la producción y el bienestar. Y sexto, aunque la inflación

pueda ayudar inicialmente en la consolidación fiscal, las tasas de interés de la nueva deuda a menudo aumentan lo suficientemente rápido como para compensar todo o parte del efecto positivo de la inflación.

Para terminar este artículo, se ofrecen algunas pautas para la elaboración de un plan de consolidación fiscal para España. En primer lugar, la normalización de las finanzas públicas no debe lograrse aplicando las mismas normas a todos los tipos de gasto. Por el contrario, debe hacerse hincapié en la composición del gasto. No obstante, hay un amplio margen para aumentar la eficacia de muchas políticas de gasto. En segundo lugar, un plan de normalización fiscal riguroso y ambicioso debería revisar a fondo el diseño actual de la política tributaria. En particular: (i) España obtiene menos ingresos como porcentaje del PIB de los impuestos indirectos y el impuesto efectivo sobre el consumo es menor; (ii) hay un margen comparado considerable para aumentar los impuestos relacionados con el medio ambiente; (iii) deben reconsiderarse cuidadosamente todos los beneficios fiscales existentes y (iv) España debe continuar coordinando y armonizando internacionalmente la fiscalidad corporativa y digital. Por último, la aplicación de ambiciosas reformas estructurales contribuiría significativamente al plan de saneamiento presupuestario. Si una cuidadosa selección de los proyectos NGEU fuera acompañada de diversas reformas estructurales en el mercado de productos y de trabajo, la tasa de crecimiento potencial de la economía española podría ser 1 p. p. superior.

La Parte III cubre las nuevas prioridades y desafíos regulatorios para el sistema financiero de la zona euro. En el capítulo 8, Francisco Uría, Director global de banca y mercados de capitales en KPMG, escribe sobre *Crypto asset regulation: a risky delay*. Desde hace años, el fenómeno cripto ha permanecido sin regulación, a pesar de suponer competencia desleal y dejar desprotegidos a consumidores e inversores. Al igual que en el caso de la banca en la sombra, su rápido crecimiento puede explicarse precisamente por esta falta de regulación, una política monetaria muy laxa, la búsqueda de un sistema financiero alternativo y un cierto enamoramiento con la tecnología. Este capítulo argumenta que hay un elemento importante de desconfianza en los gobiernos y de fe en la tecnología que ha creado “verdaderos creyentes” en un mundo cripto que evitaría mecánicamente la interferencia política. Y llama al “matrimonio” entre las nuevas posibilidades que brindan estas tecnologías y nuestro sistema legal básico para que esta “revolución cripto” pueda tener lugar.

Los criptoactivos aparecieron con la creación de Bitcoin (2008), coincidiendo con la crisis financiera mundial. Desde entonces, el volumen de criptoactivos en circulación se ha multiplicado por trece. El endurecimiento de la política monetaria adoptado por los principales bancos centrales para combatir la inflación ha provocado drásticas correcciones en las valoraciones de las criptomonedas y la crisis de algunos de los intermediarios más importantes. Parte de lo sucedido tiene que ver con el ciclo tradicional de auge y caída de toda burbuja financiera. Otra parte con el hecho de que algunos de los jugadores cripto estaban muy alejados, en cuanto a su organización, procedimientos y controles internos, de los estándares mínimos de funcionamiento establecidos hace muchos años en el sector financiero tradicional. Y una última parte,

no marginal, con las crecientes demandas regulatorias a los intermediarios cripto para prevenir la evasión fiscal, el lavado de dinero y la financiación del terrorismo y las actividades ilegales, especialmente tras la aplicación de sanciones financieras a Rusia.

El laxo enfoque inicial para regular las cripto finanzas ha cambiado considerablemente y el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB) se ha comprometido a adoptar estándares internacionales para 2023. La Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO) también ha iniciado acciones destinadas a la publicación de normas en 2023. Pero muchos países han decidido no esperar y proporcionar criptoactivos y servicios relacionados con regulación propia, lo que ha conducido a la fragmentación y frecuente incoherencia de esas nacientes regulaciones nacionales. Todas estas iniciativas vienen con mucho retraso, una vez que millones de personas en todo el mundo ya han invertido en criptoactivos. Es cierto que estos inversores han ignorado las recomendaciones de los reguladores para que los inversores minoristas se abstengan de este mercado. Pero las pérdidas infligidas no serán marginales, y podrían tener un impacto significativo en la credibilidad y reputación de los reguladores financieros de todo el mundo.

La Unión Europea pronto se dio cuenta de la necesidad de esta regulación y ha avanzado en la regulación de los mercados de criptoactivos con la propuesta del Reglamento MICA. Este nuevo Reglamento respalda el principio de neutralidad tecnológica y, por lo tanto, es complementario de otras normas europeas, principalmente MIFID II. El Reglamento MICA está pensado para llenar el vacío existente debido a la no aplicación de estas reglas actuales a otros tipos de criptoactivos. Sin embargo, la aplicación efectiva se ha retrasado incomprensiblemente hasta después de 2024, mucho más allá de lo razonable.

MICA tiene cuatro objetivos generales: seguridad jurídica, apoyar la innovación, proteger a los consumidores e inversores y la integridad del mercado y, por último, garantizar la estabilidad financiera. Define los criptoactivos como “una representación digital de valor o de derechos que pueden transferirse y almacenarse electrónicamente, utilizando tecnología de contabilidad distribuida o tecnología similares”. El capítulo describe ampliamente los criptoactivos que caerían dentro del ámbito de aplicación de MICA: *tokens* respaldados por activos, *tokens* de dinero electrónico (o *e-money-token*) y *tokens* de servicios. Para estas actividades, MICA establece reglas en los siguientes campos: (i) requisitos de transparencia e información en relación con la emisión y admisión a negociación de criptoactivos; (ii) autorización y supervisión de los proveedores de servicios de criptoactivos, los emisores de *tokens* respaldadas por activos y los emisores de *tokens* de dinero electrónico; y (iii) funcionamiento, organización y gobernanza de los emisores de *tokens* vinculadas a activos, los emisores de *tokens* de dinero electrónico y los proveedores de *tokens* de servicios.

Además de estas normas “administrativas”, por así llamarlas, el Reglamento MICA también contiene (i) normas de protección del consumidor en relación con la emisión, el comercio, el intercambio y la custodia de criptoactivos; y (ii) medidas destinadas a prevenir el abuso de mercado, a fin de garantizar la integridad de los mercados de criptoactivos. Estas son reglas de gran importancia. Si hubieran estado en vigor y

fueran aplicables, podrían haber ayudado a evitar algunas de las turbulencias y quiebras que se han producido al final del año. A pesar de sus limitaciones, no cabe duda de que, una vez que se aplique MICA, Europa dispondrá de un marco de seguridad jurídica razonable que permitiría el desarrollo relativamente seguro de estas actividades.

Para concluir, el autor considera razonable distinguir entre tres tipos de productos cripto que, teniendo un perfil de riesgo-recompensa muy diferente, deberían tener un tratamiento regulatorio igualmente distinto: (i) la aparición de criptoactivos derivados del uso de tecnologías DLT y, sobre todo, blockchain, que debe verse como una innovación positiva, que necesita un marco regulatorio de protección, (ii) el mundo de las criptomonedas, en el que debe hacerse una distinción entre “monedas estables” y otras, y sobre las que existen dudas razonables sobre si, dados sus riesgos, podría limitarse (e incluso prohibirse) su uso, como ya ha sucedido en algunos mercados nacionales, y (iii) las discusiones y los trabajos preparatorios para la futura creación de una CBDC europea, el euro digital.

En el capítulo 9 y último, Carolina Albuérne, socia del despacho Uría Menéndez, escribe sobre *Prudential tools and transition risks in the EU: Can the two boxes be ticked simultaneously?* La transición a una economía menos intensiva en carbono plantea riesgos significativos para el sector financiero. Los reguladores y supervisores financieros de todo el mundo están tomando constantemente medidas rápidas y decisivas para abordar los riesgos climáticos. En particular, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS) ha publicado recientemente la versión final de sus estándares sobre cómo deben los bancos gestionar los riesgos financieros climáticos, y los supervisores la supervisión de los mismos. El Banco Central Europeo (BCE) publicó su propia Guía sobre la gestión de los riesgos climáticos a finales de 2020. Algunos supervisores ya han llevado a cabo un examen horizontal de las prácticas de los bancos para cumplir con las normas establecidas por los supervisores. Los reguladores han introducido nuevos estándares de divulgación prudencial que incorporan los riesgos climáticos. Además, los supervisores bancarios han realizado ya ejercicios de pruebas de estrés climático tanto desde la dirección y el Consejo como desde el día a día de la gestión de riesgos. La mayoría de los supervisores están integrando actualmente la evaluación de los riesgos climáticos en sus actividades regulares. Tanto los supervisores como los bancos ya han realizado enormes esfuerzos y, como resultado, han logrado avances significativos en la comprensión, medición, gestión y supervisión de los riesgos climáticos.

Sin embargo, el enfoque de la regulación y supervisión de los riesgos climáticos ha sido hasta ahora fundamentalmente cualitativo. En este capítulo se examina la viabilidad de establecer requisitos cuantitativos. En particular, se analiza la ratio de activos verdes, GAR, los planes de transición de carbono CTP y la posible introducción de requisitos de capital climáticos. Estas herramientas comparten algunas características comunes. En primer lugar, animan a los bancos a actuar como aceleradores en el proceso de transición energética, por lo tanto, son herramientas que no se basan principalmente en el riesgo financiero. En segundo lugar, pueden también contribuir a mitigar el riesgo de transición para los bancos, ya que los activos más sostenibles están en principio menos expuestos a este tipo de riesgo. En tercer lugar, estas medidas

obligan a los bancos a incentivar a sus clientes a hacer su propia transición y a que ayuden a los países a cumplir sus objetivos de emisiones de carbono. En cuarto lugar, también pueden contribuir a aumentar otros riesgos. En concreto, estas medidas pueden interferir con el marco prudencial, estableciendo incentivos para que los bancos aumenten sus activos verdes a expensas de su perfil de riesgo. Como resultado, el riesgo de implementar políticas de orientación y dirección del crédito no es despreciable. Cuando se orienta el crédito a actividades determinadas, la asignación de capital por parte del sector financiero no está determinada estrictamente por consideraciones de riesgo-beneficio, sino también por otros criterios políticos, sociales o ambientales, que tienen un efecto distorsionador sobre la disponibilidad de crédito y sobre la fijación de precios del mismo.

La primera herramienta analizada en este capítulo es la divulgación obligatoria del GAR. La mecánica GAR es teóricamente simple: los bancos deben estimar y divulgar la proporción de sus activos que son verdes, de acuerdo con los criterios comunes de la UE. *Caeteris paribus*, cuanto mayor sea el indicador, mayor será la contribución que el banco está haciendo a la sostenibilidad. Hasta ahora, el GAR no incluye ningún requisito o umbral mínimo concreto, pero se espera que los bancos puedan reportar aumentos sistemáticos en sus GAR. Los inversores deberían poder obtener rápidamente una instantánea de cómo se alinea los distintos bancos con la taxonomía verde, por lo tanto, con la sostenibilidad, empujando así a los bancos a renovar sus esfuerzos ecológicos, para acomodarse a las supuestas preferencias de sus clientes

Sin embargo, las cosas son un poco más complicadas. La metodología de cálculo, explicada en detalle en el texto, plantea un problema básico: los bancos con una composición de cartera que sobre pondera activos incluidos en el denominador pero excluidos en el numerador informarán sistemáticamente niveles de GAR más bajos y no podrán actualizar el GAR de estas carteras. Esto afectará principalmente a los bancos con carteras materiales en terceros países o préstamos significativos a pymes y préstamos al consumo, que no están incluidos en la taxonomía de la UE. En estos casos, el GAR puede privar efectivamente a estos segmentos de los fondos que necesitan para sus operaciones. Para abordar este problema, el GAR se ha complementado con un indicador adicional, el *Banking Taxonomy Alignment Ratio* (BTAR), donde se permite a los bancos publicar cómo las exposiciones específicas que se excluyen del numerador GAR están alineadas con la taxonomía de la UE.

Aun así, los efectos de la divulgación obligatoria del GAR pueden ser problemáticos para los bancos. Los inversores y determinados grupos de interés pueden presionar efectivamente a los bancos para que cambien sus modelos de negocio. En una era en la que el capitalismo de las *stake holders* es el mantra, esto puede conducir a un aumento en el apetito de riesgo de los bancos hacia segmentos específicos del mercado de préstamos verdes, que a su vez pueden alimentar peligrosas burbujas de activos verdes. Análogamente, estos mismos incentivos pueden privar a sectores económicos clave de la financiación necesaria. Por último, el hecho de que la divulgación del GAR sólo sea obligatoria en Europa puede poner en peligro la posición competitiva de los bancos europeos.

Los planes de transición de carbono, CTP, también se están discutiendo estos días en el marco del nuevo paquete regulatorio de la UE (CRDVI). Conceptualmente, los bancos deberán definir, sobre una base consolidada, sus objetivos de intensidad de carbono para el conjunto de sus actividades. Estos objetivos habrán de ser complementados con las necesarias acciones, políticas, procedimientos e infraestructura para recopilar y gestionar una gran cantidad de datos. Se espera que estos planes estén basados en la medición del riesgo y, por lo tanto, los bancos deberán medir sus objetivos contra diferentes escenarios. Los planes serán revisados por el supervisor prudencial, que podrá integrar la evaluación de los CTP en su evaluación supervisora periódica.

Estos planes de transición de carbono se encuentran todavía en una etapa muy incipiente. Sin embargo, hay ya varias preguntas fundamentales sobre cómo deben prepararse estos planes. Preguntas relacionadas con el establecimiento de objetivos, la disponibilidad de datos y el papel en el marco general de supervisión. El verdadero elefante en la habitación con respecto a los CTP es la disponibilidad y comparabilidad de datos suficientes para apoyar la credibilidad de los objetivos y las acciones que se derivan de ellos. Estas acciones podrían cambiar la estructura de la cartera de activos a medio plazo de una manera que no esté guiada por la rentabilidad ni por el riesgo. Es importante aclarar pronto si estos planes deben ser hechos públicos a la comunidad inversora o sólo revelarse al supervisor. Por último, preocupa cómo se puede materializar este nuevo requisito sin imponer un injustificado procedimiento burocrático adicional y costoso.

Este capítulo trata finalmente de la utilización de los requisitos de capital para acelerar la transición hacia una economía más sostenible. A nivel internacional, el Comité de Basilea no ha mostrado ninguna voluntad de cambiar el marco de Basilea III en esa dirección, argumentando que el régimen prudencial debería basarse exclusivamente en el riesgo, ya que cualquier desviación de este principio tiene el potencial de socavar su credibilidad y fiabilidad. Pero la reciente normativa europea obliga a la EBA a evaluar si estuviese justificado un tratamiento prudencial de los activos asociados con los objetivos ambientales y/o sociales.

En principio, hay dos opciones disponibles. La primera, y más popular, es definir ponderaciones de riesgo más bajas para los activos verdes, un factor de apoyo. La segunda aumentaría las ponderaciones de riesgo para aquellos activos que se identifiquen como “marrones”. Este capítulo se centra en los factores de apoyo verdes, ya que en general se consideran más viables, y revisa la experiencia del Banco Nacional de Hungría, hasta ahora el único que ha introducido un factor de apoyo verde para préstamos de vivienda y para exposiciones corporativas y municipales en 2019 como parte de la regulación del ICAAP. El principal efecto de la implementación de un factor de apoyo verde será una reducción en los requisitos de capital para las exposiciones crediticias consideradas verdes, por lo que incentivaría a los bancos a aumentar los créditos a esos sectores y actividades y/o a reducir los tipos de interés para estos préstamos. Pero la introducción de este régimen tiene también inconvenientes significativos. Asume una relación directa, no observable, entre riesgo y sostenibilidad. Pero lo

más importante es que ignorar las consideraciones basadas estrictamente en riesgos al definir el marco prudencial sienta un precedente peligroso y señala el camino hacia un modelo regulatorio de crédito dirigido. En cualquier caso, deben considerarse cuidadosamente varios elementos fundamentales a la hora de diseñar estos factores de apoyo verde: (i) la definición exacta del alcance del programa, qué activos verdes se incentivarían; (ii) el alcance y el importe de los beneficios, (iii) el tipo de requerimientos de capital, ya que, en principio, podría aplicarse un factor de apoyo ambiental a través de los requisitos del Pilar I o del Pilar 2 obligatorio (P2R), o incluso de la orientación del Pilar 2 (P2G), y (iv) el carácter voluntario o vinculante del régimen.

El capítulo concluye con una nota de precaución. En cada uno de los tres instrumentos de política analizados, habría que alcanzar un equilibrio entre una supervisión prudencial y la aceleración de la transición hacia una economía más sostenible. Elegir el conjunto adecuado de medidas es y será clave en los próximos años, para la competitividad, rentabilidad y solvencia del sistema bancario europeo y, por lo tanto, para su capacidad de servir a sus clientes y contribuir al bien público, la descarbonización, pero también al crecimiento económico y la prosperidad.

3. LAS LECCIONES DE DIEZ AÑOS ESTUDIANDO CÓMO CONSTRUIR LA UNIÓN MONETARIA EUROPEA.

Este Anuario terminaba siempre con mis diez lecciones europeas del año. Este año podrían resumirse en una, la Unión necesita mantener su determinación política para avanzar juntos en un entorno cada vez más fragmentado y volátil, tanto política como económicamente. Pero esta es la décima edición del Anuario y me ha parecido más oportuno revisar nuestras contribuciones al debate europeo en estos años. Para ello, he elegido un artículo de cada edición. Es una selección personal que quiere destacar las principales ideas aportadas cada año y el calibre y diversidad de los colaboradores que han participado en él. Es una selección un tanto injusta, porque éste ha sido siempre un proyecto colectivo y he sido extremadamente afortunado de reunir a un número impresionante de colegas de muy diversos orígenes, perspectivas y posiciones profesionales. Pero como editor, me compete elegir y me he guiado por la relevancia de nuestras contribuciones históricas a las realidades políticas de hoy. He comenzado esta selección con una referencia a dos estudios previos sobre la naturaleza de la crisis del euro, que, aunque no son formalmente un Anuario, constituyeron la base de este proyecto de investigación.

Comenzamos en 2011 estudiando *La crisis en Europa, una crisis de deuda soberana o una crisis del euro*, y Luis Garicano y Tano Santos escribieron sobre *La crisis de la eurozona, un bucle diabólico entre el sistema financiero y la deuda soberana*, donde ya determinaron la necesidad de fortalecer la Unión con un mecanismo de resolución de crisis para hacer frente al riesgo de fragmentación financiera estructural o “una posible ruptura de la Unión que siempre estará con nosotros”. En 2012, publicamos *The Institutional architecture of the refoundation of the euro*. Y José Manuel Campa escribió

The Construction of Europe, Towards a European Treasury, haciendo hincapié en que los avances hacia una unión fiscal eran el paso que faltaba para una unión monetaria estable, para que el BCE pueda aplicar la política monetaria sin consideraciones cuasi fiscales, sin el riesgo de dominancia fiscal que diríamos hoy. En esencia, abogaba por “la creación de un instrumento financiero con la capacidad de convertirse en la referencia para el coste de financiación en toda la zona euro”, lo que hoy llamaríamos un eurobono. La emisión y gestión de este activo seguro en euros requerirá la creación del Tesoro para la zona euro.

La primera edición del Anuario se publicó **en 2013, cuando la** Unión todavía estaba lidiando con las consecuencias económicas y sociales de la crisis del euro, y la credibilidad de las instituciones europeas era ampliamente cuestionada, debido a su supuesto déficit democrático. Después de haber establecido en los años anteriores las reformas institucionales necesarias en la Unión Monetaria, queríamos destacar la dimensión política del proyecto del euro. Por eso le pedimos a José Ignacio Torreblanca y Josep Piquer que escribieran *The New Political Geography of the Euro*, una reflexión sobre cómo la crisis del euro había cambiado la naturaleza de la Unión Europea e insistimos en la necesidad de ganar legitimidad y apoyo popular para hacer posible una mayor integración de las políticas económicas. Nuestro objetivo era subrayar que el euro era un proyecto político que requería transferencias adicionales de soberanía, que el Tratado de Maastricht era sólo el comienzo de un largo camino hacia una Unión monetaria estable y duradera.

En 2014, después de que la UE y el BCE, en respuesta a la profundidad y duración de la crisis del euro, implementaran apresuradamente sus primeros programas de rescate que hacían de mecanismo de resolución de crisis de la UEM, llegó el momento de evaluar y reflexionar sobre su racionalidad y eficacia. Así, en el Anuario publicado en 2015, Guntram Wolf escribió *Assessing the financial assistance programmes*. Básicamente, la literatura económica mide el éxito o el fracaso de estos programas con dos criterios diferentes. El primero analiza si el país recupera el acceso a los mercados de capitales y la confianza de los inversores. Con este criterio, Irlanda y Portugal tuvieron pronto **éxito**, Chipre tardó un poco más y en Grecia la política impidió cualquier normalización de la economía del país durante demasiado tiempo. El segundo criterio es más político y se refiere a la percepción pública sobre la magnitud deseable de los ajustes fiscales, y la cantidad y el precio de la ayuda externa necesaria. Sobre la base de este criterio, la recuperación de la balanza de pagos fue más rápida de lo esperado, debido a la magnitud de los ajustes internos, la caída de la demanda interna y el aumento del desempleo fueron mucho mayores de lo previsto, como suele ser el caso. Si ello se debió a errores en el diseño de los programas, falta de experiencia técnica, un marco institucional inadecuado o cambios en las circunstancias externas, un contexto imprevisto de deflación general y recesión en Europa sigue siendo un tema de acalorado debate académico y político.

En cualquier caso, la resolución y determinación de la UE fueron capaces de convertir la posibilidad de abandonar voluntariamente el euro en una crisis y/o la expulsión de la Eurozona, en nada más que una anécdota histórica. La Unión aprendió

que el contagio es un hecho y que una ruptura no puede contenerse, y los distintos Estados miembros aprendieron que la vida fuera de la UEM es peligrosa e inestable. La cuestión que sigue sin resolverse es la distribución de los costes entre los Estados miembros, la Unión y los acreedores extranjeros, y el coste que la zona euro está dispuesta a pagar en términos de credibilidad e inestabilidad. Una pregunta que puede volverse sobre nosotros si las recientes subidas de los tipos de interés van acompañadas de la falta de una adecuada gobernanza fiscal de la UEM y de la irresponsabilidad de algunos gobiernos.

En 2015, con la crisis financiera superada y la economía europea claramente recuperándose, todavía permanecía una cierta percepción pública de fracaso, justificada en una recuperación desigual y en las diferencias sustanciales en los Estados miembros en términos de crecimiento e ingresos, balanza de pagos y empleo. Además de eso, el Reino Unido se embarcó en un viaje solitario inimaginable y desafió los fundamentos políticos de la Unión al invocar la posibilidad de abandonarla **y así poner de relieve el riesgo de** una ruptura del euro. Entonces, en el Anuario publicado en 2016, antes del referéndum y para ilustrar a nuestros lectores sobre lo que podría venir, le pedimos a Phillip Souta que escribiera sobre *Las implicaciones legales y económicas del Brexit*. Nos ofreció una conclusión inequívoca que ha demostrado ser correcta: una eventual salida del Reino Unido le empujaría a un largo período de inseguridad jurídica y pesimismo de consecuencias imprevisibles, ya que el grado de integración de Gran Bretaña desde 1973, gran parte de su derecho civil, fiscal, laboral, de competencia, de protección del consumidor y mercantil se deriva del derecho europeo. Europa estaría peor, sería menos libre y próspera sin el Reino Unido. Pero el Reino Unido sería un socio internacional menos codiciado sin su condición de miembro de la UE, los beneficios de su ubicación geográfica serían menos importantes y su marco legal y regulatorio –uno de sus mayores activos– podría convertirse en un obstáculo si se distancia demasiado del modelo europeo. El análisis económico coste-beneficio era incuestionable, argumentó. Sin embargo, sucedió lo impensable y ambas partes todavía están luchando para hacer frente a las consecuencias.

Publicamos el Anuario en 2017 en tono sombrío, reflejando el deprimente estado de la Unión en 2016 después del Brexit. Fue el **año** en el que el populismo paralizó Europa, amenazando el pacto ideológico, político y social que está en la base de la Unión. Para muchos ciudadanos, Europa ha dejado de ser la solución y se ha convertido en el problema. Después del referéndum del Brexit, la pregunta relevante era, ¿y ahora qué? Jaime Caruana y Goetz von Pèter ofrecían una posible respuesta, completar la unión monetaria. En su artículo, *El euro en la era de los desequilibrios globales*, argumentaban que el marco institucional europeo es ciertamente imperfecto, pero con demasiada frecuencia los líderes europeos le culpan de problemas exclusivamente internos y de las deficiencias del sistema monetario y financiero internacional. Algo que todavía vemos hoy, cuando demasiados gobiernos esperan que la generosidad de la UE les evite problemas tras la invasión rusa de Ucrania y continúan olvidando la necesidad de mantener su casa en orden. A partir de su tesis, los autores subrayaban dos corolarios. Primero, los líderes de la época eran muy conscientes de los defectos

en el diseño original y tenían la intención de completarlo cuando fuera el momento adecuado. El problema es que nunca han encontrado el momento adecuado. En segundo lugar, se ha intentado demasiadas veces resolver estas deficiencias con una política monetaria agresiva y excesivamente creativa. Pero el problema no es monetario, los problemas que hay que abordar son institucionales. Una llamada muy temprana sobre los peligros de utilizar excesivamente al BCE para curar todas las enfermedades europeas. E insistían en que los problemas europeos serían mucho más fáciles si fueran acompañados de reformas estructurales internas y políticas internacionales que centren más atención en los desequilibrios globales.

En el Anuario publicado en 2018, elogiamos a la Comisión Juncker por presentar en diciembre de 2017 un ambicioso proyecto en la dirección de una unión bancaria, fiscal, económica, social y de defensa y seguridad, que tomó el nombre de *Una hoja de ruta hacia un nuevo tratado constitucional*. Algo que hemos estado defendiendo constantemente en este Anuario. En ese sentido, Pablo Hernández de Cos escribió *Reglas e instituciones para la gobernanza fiscal en Europa*. Comenzó destacando las mejoras introducidas en el marco fiscal europeo desde la crisis financiera mundial: (i) el techo de gasto como arma preventiva del Pacto de Estabilidad, (ii) el refuerzo de los criterios de deuda en el proceso de supervisión, (iii) el endurecimiento del régimen de sanciones y (iv) la creación de autoridades fiscales independientes. Mejoras significativas pero no suficientes para superar los defectos institucionales que persisten en la unión fiscal: (i) el exceso de complejidad y falta de transparencia, y por lo tanto la discrecionalidad, de las reglas, (ii) la falta de un Instrumento de Estabilización Macroeconómica, y (iii) la ausencia de mutualización de la deuda soberana que permita la creación de un activo europeo libre de riesgo. El autor concluye con un mensaje político que ha sido el lema de este Anuario, y que es completamente válido hoy en la medida que avanzamos hacia un nuevo marco fiscal, “el inevitable aumento de la integración fiscal solo puede producirse como resultado de un aumento de la disciplina fiscal”.

En el Anuario editado en 2019, *Completar la Unión Monetaria para forjar un mundo diferente*, Fernando Restoy escribió *La Unión Bancaria Europea, logros y desafíos*. El capítulo recuerda los principales logros en el ámbito de la supervisión bancaria: el lanzamiento en un tiempo récord de la Autoridad Europea de Supervisión, el MUS, y más tarde del Mecanismo de Resolución, MUR. Pero la baja rentabilidad seguía siendo la principal debilidad estructural de la banca europea, que el autor vinculaba al exceso de capacidad en la industria bancaria europea y a la persistencia de demasiados bancos fuera de la disciplina de las fuerzas del mercado. Y la resolución bancaria europea necesitaba mejoras significativas: un procedimiento para garantizar la financiación de las actividades bancarias esenciales en la resolución y el fin de la existencia de una legislación nacional contradictoria que permite la tolerancia nacional de los bancos en quiebra. Restoy nos recordaba que el bucle de riesgo soberano bancario en la crisis del euro no provino de los activos bancarios, es decir, de sus tenencias de deuda soberana, sino de la incertidumbre macroeconómica y las dudas sobre la capacidad de los débiles Tesoros. La razón, la necesidad de completar la unión bancaria con

dos reformas bien conocidas, pero aún ignoradas: el Sistema Europeo de Garantía de Depósitos (EDIS) y el “respaldo fiscal” para el fondo de resolución.

En *The Euro at 20, A Yearbook on the European Monetary Union*, celebramos el 20º aniversario del lanzamiento del euro. Y en él, Aliénor Cameron, Grégory Claeys y Maria Demertzis, *Facing the lower bound, what will the ECB do in the next recession?*, se preguntaban sobre los límites de la política monetaria en una deflación. Los autores, reflejando el pensamiento académico dominante en ese momento, argumentaban que la política monetaria estaba cada vez más limitada por el entorno de tipos de interés anormalmente bajos, debido a la caída secular del “tipo natural” y recomendaban: (i) instrumentos para mitigar los daños colaterales de los tipos de interés negativos que se suponía se mantendrían *bajos durante más tiempo*, una advertencia temprana para que el BCE diseñara formas de reducir los costes de financiación para los bancos y salvar sus márgenes de interés, una llamada que más tarde dio lugar al diseño y lanzamiento de las LTRO (operaciones de financiación a largo plazo); (ii) cambiar la definición del objetivo de inflación a “alrededor del 2%” con un horizonte de mediano plazo, anticipando así parte de la revisión de la estrategia monetaria del BCE; y (iii) ampliar el conjunto de herramientas de las autoridades monetarias hasta lo impensable, como el “helicopter money”. En retrospectiva, es interesante recordar cuán relevante fue la discusión en el Anuario sobre los determinantes de la tasa neutral, y cuán oportuno fue el escepticismo sobre la muerte prematura de la inflación.

En el Anuario 2021, *Moving forward, Monetary Union after Covid19*, describimos en detalle la rápida y eficiente respuesta de la UE a la pandemia con una política monetaria expansiva, la primera emisión de deuda en euros para financiar un programa fiscal europeo, el NGEU, y la benignidad regulatoria para evitar una contracción del crédito, un éxito indiscutible de la UEM. Luis de Guindos escribió *The Monetary policy response, the role of the ECB*. Analizaba allí extensamente el conjunto de medidas adoptadas por la autoridad monetaria “para detener los *self-fulfilling* bucles de retroalimentación altamente perturbadores en los precios de los activos y la falta de liquidez que de otro modo habrían precipitado una contracción económica mucho más profunda y unos riesgos deflacionarios sin precedentes”. Al mismo tiempo, Guindos reconocía la limitada capacidad de las políticas monetarias para abordar factores estructurales y crisis del sector real. Por lo tanto, hacía hincapié en la necesidad de acompañar la acomodación monetaria con políticas prudenciales y medidas fiscales y estructurales. Estas políticas han comprado un tiempo precioso, pero no hay nada gratis, y la extraordinaria expansión monetaria, no importa cuán necesaria y exitosa haya sido, acaba planteando algunos retos inevitables para la acción futura de los bancos centrales. ¿Volverá el tamaño de sus balances a niveles similares a los que prevalecían antes de la crisis financiera mundial y el Covid-19? ¿O viviremos una larga era de dominio del banco central en los mercados financieros? Preguntas que avanzaron el dilema fundamental que enfrentan hoy los bancos centrales.

En el Anuario 2022, *Good Policies, a Gap year on reforms*, comentamos una recuperación económica que era más lenta y menos intensa de lo previsto inicialmente, porque la incertidumbre sobre el Covid seguía siendo generalizada y el daño a nuestra capaci-

dad productiva duradero y costoso de reparar. Y una inflación más aguda y persistente que puramente transitoria, cuestionaba cada vez más la opinión dominante en los bancos centrales. Pero la revolución digital estaba en marcha y le pedimos a Santiago Fernández de Lis que escribiera *The Digital Euro, a Hammer in Search of a Nail*. Los argumentos a favor del euro digital habían ganado fuerza con la crisis financiera, la pandemia y los últimos desarrollos en el ecosistema digital. Pero los riesgos no deberían minimizarse y dependen fundamentalmente de las modalidades de aplicación de las CBDC. La pragmática postura del BCE parecía limitar estos riesgos, pero Fernández de Lis advertía que “tendrá que alcanzar un equilibrio muy delicado: diseñar un euro digital que sea lo suficientemente atractivo como para reemplazar (parcialmente) el efectivo, pero no tanto como para reemplazar a los depósitos bancarios. Para ello, “límites cuantitativos a las tenencias digitales en euros son preferibles a una estructura escalonada de remuneración”. El colapso del mercado de criptoactivos solo socava la necesidad de precaución y de resistir el enamoramiento tecnológico que amenaza la estabilidad financiera.

Al cerrar esta décima edición del Anuario, es importante recordar cuánto tiempo han tardado conceptos como la unión bancaria y fiscal en pasar de los círculos académicos a los creadores de opinión y luego a los responsables políticos y reguladores, y a la legislación. Hemos tratado de acelerar este viaje proporcionando evidencia empírica y argumentos teóricos de una manera que esperamos accesible a los responsables políticos y a una opinión pública informada. En una Unión Europea que hoy es significativamente más diversa, compleja y heterogénea, donde la globalización y la digitalización plantean desafíos y oportunidades muy diferentes para los Estados miembros, y para los diferentes grupos socioeconómicos de los mismos, la necesidad de proporcionar estabilidad y claridad a los ciudadanos europeos es primordial. Creemos firmemente, como todos nuestros coautores a lo largo de estos años, que completar la unión monetaria es la mejor contribución que los responsables políticos pueden hacer a la estabilidad, la prosperidad y el futuro de Europa.

REFERENCIAS

- Tobias Adrian, *Interest Rates Increases, Volatile Markets Signal Rising Financial Stability Risks*, IMF Blogpost, octubre de 2012.
<https://www.imf.org/en/Blogs/Articles/2022/10/11/interest-rate-increases-volatile-markets-signal-rising-financial-stability-risks>
- Robert Blotvogel, Gergely Hudecz y Elisabetta Vangelista, *Asset purchases and sovereign risk premia in the euro area during the pandemic*, ESM WP55-2022. <https://www.esm.europa.eu/publications/asset-purchases-and-sovereign-risk-premia-euro-area-during-pandemic>
- José Manuel Campa, Luis de Guindos y Andrea Enria, *Strong rules, strong banks: let's stick to our commitments*, entrada en el blog, 4 de noviembre de 2022.
<https://www.ecb.europa.eu/press/blog/date/2022/html/ecb.blog221104~34240c3770.en.html>
- BCE, Occasional paper 235, 2019, *Conditionality and design of IMF-supported programs*.
<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecb.op235~e70851374f.en.pdf>
- Unión Europea, Recomendación del Consejo sobre la política económica de la zona del euro, COM(2022) 782 final, Estrasburgo, 22 de noviembre de 2022.
<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=COM:2022:782:FIN>
- Fernando Fernández editor, *El euro en 2022, Buenas políticas, un año sabático en las reformas*.
- Fundación de Estudios Financieros and Fundación ICO, Madrid, Febrero 2022.
https://institutodeanalistas.com/wpcontent/uploads/EURO_IN_2022_INT_Definitivo_1-I.pdf
- Luis Garicano, *The ECB's new backstop introduces atrocious incentives*, Financial Times, 21 de septiembre de 2022, <https://www.ft.com/content/e06f253d-5f06-4484-9ce0-658434a844cd>.
- Paolo Gentiloni, discurso en el Centro de Política Europea: *Reforming EU economic governance for the coming decade*, noviembre de 2022,
https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/SPEECH_22_7166
- Donna S. Rothstein de la Oficina de Estadísticas Laborales de los Estados Unidos, *Male prime-age nonworkers: evidence from the NLSY97*, Monthly Labor Review, diciembre de 2020.
https://www.jstor.org/stable/26976379?oauth_data=eyJlbWFpbnCI6ImZmbWRlYUBnbWFpbnC5jb20iLCJpbmN0aXRIdGlvbklkcyI6W119#
- OMC, *World Trade Statistics Review*, 2022
- Daniel Yergin, *Bumps in the energy Transition*, Finance and Development, FMI, edición de diciembre de 2022
<https://www.imf.org/en/Publications/fandd/issues/2022/12/bumps-in-the-energy-transition-yergin>



RESUMEN EJECUTIVO

Georg Zachmann Pauline Weil y Stephan von Cramon-Taubade, *A European policy mix to address food insecurity linked to Russia's war*, Bruegel Policy Brief diciembre de 2022.

<https://www.bruegel.org/policy-brief/european-policy-mix-address-food-insecurity-linked-russias-war>



www.institutodeanalistas.com.es



www.fundacionico.es