

EL EURO EN

2025



CÍRCULO
DE EMPRESARIOS
ideas para crecer



INSTITUTO ESPAÑOL
DE ANALISTAS DESDE 1965
FUNDACIÓN

REPENSAR LA UE. CONSOLIDAR LA UEM EN UN MUNDO FRACTURADO

Anuario del Euro 2025

Resumen Ejecutivo¹

Fernando Fernández Méndez de Andrés

¹ Este texto es una traducción de la versión original publicada en inglés. Para cualquier duda o aclaración sobre el mismo, se recomienda consultar la versión original.

Coordinación editorial por parte de
Instituto Español de Analistas: Alfredo Jiménez

Coordinación editorial por parte de
la Fundación ICO: María José Cortés Sádaba

ISBN: 978-84-09-73833-5

Legal Deposit: M-16224-2025

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

Printed by: Reimpventa

REPENSAR LA UE. CONSOLIDAR LA UEM EN UN MUNDO FRACTURADO

FERNANDO FERNÁNDEZ¹

1. LA UNIÓN EUROPEA EN UN MUNDO FRACTURADO

El mundo tal y como lo hemos conocido durante casi un siglo parece estar llegando a su fin. La globalización, el libre comercio, la cooperación internacional, la democracia, la economía de mercado, el Estado de Derecho, todo ello está siendo cuestionado y restringido en grandes partes del mundo, y desde perspectivas políticas muy diferentes. Al parecer, y esto es muy preocupante, existe una amplia y creciente opinión pública de que estos viejos mantras necesitan ser revisados, reinterpretados, adaptados, gestionados políticamente. En otras palabras, abandonados y sustituidos por un nuevo orden mundial. Un orden mundial peligrosamente definido por líderes autoritarios, fuertes y carismáticos sin respeto alguno por las formas, las reglas, los procedimientos, sin ninguna consideración por los controles y equilibrios necesarios, sin limitaciones al uso y abuso del poder y sin tiempo que perder para salvarnos de los peligros que les parezcan oportunos. La política se está volviendo discrecional, caprichosa, personalista. La política económica imprevisible e irracional. El mercantilismo está en alza. La intervención gubernamental en la economía es cada vez más descarada. Argumentos económicos que se considerarían extremos, marginales o simplemente equivocados, son ahora la base de muchas decisiones políticas con profundas consecuencias globales. Y no sólo en los Estados Unidos de América.

¹ Fernando Fernández Méndez de Andrés, profesor de Economía y Finanzas, es actualmente miembro del Consejo de Gobierno del Banco de España y de su Comisión Ejecutiva. Director del Anuario desde la primera edición. Las opiniones expresadas en este resumen, cuando no se atribuyen explícitamente a los autores de los distintos capítulos, son exclusivamente suyas y no pueden, en ningún caso, interpretarse como representativas de los puntos de vista del Banco de España y del Eurosistema.

Dos palabras definen el panorama mundial: incertidumbre y fractura. Incertidumbre porque ya nada puede darse por sentado, y nada parece durar más que un ciclo de noticias en Twitter. Ahora todo es posible, incluidos los conflictos bélicos que se intensifican y extienden por todo el mundo. Y es más que posible que Estados Unidos de América, el ancla política, ideológica y económica del viejo orden mundial, decida abandonarlo al convencerse sus dirigentes de que ya no juega a su favor, siendo el déficit comercial una mera excusa. Sería tranquilizador creer que sólo se trata de la obsesión de Donald Trump por hacer a Estados Unidos grande de nuevo, pero ¿quién podría garantizar que su decimonónica visión de Estados Unidos no sobrevivirá a su mandato presidencial? En el fondo, ¿alguien sabe realmente qué quiere hacer el presidente Trump con China, Rusia, la OTAN, Ucrania, los aranceles comerciales, el dólar, los activos digitales, etc.? ¿Lo sabe él? No es sorprendente que los indicadores de incertidumbre política y la política se encuentren en niveles extremadamente altos. Y seguirán así durante bastante tiempo.

La fractura es el otro gran tema. Una fractura política y económica que va mucho más allá de la división del mundo en la guerra fría. Entonces, la línea de demarcación internacional era simple y clara. El mundo estaba perfectamente dividido en amigos y enemigos. Con los amigos, en los que se confiaba y a los que se ofrecía apoyo en tiempos de necesidad, se cooperaba, se negociaba y se comerciaba. Con los enemigos, uno luchaba sin cesar e intentaba llevarlos a su campo. Pero esas claras líneas de separación, esos dos simples bandos, ya no existen. ¿Quién defiende hoy los “tradicional valores occidentales”? ¿Quiénes son los aliados de Europa? ¿Qué países, qué líderes comparten nuestros valores y nuestra visión del mundo? ¿Tenemos siquiera los mismos valores dentro de la UE? Esta fractura es más profunda que una fragmentación; las distintas partes del mundo se están alejando, y ya no muestran ningún interés en volver a acercarse, ni siquiera en seguir hablando. Esta fractura perdurará. Dado que la confianza se ha visto seriamente erosionada, reconfigurar un nuevo orden mundial llevará tiempo, y será complicado y costoso. Ya no se puede confiar en el amigo americano que salvó a Europa de sus propios demonios dos veces en el siglo XX. Obviamente, no es el socio fiable que Europa necesita en Ucrania para contener el expansionismo de Putin. Y desde luego no es el socio fiable que Europa necesita para la revolución digital o la transición energética. Por no hablar de la cuestión de cómo responder a las ambiciones imperiales de China.

Los politólogos tendrán que trabajar mucho para explicar cómo se ha producido esta fractura y qué hacer para repararla. Afortunadamente para los economistas, nuestro papel es mucho más sencillo: se ciñe a evaluar las consecuencias de este cambio de valores, políticas y prioridades; a proponer escenarios alternativos y a ofrecer algunas respuestas que puedan paliar sus ingentes costes. A ello, hemos dedicado el Anuario 2025, que una vez más se ha tenido que adaptar al cambiante panorama político europeo.

El viejo orden se está muriendo, pero el nuevo ni siquiera está aún en gestación. El papel de Europa es una incógnita. El ingenuo optimismo imperante sobre nuestra capacidad para modelar el futuro definiendo sus estándares técnicos, éticos o políticos,

carece de toda justificación. El riesgo de marginación no se puede ignorar. Los imperios, las potencias mundiales, las culturas dominantes no son eternos. Europa necesitará reforzar su poder político, económico y militar para ser decisiva o al menos significativa. En estos tres frentes hay demasiadas reformas institucionales que se han pospuesto indebidamente, políticas largamente establecidas que requieren profundas modificaciones, grandes inversiones que realizar. Para ello se requiere un liderazgo fuerte y un elevado capital político, dos bienes actualmente escasos en Europa. Se requiere hacer avanzar la idea federal de la Unión al tiempo que se mejora su legitimidad democrática y su responsabilidad, su “*accountability*”. Porque la Unión Europea es más necesaria que nunca en este mundo fracturado e incierto. Necesaria tanto para sus Estados miembros como para el mundo. Ninguna nación europea tiene la posibilidad de desempeñar por sí sola un papel significativo en un régimen polarizado entre Estados Unidos y China. La idea fundacional de la UE de interdependencia económica para fomentar la paz, el desarrollo social y el bienestar humano es una luz aún más necesaria en tiempos de creciente nacionalismo, tendencias aislacionistas y políticas económicas mercantilistas.

En nuestro ámbito concreto de interés en este Anuario, la economía, parece ya evidente que el nuevo orden mundial vendrá acompañado de un aumento de los aranceles comerciales, aunque su magnitud sea aún incierta. Como es incierta la respuesta del resto del mundo a la decisión unilateral de la administración estadounidense. En este momento está claro que habrá algún tipo de represalia, aunque cuidadosamente dirigida, por parte de la Unión Europea. Las opciones dominantes en Bruselas van desde una guerra comercial abierta con EE. UU. confiando en el espíritu TACO (Trump siempre se acobarda) hasta una respuesta más equilibrada y selectiva por miedo a provocar una recesión mundial. Un reciente debate entre dos economistas y amigos de talla mundial, Larry Summers y Olivier Blanchard, ha sido muy ilustrativo en este sentido, con el estadounidense haciendo hincapié en la teoría económica básica de que las represalias sólo perjudican al país que se embarca en ellas, y el francés exigiendo una dura y rápida respuesta política al unilateralismo estadounidense. Conviene, pues, recordar hoy la teoría económica elemental de los aranceles comerciales. Aunque pueda parecer intuitivo que gravar las importaciones reduciría el déficit comercial, los aranceles no tienen un impacto directo en la balanza comercial. Como afirma el enfoque monetario de la balanza de pagos, la balanza comercial está determinada por los flujos de capital netos entre Estados Unidos y el resto del mundo. En lugar de reducir las importaciones netas, los aranceles simplemente reducen el comercio global y, por tanto, la eficiencia económica y el crecimiento mundial.

Además, los aranceles tienden a apreciar la moneda del país que los impone, en este caso, el dólar estadounidense. Si esto no ha sucedido es porque la imprevisibilidad de la política económica de Trump ha erosionado la confianza en EE. UU. y en su divisa. El hecho de que el dólar estadounidense, hasta ahora indiscutible moneda de reserva del mundo, no esté funcionando como refugio seguro es una fuente importante de inestabilidad financiera a corto plazo. Pero también puede crear una oportunidad para consolidar el papel internacional del euro más allá de su actual estatus de moneda puramente regional. El hecho de que otros sustitutos imperfectos del dólar, principalmen-

te el oro y los activos digitales, el bitcoin sobre todo, estén desempeñando actualmente esa función de proporcionar seguridad, es un claro indicio de que los inversores consideran que la Euro Zona carece de algunas características institucionales y de mercado necesarias.

Completar la Unión Monetaria y de Capitales, la Unión del Ahorro y la Inversión, SIU², es un paso imprescindible, como ha señalado adecuadamente la Comisión. Aunque la mayor parte del trabajo necesario es de naturaleza legislativa y política, y su aplicación recaerá sobre todo en la Autoridad Europea de Valores y Mercados, ESMA, hay ciertas cosas que el ECB puede hacer para facilitarla. La simplificación de sus actividades prudenciales, supervisoras y reguladoras, un trabajo en marcha en el Consejo de Gobierno y el Consejo de Supervisión del ECB, ayudará al SIU. Garantizar que la liquidez bancaria pueda circular libremente en la Eurozona, evitando la protección nacional de los depósitos, debería ser una prioridad, pero exigiría avanzar con el EDIS, el Sistema Europeo de Garantía de Depósitos. La gestión de las crisis bancarias podría consolidarse en una Junta Única de Resolución reforzada que integre a todas las entidades nacionales pertinentes y fusione los sistemas de garantía de depósitos. Por otra parte, la inclusión de la competitividad del sistema financiero europeo como un objetivo explícito de la revisión supervisora del ECB facilitaría la unión bancaria y garantizaría un sistema bancario europeo eficiente y competitivo, en igualdad de condiciones a escala internacional. Como se ha argumentado en anteriores ediciones del Anuario en las que se ha tratado ampliamente la CMU, si la UE se toma en serio esta vez un proyecto pendiente desde hace tiempo, tendrá que reflexionar sobre la actual distribución de competencias en estas áreas entre la Unión y sus Estados miembros y plantearse nuevas transferencias de soberanía.

La ampliación del volumen de activos en euros libres de riesgo es también preceptiva para que los mercados financieros en euros adquieran suficiente profundidad y liquidez, condición necesaria para que el euro se convierta en moneda de reserva mundial. La financiación de la seguridad, la defensa y la transición energética, evidentes bienes públicos comunes, brinda una excelente oportunidad para esa ampliación. Pero a costa de complicar la financiación de la deuda soberana de los Estados miembros, puesto que el endeudamiento público global de la Unión Europea ya alcanza niveles muy elevados y los efectos de exclusión, “*crowding out*”, son una posibilidad real. Es hora de tomar difíciles decisiones fiscales en Europa. El continuismo presupuestario, el incrementalismo de la deuda no funcionará. Más subidas de impuestos sólo erosionarán el potencial de crecimiento y agravarán los problemas de productividad.

Por último, la literatura económica sugiere que los aranceles, al igual que otros impuestos especiales sobre bienes y servicios deberían elevar los precios. El que se traduzca en un ajuste puntual del nivel de precios o en un aumento persistente de la tasa de inflación dependerá de (i) la respuesta del Banco Central Europeo, (ii) la reacción de otros países, por ejemplo China, que intentan sustituir al mercado estadounidense

² En este resumen ejecutivo, para evitar confusión respecto al texto original, todas las abreviaturas se reflejan por sus siglas en inglés.

y descargar su “exceso de exportaciones” en Europa, y (iii) en la probabilidad de una recesión mundial.

Las perspectivas del comercio internacional se han deteriorado notablemente. Pero la UE aún puede hacer mucho para evitar su impacto interno, profundizando en su mercado único interior, como nos han recordado los muy citados informes Letta y Draghi. Eliminar las barreras al comercio que aún persisten dentro de la UE, avanzar con decisión en la liberalización del comercio de servicios e impulsar la unión de los mercados de capitales proporcionaría a las empresas europeas la posibilidad de ampliar su base de clientes, condición necesaria para aumentar el tamaño y la productividad, acelerar la adopción de nuevas tecnologías y aumentar la inversión en I+D. Sería conveniente en esa línea, reconsiderar cuidadosamente e la política de competencia de la UE para tener en cuenta el “mercado europeo relevante”. Pero las políticas de mejora de la productividad también requieren grandes esfuerzos nacionales: (i) reducir las barreras administrativas a la entrada en muchos sectores productivos y profesiones, (ii) reformar la legislación y normativa laboral para proteger a los trabajadores, no los puestos de trabajo, (iii) fomentar el dinamismo y la rotación empresarial, y (iv) modificar las políticas fiscales para incentivar el crecimiento de las empresas y la reinversión de sus beneficios. En resumen, la política económica de la UE debería volver a centrarse en fomentar el crecimiento económico y crear un entorno atractivo y favorable a las empresas si la Unión quiere competir en el nuevo orden mundial. Desgraciadamente, el debate político europeo se limita con demasiada frecuencia a encontrar nuevas formas de proporcionar más financiación pública, una política industrial más activa, más intervención estatal en los llamados sectores estratégicos. La Unión Europea tiene que encontrar la manera de salir de este bucle estatista condenado al fracaso.

Está surgiendo un nuevo orden mundial y el papel de Europa no está asegurado. Las prioridades políticas mundiales se han desplazado hacia la defensa, la seguridad y el nacionalismo económico. Ninguna de las cuales figuraba en los primeros puestos de la agenda europea hace unos pocos años. Aunque seguir adelante con el Pacto Verde Europeo pueda parecer todavía una prioridad, la UE necesita recortar su ambición climática a la luz de las realidades políticas, ¿estamos dispuestos a gravar a las empresas y ciudadanos europeos en un espléndido aislamiento? y considerar sistemáticamente los costes de crecimiento y empleo de la acción climática, una vez que se ha desvanecido la ilusión de una transición gratuita. En esta crítica coyuntura mundial, parece obligatorio defender lo más importante, un orden económico internacional abierto y basado en normas. Para ello, la Unión Europea debe aplicar todo el capital político internacional de que disponga, todo el *poder blando* que mantenga. Pero, al mismo tiempo, tiene que trabajar en la reducción de sus vulnerabilidades internas, políticas y económicas, para mejorar su *poder duro*. Políticamente, la reforma de la gobernanza y de los procedimientos de toma de decisiones de la UE son obligatorios. El voto por mayoría debe ampliarse a nuevos ámbitos. Y, como venimos defendiendo sistemáticamente desde hace años, esta reforma no puede excluir ni la cooperación reforzada ni cambios en los Tratados. Económicamente, la baja productividad y la elevada deuda soberana son problemas que deben abordarse con urgencia. Ambos mejorarían completando el mercado inte-

rior y la Unión Monetaria y de Capitales, y centrando las políticas en el crecimiento económico y la creación de un entorno favorable a las empresas.

2. LA CONSOLIDACIÓN DE LA UNIÓN MONETARIA

Este Anuario 2025 es, una vez más, un esfuerzo colectivo. He tenido la suerte de contar como colaboradores con una impresionante lista de profesionales de muy diversa procedencia, perspectivas, cargos actuales y experiencias pasadas. Pero todos ellos comparten dos ideas comunes. Uno, que la Unión Europea es un factor de estabilización muy necesario en el fracturado mundo actual. Pero también, que la UE necesita cambiar para seguir ejerciendo su influencia positiva y significativa. Y a tal efecto, proporcionan al lector las herramientas para comprender lo que está ocurriendo y lo que debe ocurrir. Como editor, he intentado abarcar todos los debates políticos relevantes en Europa en el limitado ámbito de las políticas económicas y financieras. Como en otros años, también he mantenido en este resumen ejecutivo mi prerrogativa, en beneficio del lector, de complementar o cuestionar algunas de las recomendaciones de los distintos autores con mis propias opiniones.

Si en 2024, el Anuario dejó una sensación unánime de satisfacción y preocupación, la preocupación es la única conclusión de 2025. Una inquietud que va más allá de nuestra preocupación habitual por las numerosas cuestiones dejadas sin resolver durante demasiado tiempo en la Unión Monetaria. Cuestiones que un día podrían hacernos pagar un alto precio en términos de estabilidad social, económica y financiera. Hablamos, como ciudadanos globales, de una preocupación existencial por el estado del mundo, por el futuro inmediato y por las posibles cicatrices duraderas en nuestro bienestar. Pero esta preocupación no puede distraernos de nuestras obligaciones. Y la obligación del Anuario es arrojar luz sobre los aspectos fiscales, monetarios y normativos de la Unión Monetaria Europea.

A diferencia de ediciones anteriores, este anuario no está organizado en las cuatro secciones tradicionales —contexto, política monetaria, cuestiones fiscales y políticas reguladoras—, aunque cubre las cuatro. Esta vez está más orientado en temas concretos. Esta edición del Anuario comienza describiendo el incierto panorama político y sus posibles resultados, para analizar a continuación un problema económico estructural clave de Europa: el insuficiente crecimiento de la productividad. A continuación, tratamos de explicar lo que significa para la política monetaria en general y para el ECB en particular el despertar de la inflación tras un largo periodo de ausencia y exclusiva preocupación por la deflación. Este año se examinan dos cuestiones fiscales: (i) la insatisfactoria aplicación de las nuevas normas fiscales de la UE en su primer año de vigencia y (ii) los problemas en Alemania y Francia y lo que significan para la sostenibilidad de la Eurozona. A continuación, dos cuestiones financieras en materia de regulación: (i) la simplificación y armonización de la regulación financiera y la competitividad del sistema financiero de la UE y (ii) los retos para mantener la igualdad de condiciones en la banca internacional. El Anuario termina con dos estudios sobre finanzas digitales: (i)

una evaluación crítica del proyecto del euro digital, y (ii) una evaluación del enfoque europeo para regular los activos digitales, DORA.

2.1. EL CONTEXTO POLÍTICO, ECONÓMICO Y MONETARIO.

El Anuario comienza estudiando el contexto político, relatando e interpretando el panorama internacional y la evolución política de la Unión Europea. Este año, esta necesidad es aún más evidente. **José María de Areilza** escribe en el capítulo 1, *Los europeos en un mundo de superpotencias disfuncionales*, un artículo que plantea una cuestión fundamental, cómo debe abordar Europa la implosión del orden internacional provocado por el presidente Trump.

El autor explora el cambiante panorama geopolítico y sus implicaciones para Europa. Destaca el fin de una larga era en las relaciones internacionales, “el fin del fin de la historia”. Guerras duraderas, como son ya las de Ucrania y Gaza, aceleran los cambios históricos. El retorno de los enfrentamientos entre grandes bloques, en particular entre Estados Unidos y China, es evidente. El centro de atención de la política exterior se ha desplazado globalmente de la prosperidad mundial a la seguridad nacional y regional, un término preocupante y de amplio alcance. Puede resultarnos sorprendente, pero el auge de los “hombres fuertes”, líderes autocráticos y carismáticos con soluciones sencillas a problemas complejos, es evidente tanto en las democracias como en las autocracias.

Para los europeos, y para todos aquellos que creen en un orden liberal basado en reglas y en la economía de mercado, la segunda presidencia de Trump es una mala noticia. En pocos meses, Trump ha roto puentes con sus aliados, ha infligido daños innecesarios a su economía, ha puesto en riesgo el privilegio exorbitante del dólar y ha pulverizado el poder blando estadounidense. Su política exterior, una mezcla populista de aislacionismo e imperialismo, cuestiona la alianza occidental de valores y políticas y debilita las relaciones transatlánticas precisamente cuando más falta hace, cuando Rusia y China la desafían militar e ideológicamente. Y pone en peligro la cohesión interna de la Unión.

Pero Trump no puede ser excusa para que Europa afronte la realidad. EE. UU., con o sin Trump, se está retirando de Europa. Su objetivo estratégico está en otra parte, contener a China. Desde hace muchas décadas, la prioridad de la política exterior de Estados Unidos ha sido contener a China, la superpotencia rival en ascenso. Trump no ha cambiado esa prioridad. “Sólo” ha traído caos e imprevisibilidad a su aplicación. Durante mucho tiempo, con diferentes partidos y presidentes en el poder, EE. UU. no ha confiado en poder contar con Europa para ese desafío. Trump simplemente lo verbaliza groseramente. Al mismo tiempo, Rusia, el principal problema de seguridad para Europa, es cada vez más una cuestión marginal en Washington. No hemos sido capaces de convencer a Estados Unidos, y a muchos otros países, de lo grave que es esta amenaza para la estabilidad, la prosperidad y la paz mundial.

Este capítulo levanta una importante bandera roja al argumentar sistemáticamente

que las dos estrategias alternativas que se debaten actualmente en Bruselas y en las capitales europeas no son realistas. En primer lugar, desvincularse de Estados Unidos es, desde el punto de vista político, tecnológico, económico y energético, sencillamente imposible. Más aún hacerlo a tiempo para enfrentarse a Rusia. Pero Trump ha hecho renacer el viejo sueño, para algunos de nosotros una verdadera pesadilla, de construir Europa contra EE. UU. En segundo lugar, el acercamiento político a China argumentando consideraciones comerciales y económicas, precisamente cuando bajo Xi Jinping se vuelve al estatismo y se da la espalda a los derechos humanos, equivale a renunciar a todo lo que Europa ha creído y por lo que ha trabajado desde la Ilustración. Pero Areilza es optimista por naturaleza y aboga por un nuevo enfoque. Un enfoque que requerirá inteligencia, paciencia y visión. Europa debe preservar su atlantismo, seguir comprometiéndose y negociando sin cesar con Washington al tiempo que desarrolla sus propias capacidades, amplía sus opciones y reduce sus evidentes vulnerabilidades. Una presidencia, por larga y dañina que sea, no debe, hacernos olvidar que Estados Unidos y Europa comparten los mismos valores. Permítanme añadir mi propio toque emocional al pensamiento mucho más sofisticado de Areilza: Estados Unidos no abandonó a Europa cuando el continente se sumergió en sus horas más oscuras. Más allá de nuestros intereses económicos comunes, eso también se lo debemos a los estadounidenses.

Es evidente que Europa no se siente cómoda en un mundo en el que la seguridad es la prioridad, pero debe adaptarse a él, lo que exige pasar de la introspección a la estrategia. Europa dedica demasiado tiempo a analizar internamente sus propios problemas, su heterogeneidad y la necesidad de reformas internas. Este Anuario ha defendido sistemáticamente la necesidad de completar la arquitectura europea, en particular en nuestro ámbito de intereses, la unión económica y monetaria. Una llamada a la reforma que debe extenderse más allá de ese ámbito más técnico. La centralización de la política de seguridad y defensa en Europa requiere el fortalecimiento de la democracia y la legitimidad de la Unión. “Se trata de poder tomar decisiones con eficacia, con un presupuesto mucho mayor y con unas instituciones sometidas al imperio de la ley y más capaces de rendir cuentas a los ciudadanos”.

La UE se ha enfrentado a múltiples crisis, no sólo económicas. Ahora debe formular una estrategia política para convertirse en un actor global significativo. Esto incluye el desarrollo de las capacidades de defensa, el fortalecimiento de la economía y el mantenimiento del vínculo transatlántico. Europa debe ser una fuerza líder para evitar la trampa del realismo en las relaciones internacionales, el poder de la fuerza, y seguir abogando por la diplomacia, la negociación y un orden mundial basado en normas. Para ello, Europa tiene que ser capaz de desplegar algo más que poder blando. La reacción de la UE a las políticas de Trump debe ser estratégica, con el objetivo de renovar el multilateralismo y la libertad económica y política.

Durante 2024, la economía de la zona euro experimentó una recuperación gradual y muy modesta de la actividad, mientras que la inflación prosiguió su convergencia hacia el objetivo del 2%. En este contexto de disminución de las presiones inflacionistas y de crecimiento insuficiente, el ECB inició en junio la normalización de su política

monetaria, es decir, la reducción de los tipos de interés, y siguió reduciendo su balance. Como es bien sabido, este benigno panorama económico mundial cambió drásticamente con la política comercial de Trump, hasta el punto de que la incertidumbre es máxima y cualquier desenlace económico es posible, aunque hasta la fecha no se ha materializado ninguno de los posibles escenarios de catástrofe económica. Afortunadamente para el editor, y para el lector, el Anuario no trata de pronosticar resultados a corto plazo, y hemos decidido sustituir el tradicional capítulo sobre la evolución de la economía europea por el análisis de una cuestión estructural clave, la productividad, principal determinante de los salarios reales, el poder adquisitivo y el crecimiento a largo plazo.

Juan Francisco Jimeno titula su capítulo 2, *Quedándose atrás: Crecimiento de la Productividad en la Eurozona y EE. UU.*, y aborda consecuentemente las dos cuestiones, explicar el retraso y ofrecer propuestas políticas para revertir esta tendencia negativa. El crecimiento de la productividad es la única fuente factible de crecimiento económico sostenido y de bienestar social a largo plazo, ya que el aumento de la renta y del consumo per cápita, del tiempo libre y de los recursos para las políticas públicas sólo puede derivarse de una mayor productividad. El hecho de que Europa tiene un problema de productividad es bien conocido y lleva mucho tiempo en la agenda política. Demasiado tiempo, porque mientras tanto ha empeorado. Esta preocupación explica por qué los informes Draghi y Letta se han convertido en las piezas de análisis económico más citadas en Europa y han llevado a la Comisión a presentar su *Competitive Compass* en enero de este año. Esperemos que, como sus autores, esta vez sea diferente y a las buenas y bonitas palabras les sigan acciones concretas.

Para ello, Jimeno analiza las tendencias de crecimiento de la productividad en la Eurozona y EE. UU., destacando la creciente brecha de productividad entre ambas regiones en un contexto histórico, proporcionando los datos más recientes y explicando los principales factores impulsores de la productividad, como la adopción tecnológica, la inversión en capital, la flexibilidad del mercado y el entorno normativo.

Las tendencias a largo plazo son relevantes por varias razones. La más importante es una obviedad estadística, pequeños cambios en las tasas de crecimiento sostenidos en el tiempo dan lugar a grandes diferencias en la productividad y, por tanto, en el PIB per cápita. Así, en 2022, los europeos trabajaban un 13% menos de horas que en EE. UU., una diferencia que se traducía en aproximadamente un tercio menos de PIB per cápita. Y puede atribuirse en su mayor parte “al efecto del tipo impositivo marginal sobre las rentas del trabajo”. Un contundente recordatorio de que la famosa preferencia europea por el ocio puede ser sólo la consecuencia de la elevada presión fiscal sobre las rentas del trabajo.

Los datos recientes detallados en este capítulo también muestran que el crecimiento de la productividad ha sido mayor y ha contribuido más al crecimiento del PIB en EE. UU. que en Europa en este siglo XXI. Este mayor rendimiento de la productividad en EE. UU. se da sobre todo en el sector servicios, en particular en los subsectores con mayor contenido tecnológico. Y esta brecha se amplió aún más tras la crisis de COVID-19,

ya que los EE. UU. se adaptaron más eficazmente a las nuevas condiciones económicas post-pandémicas, mientras que Europa luchó con una recuperación más lenta. Quizá por su excesiva protección de las empresas y los empleos zombis. Curiosamente, el análisis “*shift share*” estándar que realiza Jimeno concluye que los cambios intrasectoriales en la productividad son los principales impulsores del crecimiento de la productividad a lo largo del tiempo, lo que habla en favor de fomentar el dinamismo empresarial, de las empresas, su ciclo vital, y no de obstaculizarlo.

Como sabemos, el crecimiento sólo puede ser el resultado de: (i) el uso de más y mejor mano de obra, (ii) el uso de más y mejor capital, y/o (iii) el aumento de la Productividad Total de los Factores, las mejoras en el uso combinado de ambos. Un análisis meramente contable del crecimiento revela que la ventaja de EE. UU. procede de un mayor capital humano, una mejor inversión en tecnologías avanzadas y un entorno normativo más favorable. Por el contrario, Europa se enfrenta a un crecimiento más lento de la productividad debido a menores inversiones y a una reglamentación excesiva.

Dos tendencias estructurales condicionarán el crecimiento económico y de la productividad en las próximas décadas, el desarrollo y adopción de tecnologías asociadas a la robótica y la inteligencia artificial, y la demografía. Este capítulo subraya que “hasta ahora las tecnologías de IA no están sustituyendo tanto al trabajo humano como complementando a los trabajadores cualificados” y que Europa ha perdido la carrera en los desarrollos de LLM (Large Language Models) las bases de la IA Generativa.

El envejecimiento de la población en edad de trabajar frena la productividad por tres vías. El crecimiento de la productividad es menor (i) en los últimos años de la vida laboral, (ii) en todos los grupos de edad en los países en los que la población es más vieja, y (iii) con una estructura por edades de la población en edad de trabajar menos equilibrada debido a las complementariedades de edad. En un contexto de reducción continua de la población en edad de trabajar, el crecimiento de la productividad adquiere así una importancia aún mayor. Una razón más para que Europa redoble sus esfuerzos tanto en el fomento del desarrollo y la adopción de nuevas tecnologías como en la mejora de su entorno normativo y fiscal.

La zona euro parece haber capeado la sorpresa inflacionista con pocos daños en términos de producción y empleo perdidos y está entrando en un nuevo ciclo monetario, escribe **Pablo Hernández de Cos** en el capítulo 3, *Reflexiones a partir del último episodio inflacionista*. La economía de la zona euro experimentó varias perturbaciones que provocaron la mayor inflación desde la creación de la Unión Monetaria Europea. Tras una revisión detallada y técnica de varias características que podrían haber alterado el mecanismo de transmisión de la política monetaria³, Hernández de Cos concluye que

³ En primer lugar, los bancos están mejor capitalizados y el sector bancario más concentrado. Segundo, la elevada carga de la deuda de la zona euro. Tercero, el exceso de liquidez tras los tipos negativos. Cuarto, el desplazamiento hacia la financiación no bancaria. Quinto, el ajuste de los precios de la vivienda. Sexto, la persistencia de un crecimiento débil y una elevada incertidumbre. Y por último, la posible existencia de no linealidades. Como resultado, la desaceleración del crédito ha sido más intensa de lo previsto según los

el marco de política monetaria adoptado por el ECB en 2021 fue decisivo para reducir la inflación y cumplir su mandato de estabilidad de precios. No obstante, este marco se está revisando en 2025 y, aunque no se necesitan cambios drásticos, el autor identifica aquí algunas áreas susceptibles de mejora.

La función primordial del ECB, definida en el Tratado de Maastricht de 1992, es garantizar la estabilidad de precios en la zona del euro. La revisión de la estrategia de 2021 introdujo un objetivo simétrico del 2% a medio plazo. El autor sostiene que este objetivo simétrico debe mantenerse y complementarse con el énfasis del ECB en las medidas de inflación subyacente y el seguimiento de los salarios y los márgenes, ya que estos indicadores filtran la volatilidad a corto plazo de la inflación general.

La estrategia 2021 hace hincapié en la necesidad de una respuesta contundente y persistente de la política monetaria cuando la economía se acerca al límite inferior. La teoría monetaria estándar aboga por una respuesta política diferenciada a la inflación según la naturaleza de las perturbaciones. Y aboga por una mayor paciencia ante las perturbaciones negativas de la oferta. Sin embargo, paciencia no significa inacción, y el ECB debería responder activamente a los choques de oferta persistentes para evitar que las expectativas de inflación se desanclen, especialmente tras largos periodos de baja inflación. Es justo decir que el reciente episodio inflacionista, pese a ser originalmente un shock de oferta, ha sorprendido tanto a los responsables políticos como a los mercados por su magnitud y persistencia, y nos ha llevado a globalmente a tasas de inflación de dos dígitos. Así pues, la revisión de la estrategia del ECB debería recordar y subrayar la simetría en la necesidad de actuar con contundencia tanto en contextos deflacionistas como inflacionistas.

En la estrategia 2021, los tipos de interés eran el principal instrumento de política monetaria, considerándose también apropiadas la orientación futura, la relajación cuantitativa y las operaciones de refinanciación a largo plazo. En cuanto a este conjunto de instrumentos a disposición de los bancos centrales y del ECB, Hernández de Cos señala tres observaciones en este capítulo: (i) los tipos de interés han desempeñado un papel crucial en el proceso de desinflación, (ii) la relajación cuantitativa, QE, ha resultado útil en circunstancias exigentes, aunque el autor no comenta los méritos relativos de los tipos negativos, y, (iii) el endurecimiento cuantitativo, QT, ha tenido unos efectos menores que la relajación debido a su aplicación gradual y predecible. En otras palabras, la significativa reducción del balance del ECB, en torno al 30% desde su máximo, no ha provocado problemas de liquidez porque el ECB se ha ceñido a su calendario preanunciado.

El marco de la política monetaria se basa en que las reservas voluntarias sigan siendo amplias y abundantes al final del proceso de endurecimiento cuantitativo. Así pues, el tipo de interés de los depósitos seguirá siendo el tipo de interés de referencia política. De ello se deduce que la magnitud de los pagos del ECB a los bancos comerciales en remuneración de sus depósitos en el banco central, es simplemente la consecuencia necesaria de la política del ECB. Un resultado deliberado que ha recibido mucha aten-

estándares históricos.

ción pública y suscitado una controversia política indebida. Si la estrategia monetaria se basara en subastas diarias de liquidez, el llamado tipo MRO, el tipo de las “operaciones principales de refinanciación”, se convertiría en el tipo director de la política monetaria, los bancos no necesitarían operar con abundantes reservas voluntarias y los pagos por ellas no serían sustanciales ni tan controvertidos. Lo que no quiere decir que se recomiende volver al MRO.

El autor hace una importante observación de economía política que ha surgido del largo periodo de QE. Es evidente que la política monetaria debería definirse sin tener en cuenta su impacto en las cuentas del Banco Centra, en las pérdidas potenciales del mismo. Sin embargo, estas pérdidas y, aún más, tener que pedir una aportación adicional de capital en caso de necesidad, puede dar lugar a interferencias políticas. Un enfoque preferible podría consistir en establecer normas predefinidas para la recapitalización automática, cuestión que está sobre la mesa en algunos bancos centrales importantes de la zona euro. Esta disposición legal eliminaría *ex ante* cualquier posible presión externa y también reconocería que la estabilidad monetaria y financiera, como cualquier otro bien público, puede ser costosa, especialmente en un mundo digital de señoreaje decreciente.

Dada la actual incertidumbre política y su previsible duración, la estrategia del ECB debería rediseñarse para garantizar su solidez ante distintos escenarios. Aunque el autor recomienda complementar el mantenimiento de un escenario base con la publicación de escenarios alternativos, pide cautela en su publicación, “no de forma rígida”. El retorno de la inflación y la previsible incertidumbre sobre las políticas económicas básicas, exigen hacer hincapié en la solidez ante diversos escenarios, no sólo la deflación. La nueva estrategia requerirá un mayor grado de flexibilidad para poder adaptarse al origen, la magnitud y la persistencia de perturbaciones conocidas y desconocidas. Debería evitarse la orientación incondicional hacia el futuro, y podría ser necesario distinguir más claramente entre la relajación cuantitativa para el funcionamiento de mercados financieros concretos y el estímulo monetario.

Desde mediados de 2021, la economía de la zona euro se ha enfrentado a una inflación elevada y persistente, causada por perturbaciones excepcionales, como la pandemia de COVID-19, las interrupciones de la cadena de suministro, la invasión rusa de Ucrania, una política fiscal extraordinariamente laxa a escala mundial y quizás incluso el coste de mantener el impulso monetario durante demasiado tiempo. Predecir la inflación durante este periodo ha sido todo un reto, observándose grandes errores positivos hasta mediados de 2022. “Incluso después de controlar los errores en los supuestos técnicos, los errores de previsión son positivos y representan alrededor del 30% de los errores totales de inflación en el periodo”, lo que pone de relieve la necesidad de mejorar las herramientas de previsión. También debería ser prioritario un análisis más profundo de los choques globales y externos y de cómo pueden incorporarse a las herramientas de previsión.

La respuesta de la política monetaria del ECB durante el repunte de la inflación fue inicialmente gradual, pero se fue haciendo más contundente a medida que la persistencia de la inflación se hacía más evidente. Las medidas del ECB garantizaron que la

inflación no se mantuviera demasiado tiempo por encima del objetivo, evitando un desanclaje de las expectativas de inflación. La *forward guidance* del ECB en 2021 retrasó su respuesta al shock inflacionista. Pero Hernández de Cos responde a la crítica de que el ECB podría haber reaccionado demasiado tarde argumentando que el momento del endurecimiento no fue especialmente relevante, dada la contundente respuesta tras la primera subida. Y describe en el texto del capítulo ciertas evidencias empíricas a tal efecto.

Para concluir este capítulo, Hernández de Cos recuerda al lector que las políticas monetaria y fiscal están fuertemente interrelacionadas, y que las respuestas coordinadas son cruciales durante las crisis. En este sentido, la adopción del TPI, el mecanismo de protección de la transmisión del ECB ha contribuido a estabilizar los mercados y a apoyar la transmisión fluida de la política monetaria. Pero no es una panacea, y la nueva estrategia del ECB debería hacer hincapié en la necesidad de políticas fiscales sostenibles como condición previa para el buen funcionamiento de la Unión Monetaria Europea.

2.2. *GARANTIZAR LA CAPACIDAD FISCAL Y LA SOSTENIBILIDAD DE LAS CUENTAS PÚBLICAS A PESAR DE LOS PROBLEMAS ESTRUCTURALES DE FONDO.*

Para garantizar la sostenibilidad fiscal, la Unión Europea adoptó en abril de 2024 un nuevo marco de gobernanza económica que se puso en marcha por primera vez este año. En el capítulo 4, **Esther Gordo** estudia *La aplicación de las nuevas reglas fiscales: ¿Otra oportunidad perdida para abordar el problema de la deuda?*

Las deficiencias del marco fiscal preexistente eran notorias, tanto desde una perspectiva puramente funcional como democrática. La nueva gobernanza fiscal pretende hacer frente a los elevados niveles de deuda pública y a la necesidad de estrategias de saneamiento creíbles en medio de unas necesidades de inversión sin precedentes debidas al envejecimiento demográfico, el cambio climático, la transformación digital y la inestabilidad geopolítica. Un objetivo dual y conflictivo que está en la base de cualquier política fiscal, pero que en una Unión Monetaria es especialmente relevante. Sin embargo, las nuevas normas se basan en la premisa de que la sostenibilidad fiscal, las reformas estructurales y las inversiones se refuerzan mutuamente y deben fomentarse como parte de un enfoque integrado. Por ello, no es de extrañar que el despliegue de las nuevas normas fiscales haya sido controvertido y claramente insatisfactorio.

El nuevo marco introduce un cambio de paradigma en la supervisión fiscal, pasando de los objetivos anuales de déficit a las trayectorias plurianuales de gasto ancladas en el Análisis de Sostenibilidad de la Deuda (DSA). También pretende conciliar la disciplina fiscal con la flexibilidad y la responsabilización nacional. Para un análisis completo de las nuevas normas, véase el Anuario del Euro 2024, “En conclusión, las nuevas normas fiscales son un paso adelante en la coordinación de la política fiscal en la UE. Pero se ha sacrificado la simplicidad en aras de la flexibilidad, y la credibilidad está por ver”.

Como escribe Esther Gordo en este capítulo, sigue habiendo problemas, como la

debilidad de los mecanismos de supervisión y ejecución, la escasa participación de los parlamentos nacionales y las instituciones independientes, y la ausencia de una capacidad fiscal común para financiar los bienes públicos. La capacidad del marco para acomodar el aumento del gasto en defensa y otras necesidades de inversión pública sigue siendo limitada, “lo que plantea cuestiones fundamentales sobre la eficiencia y la legitimidad de la actual asignación de responsabilidades de gasto entre la UE y sus Estados miembros”. Debemos dar las gracias a la autora por su valentía para poner en el centro del debate “el diablo en la habitación”: ¿necesitamos un mayor presupuesto de la UE? Si es así, ¿cómo se financiará? ¿Aumentará la presión fiscal global de los europeos? ¿Y qué cambios de procedimiento necesitamos para mantener un mínimo de legitimidad democrática en el proceso presupuestario? Son preguntas que deben abordarse explícitamente, si queremos avanzar realmente en la ya abrumadora demanda académica de una capacidad fiscal común. Llevamos demasiado tiempo eludiendo estas cuestiones políticas esenciales.

La reforma también introdujo: (i) una evaluación específica para cada país de los riesgos de sostenibilidad de la deuda, (ii) una única variable operativa (gasto primario neto), y (iii) unas cláusulas de escape para circunstancias excepcionales. Estos cambios pretendían proporcionar un marco más realista y transparente para la política fiscal, pero existen importantes retos prácticos y de implementación. La falta de ambición en su diseño y las inmensas necesidades de inversión pública “corren el riesgo de exponer el marco a una prueba existencial incluso antes de que sea plenamente operativo”. La dependencia del Análisis de Sostenibilidad de la Deuda (DSA) presenta retos metodológicos, como la evaluación de riesgos, el uso de indicadores no observables y la aplicación uniforme de multiplicadores fiscales. Estos retos pueden afectar a la eficacia del marco para garantizar la sostenibilidad de la deuda a largo plazo.

El nuevo marco exige a los Estados miembros que presenten planes estructurales fiscales nacionales a medio plazo (MTP). Sin embargo, la exhaustividad y el realismo de estos planes ha variado enormemente, ya que muchos planes nacionales carecen de previsiones e hipótesis detalladas. La participación de los parlamentos nacionales y de las Instituciones Fiscales Independientes (IFIs) en la elaboración de los MTP ha sido limitada, lo que suscita dudas sobre la calidad y credibilidad de los planes. El papel y la capacidad de las IFI nacionales no se han reforzado significativamente, y su participación en la evaluación de los MTP ha sido mínima. Personalmente, añadiría a la evaluación institucional de este capítulo el papel insatisfactorio desempeñado por la Comisión Europea. Existe un consenso cada vez mayor entre los observadores externos de que ha sido excesivamente comprensiva con las consideraciones políticas locales, lo que suscita dudas sobre la racionalidad y funcionalidad de confiar a la Comisión el papel de guardiana y ejecutora.

Como la historia puede repetirse, Esther Gordo también aborda la cuestión de que las necesidades fiscales de Alemania y Francia pueden entrar en conflicto con las nuevas normas fiscales. Por ejemplo, la plena utilización del freno de la deuda reformado en Alemania podría dar lugar a un aumento de la deuda pública del 63% a más del 100% del PIB a finales de la década de 2030. En Francia, el FMI prevé que la ratio de

deuda aumente hasta el 120% del PIB en 2027. Las propuestas que se están estudiando y que requerirán cambios en el marco fiscal son: (i) la exclusión de determinados gastos de infraestructura de las reglas, (ii) la revisión del valor de referencia del Tratado del 60% al 90%, y (iii) la eliminación de la cláusula de salvaguardia, que requiere una reducción anual mínima de 0,25 puntos porcentuales en el déficit fiscal primario. Propuestas que no harán sino acrecentar las dudas del mercado sobre el compromiso de consolidación fiscal en la UE.

El nuevo marco cree en los incentivos, en el gasto público adicional, para financiar reformas que aumenten la producción potencial y, eventualmente, la base impositiva y así, por fin, reducir el déficit. Zanahorias que vienen en lugar de palos, sanciones, dado que la experiencia pasada ha evidenciado la ausencia de voluntad política y legitimidad para imponer las penalizaciones existentes. En mi opinión, aunque evidentemente no es la del autor ni la de la mayoría de los responsables políticos europeos, se trata de un error de concepto fundamental, pura ilusión, que está en la base de los problemas de aplicación. La Unión Europea no ha abordado los niveles históricamente elevados de deuda pública y ha buscado constantemente argumentos para evitar la necesaria consolidación fiscal. Argumentos que incluían la tendencia secular a la baja del tipo de interés natural y el coste irrelevante del déficit y la deuda, las transiciones digital y energética, y ahora las necesidades inmediatas en defensa, y los gastos relacionados con el envejecimiento. Por supuesto, todos estos argumentos son válidos. Pero la restricción presupuestaria sigue existiendo, y la necesidad de buscar espacio fiscal reduciendo otros programas de gasto público es evidente, aunque esté silenciada. Los tipos impositivos efectivos ya son muy elevados en la Unión, desde luego en comparación con nuestros competidores, y están repercutiendo en la productividad y el crecimiento potencial. El verdadero problema europeo no es qué margen adicional permite el nuevo marco fiscal para el déficit, como el debate público nos haría creer, sino cuánto están dispuestos a financiar los inversores, tanto nacionales como extranjeros, y a qué costes. Como han descubierto recientemente de forma un tanto incómoda tanto el Reino Unido como Estados Unidos.

Los problemas económicos y sociales de los países centrales de la Unión son bien conocidos y podrían complicar las perspectivas europeas. Por ello, en el capítulo 5, **Isabelle Mateos y Lago** se pregunta *¿Son Francia y Alemania los enfermos de Europa?* A pesar de que en términos de tamaño económico e influencia política, Alemania y Francia siguen siendo indiscutiblemente dominantes en Europa, ambos se han enfrentado a grandes retos económicos, sociales y políticos al menos desde la pandemia. Desde 2019, ambos países han obtenido peores resultados en varios frentes. El crecimiento del PIB, especialmente en Alemania, ha estado muy por debajo de la media de la UE. La pobreza ha aumentado en ambos países. El crecimiento de la productividad ha sido particularmente débil en Francia. Alemania ha sufrido una mayor inflación, Francia un mayor desempleo. El potencial de crecimiento de ambos países se ha debilitado notablemente y ahora se estima que está ligeramente por encima del 1% en Francia y solo alrededor del 0,5% en Alemania.

Pero para Mateos y Lago, Francia y Alemania conservan unos sólidos fundamentos económicos y un alto nivel de vida que deberían garantizar su dominio económico continuado dentro de la UE. Con aproximadamente el 50% de la población de la UEM y más de un tercio de la UE, Francia y Alemania dominan el panorama de las grandes empresas europeas, ya que juntas representan las dos terceras partes de las empresas que cotizan en el EUROSTOXX 50. Tienen sistemas bancarios grandes, saneados y bien capitalizados, sobre todo Francia, ya que en Alemania los bancos, en gran medida públicos, regionales y mutualistas, dominan el mercado nacional y son menos transparentes, aunque gozan de una garantía estatal implícita.

Alemania es un caso atípico entre las economías más avanzadas, ya que ha seguido siendo una potencia industrial y un exportador dominante de manufacturas en las últimas décadas. Ha generado grandes superávits por cuenta corriente y, con un 18,3%, su cuota de empleo en el sector manufacturero es la más alta del G7 (empatada con Italia). Es cierto que tanto Francia como Alemania padecen una demografía adversa, pero se trata de un problema europeo.

Frente a estos puntos fuertes, este capítulo identifica tres retos principales para Alemania: (i) una elevada exposición a las perturbaciones del comercio mundial; (ii) una estructura económica intensiva en energía y de tecnología media, combinada con una combinación de energías intensiva en combustibles fósiles; y (iii) un stock de capital público obsoleto. La economía alemana ha sido históricamente muy dependiente de las exportaciones y tiene además una exposición relativamente alta al comercio con EE. UU., lo que la hace especialmente vulnerable a una guerra arancelaria. Alemania sufrió desproporcionadamente la subida del precio de la energía en 2022 debido a su gran dependencia de los combustibles fósiles, en particular de Rusia. La economía alemana depende en gran medida de industrias intensivas en energía y en el sector del automóvil “está en una liga propia”. Además, desde los años 90, la inversión pública apenas ha bastado para compensar la depreciación. Es probable que esto haya contribuido en gran medida al débil crecimiento de la productividad y a la disminución del potencial de crecimiento de Alemania.

Mateos y Lago sostiene que los vientos han empezado a cambiar y que se avecinan cambios económicos aún más drásticos. El shock de los términos de intercambio de 2022 ya ha sido en gran medida absorbido. El plan de inversiones aprobado por la nueva coalición de gobierno elegida en marzo de 2025, posible gracias a una reforma constitucional del “freno a la deuda”, está llamado a cambiar las reglas del juego. Este plan prevé invertir 500.000 millones de euros en infraestructuras en los próximos 12 años, además de al menos otros 500.000 millones en defensa. Calcula que el PIB alemán podría aumentar un 1,5% a finales de 2029 y hasta un 2,5% en 2035. La autora confía además en que los posibles efectos inflacionistas sean limitados. Y en que gracias a una ratio deuda/PIB inicial relativamente baja, y al efecto de mejora de la productividad de las reformas anunciadas, Alemania debería poder financiar este aumento de la inversión sin efectos de exclusión, “*crowding out*” significativos y limitar la ratio deuda/PIB al 70%.

En conjunto, una evaluación optimista de las perspectivas alemanas, basada en la

confianza política en el nuevo Gobierno, en una dinámica económica positiva una vez que se ha absorbido en gran medida el choque energético de la relación de intercambio, y en una aplicación sostenida de reformas estructurales amplias y ambiciosas. Porque de mantenerse las políticas actuales, el ratio deuda/PIB se elevaría a cerca del 100% del PIB en 10 años. Sin embargo, persiste la duda sobre la capacidad de Alemania para reinventarse y alejarse de una especialización sectorial incompatible con sus políticas energéticas y climáticas. La cuestión sigue siendo qué cederá primero.

La economía francesa tiene verdaderos puntos fuertes estructurales. A diferencia de Alemania, Francia sufrió una grave desindustrialización en las dos últimas décadas, pero lo que queda de ella (17% del PIB, unos 10 puntos porcentuales menos que en 2000) es muy competitivo y de alto valor añadido (lujo, farmacia, aeronáutica). Además, Francia tiene un sector servicios fuerte y dinámico, que reduce su vulnerabilidad a las guerras comerciales. Francia también se beneficia del bajo coste de la energía gracias a las inversiones tempranas en energía nuclear.

Sin embargo, los problemas de Francia son principalmente fiscales, por lo tanto técnicamente más fáciles pero políticamente enquistados. Francia es el único gran país de la UE que no ha conseguido frenar su ratio deuda pública/PIB ni su déficit fiscal en el periodo post pandemia. De hecho, el déficit aumentó significativamente en 2023 y 2024, debido a una disminución de los ingresos fiscales en términos de PIB y a un gasto público que se mantiene por encima de su nivel anterior a la pandemia. Como resultado, la ratio deuda pública/PIB volvió a su nivel de 2021 (113% del PIB) en 2024, mientras que disminuyó en el resto de Europa. No está claro cómo va a abordar Francia la consolidación fiscal en la actual situación de estancamiento político y con unos niveles impositivos tan elevados que ya perjudican el crecimiento potencial. Un reto particular es que la tasa de empleo de Francia sigue siendo relativamente baja, especialmente entre los jóvenes y las personas mayores, y tiene una proporción significativa de ninis (que no estudian, no trabajan y no están en formación).

Pero Mateos y Lago cree que la consolidación fiscal, aunque gradual, ya ha comenzado. El presupuesto de 2025 debería reducir el déficit del 5,8% al 5,4% del PIB. Para alcanzar el objetivo del Gobierno (3% del PIB de déficit público en 2029) sería necesario un ajuste de 0,5 puntos porcentuales del PIB al año, es decir, un esfuerzo primario de 1 punto porcentual del PIB al año (teniendo en cuenta los pagos adicionales de intereses y el gasto militar). Por supuesto, siempre existe el riesgo de que factores imprevistos compliquen este ritmo de saneamiento. El historial del país en materia de reforma de las pensiones es desalentador y no invita a la confianza. Y la política francesa ha sido un factor de complicación desde la disolución del Parlamento el año pasado. Pero Mateos y Lago sostiene que no hay que sobrestimar la gravedad del problema. ¿Podríamos asistir a un “momento Liz Truss” en Francia? No, afirma, ya que existe un amplio consenso entre las fuerzas políticas y la opinión pública sobre la necesidad de una consolidación fiscal.

Por último, este capítulo aborda las implicaciones para Europa de la situación en sus dos mayores economías. El rendimiento del *bund*, la deuda pública alemana, ha subido y se prevé que siga subiendo como consecuencia tanto de los mayores volúmenes

de emisión como de las mayores expectativas de crecimiento. Aunque esta tendencia también afectará a otros países europeos, los diferenciales con otros Estados miembros deberían reducirse ligeramente, sobre todo para aquellos que muestren progresos en la consolidación de sus finanzas públicas. Los diferenciales podrían contenerse aún más por el nuevo recurso al endeudamiento conjunto junto al nacional para financiar los esfuerzos de rearme. Por cierto, el rearme de Alemania dice este capítulo, llevado a cabo a través de una iniciativa nacional, no obstaculiza necesariamente la prosecución de proyectos conjuntos a escala europea. Desde la perspectiva francesa, cuantos más bienes públicos europeos puedan financiarse a escala de la UE, más fácil le resultará conciliar sus propias necesidades de consolidación fiscal con su indomable aspiración a reforzar la soberanía europea.

Pero también podría argumentarse que una crisis de la deuda soberana en Francia se consideraría una amenaza para la propia existencia del euro y, como tal, podría provocar salidas de capital de toda la zona euro, quizás hacia Alemania pero probablemente fuera de la Eurozona. En opinión del autor, se trata en gran medida de un cisne gris, y un escenario mucho más probable es que a medida que las dos mayores economías de la zona euro recuperen salud y dinamismo, la región atraiga más capital mundial, y el euro se aprecie.

2.3. SUPERVISIÓN Y REGULACIÓN FINANCIERAS, COMPETITIVIDAD INTERNACIONAL E IGUALDAD DE CONDICIONES.

A continuación, el Anuario aborda las cuestiones relativas a la regulación financiera, centrándose en dos temas básicos: la simplificación y armonización regulatoria I y la evolución de las finanzas digitales. En el capítulo 6, **Santiago Fernández de Lis** se adentra en *El sector financiero de la UE: competitividad, simplificación y desregulación*. Comienza analizando el contexto histórico de la regulación financiera, señalando que los ciclos regulatorios suelen seguir a las crisis financieras. La actual fase de endurecimiento de la regulación, totalmente comprensible tras la Gran Crisis Financiera de finales de la primera década de 2000, ha durado más de 15 años. Como efecto secundario, ha dado lugar a una recanalización de los flujos financieros hacia intermediarios financieros no bancarios, incluidos algunos segmentos poco o nada regulados, como el capital privado y los cryptoactivos. Todavía no está claro si se materializará pronto una nueva fase de desregulación. Pero podría desencadenarse fácilmente con la segunda presidencia de Trump. Al mismo tiempo, la UE está embarcada en una senda de simplificación de su regulación financiera, con el propósito de mejorar la eficiencia y el crecimiento económico. Un punto subrayado en los informes Draghi y Letta, y que va *pari passu* con la Unión del Ahorro y la Inversión, el nuevo nombre comercial de la fracasada Unión de los Mercados de Capitales.

En este capítulo se argumenta que la fragmentación es probablemente el factor más importante para explicar la peor rentabilidad de los bancos de la UE, en comparación con los de EE. UU., junto con los factores ambientales y estructurales, pero la

regulación también tiene su importancia. Tras comparar la regulación financiera en sus distintos ámbitos a ambos lados del Atlántico -la supervisión prudencial, el tratamiento de los activos ponderados por riesgo, la protección del consumidor, los sistemas de pagos, las leyes de privacidad, la ciberseguridad, el riesgo operativo y la lucha contra el blanqueo de capitales- Fernández de Lis concluye que, en general, “la regulación de la UE es probablemente más dura para los bancos”, a pesar de que el Comité de Basilea considera que la UE “incumple materialmente”, mientras que EE.UU. hasta ahora “cumple en gran medida”. Pero no hay que olvidar que los Estados Unidos sólo aplican Basilea a los bancos muy grandes y con actividad internacional, mientras que en Europa la normativa es de aplicación prácticamente general. La fragmentación y la regulación hacen que mientras cinco bancos norteamericanos figuran en la lista de los diez mayores bancos del mundo por capitalización bursátil, no hay ningún banco de la Unión Europea.

La complejidad es consustancial al sistema de gobernanza multinivel de la UE. Un sistema que necesita normas detalladas y vinculantes para evitar el arbitraje regulatorio de los Estados miembros dentro del mercado único. En este capítulo se argumenta que el activismo regulador de la UE (especialmente en nuevos ámbitos) se debe principalmente a la presión de la Comisión Europea para evitar normativas nacionales incoherentes. Esto es así porque la UE siente la necesidad de controlar las instituciones nacionales, pero no tiene autoridad directa sobre ellas. Mientras que la Unión Bancaria ha exigido la creación de nuevas instituciones a nivel europeo, no se ha cerrado ni suprimido ninguna institución nacional, lo que multiplica las posibilidades de solapamiento de competencias y las batallas territoriales. Además, añadiría que la mayoría de estas instituciones nacionales han aumentado de tamaño y complejidad, tanto en términos de asignaciones presupuestarias como de personal, en un momento en que muchas de sus funciones básicas se han transferido a nuevas instituciones de la UE.

La estrategia de la UE ha consistido en crear instituciones específicas de propósito único, agencias con un único mandato concreto: microprudencial, macroprudencial, conducta, resolución, protección del consumidor, sistemas de pagos, seguro de depósitos... Nuevas agencias reguladoras y supervisoras con mandatos específicos que a menudo se solapan y compiten en términos de ortodoxia y requisitos de información, creando así incertidumbre a las instituciones financieras. Además, como estas instituciones están aún en proceso de establecer sus credenciales y su ámbito de actuación, sus acciones tienden a mostrar un sesgo restrictivo. Esta proliferación complica la coordinación, crea incertidumbre y multiplica los costes de cumplimiento para las entidades supervisadas.

En el replanteamiento de la arquitectura financiera de la UE, y en la reformulación del mandato de algunas de estas agencias, Fernández de Lis sostiene que la UE se beneficiaría de una inclusión explícita de los objetivos de competitividad en los mandatos de algunas agencias, en particular el Mecanismo Único de Supervisión (SSM), en línea con la reciente reforma del Reino Unido, y de una rendición de cuentas reforzada de las agencias. La línea argumental es directa: la competitividad es una condición nece-

saría para un sistema financiero solvente, sólido, rentable y sostenible. Sólo un sistema financiero competitivo puede ser también estable.

Al insistir en la necesidad de aumentar la responsabilidad de los supervisores, Fernández de Lis deja caer la idea de que “el SSM ha heredado la independencia del ECB, en lo que probablemente sea una interpretación excesiva del Tratado”. Y añade que la lógica de extender esta independencia a la supervisión bancaria no es evidente. Más allá de su supuesto débil fundamento jurídico, sobre el que no soy competente para opinar, me parece que la independencia del Supervisor sí es particularmente relevante para su eficacia. Y ello por las mismas razones y al mismo nivel conceptual que la política monetaria. La tentación de utilizar las prácticas de supervisión en beneficio político está tan extendida en todo el mundo como el uso de la inflación. La evidencia internacional de crisis bancarias inducidas políticamente, de una supervisión bajo instrucciones políticas, de burbujas de crédito motivadas política o clientelarmente que terminan resultando en problemas de estabilidad, debería estar cerca en nuestra memoria española al menos. Tan cerca como para no renunciar a reforzar la independencia de los supervisores. Cuestión bien distinta, y en la que coincido plenamente con el autor, es que la rendición de cuentas es la otra cara de la independencia. Y debería llevar a las agencias monetarias y financieras independientes a ceñirse estrictamente a su mandato y resistir cualquier tentación de extralimitación.

Este capítulo también analiza el enfoque proactivo de la UE para regular las nuevas industrias y tecnologías, como el Reglamento General de Protección de Datos (GDPR) y la Ley de Mercados Digitales (DMA). Destaca la preocupación por la falta de campeones digitales europeos y sugiere que el exceso de regulación puede ser un factor limitante, pero la causalidad también puede ir en la otra dirección, “el hecho de que la UE tenga menos BigTech’s puede explicar su regulación más restrictiva y sus políticas antimonopolio”. Una especie de círculo vicioso tamaño-regulación, una trampa que se impone a sí misma hacia un equilibrio subóptimo.

Aunque este capítulo acoge con satisfacción el actual impulso de simplificación de la UE en materia de regulación financiera, aboga por que sea más ambicioso. Debería ir más allá de la actual concentración en el ámbito del cambio climático y la simplificación del *reporting* para las PYMEs financieras. Para ello, debería reforzarse el análisis de impacto de las normativas, poniendo más claramente la carga de la prueba sobre la necesidad de regular. En esta vía, Fernández de Lis subraya ciertas tentaciones compensatorias que deben evitarse: (i) no debe conseguirse menos regulación de la UE a cambio de más regulación nacional, (ii) menos regulación de nivel 1 no debe llevar a más regulación de nivel 2, y (iii) menos regulación a cambio de más supervisión tampoco sería una buena idea, ya que en la UE la supervisión muestra un sesgo más restrictivo que la regulación.

El capítulo concluye con una lista de propuestas concretas para racionalizar la regulación, reforzar la responsabilidad institucional y promover la eficiencia. No las repetiré aquí, pero animo al lector interesado a consultarlas detenidamente. Constituyen una interesante hoja de ruta para un sistema financiero europeo más sólido, estable y competitivo.

A continuación, en el capítulo 7, **Rebecca Christie** sitúa la regulación en perspectiva internacional y escribe, *Basilea bajo asedio. ¿Se vislumbra el fin de la cooperación mundial en materia de normativa financiera?* La autora analiza el impacto de las políticas del presidente estadounidense Donald Trump en la cooperación financiera mundial, centrándose especialmente en las normas de capital de Basilea. Desde que retomó el cargo en 2025, Trump ha adoptado varias medidas que desafían la cooperación internacional existente, como retirarse de la Organización Mundial de la Salud y del Acuerdo de París y considerar retirarse del Banco Mundial y del FMI. En consecuencia, la preocupación por el futuro papel de EE. UU. en la coordinación económica y financiera internacional es máxima. Parece, sin embargo, a juzgar por las últimas intervenciones públicas del secretario del Tesoro, Scott Bessent, que la opinión de su administración ha pasado de abandonar estas instituciones a ejercer enormes presiones sobre ellas para que den marcha atrás en su expansión y fuercen una significativa reducción de su mandato y se limiten a lo básico. ¿Harán lo mismo en Basilea? Y lo que es más importante, por consideraciones de competitividad, ¿dará lugar esa retirada a una preocupante carrera a la baja en la regulación financiera? En este capítulo se argumenta que la lenta y técnica naturaleza de la arquitectura financiera internacional ayudará a resistir las grandes presiones políticas y a evitar ese grave riesgo.

Fruto de largos procesos históricos y de numerosas crisis bancarias, la arquitectura internacional de la coordinación financiera no es sencilla. El Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, el Consejo de Estabilidad Financiera y el Banco de Pagos Internacionales, el BIS, cada uno con su propio mandato, composición y estatus institucional, desempeñan un papel crucial en el establecimiento y seguimiento de las normas bancarias mundiales. Conviene subrayar que estas normas son directrices acordadas voluntariamente y no requisitos obligatorios. Las llamadas normas de capital de Basilea se acordaron originalmente en el Acuerdo de Basilea de 1988 y han sufrido revisiones casi constantes. La norma básica original, el coeficiente mínimo de capital respecto a los activos ponderados por riesgo del 8%, se fijó entonces.

Con el tiempo, el marco ha evolucionado más allá del riesgo de crédito para incluir los riesgos de mercado, de contraparte y operativo. Basilea II introdujo el concepto de los tres pilares: requisitos mínimos de capital, revisión supervisora y disciplina de mercado. También se diseñó para aplicarse únicamente a los grandes bancos con actividad internacional, quedando el resto sujetos a Basilea I, al coeficiente simple del 8%. A partir de 2009, Basilea 2.5 trató de impedir que los bancos trasladaran activos problemáticos de su cartera bancaria a su cartera de negociación. A raíz de la gran crisis financiera, se aprobó Basilea 3 y se inició el largo camino hacia su aplicación. En esencia, exige más y mejor capital y una mejor gestión de la liquidez. Introdujo conceptos como el colchón anticíclico, el coeficiente de apalancamiento, el suelo de rendimiento (*“output floor”*) y el coeficiente de financiación estable neta, NSFR, y el de cobertura de liquidez, LCR.

Pero las normas de Basilea no son de obligado cumplimiento y deben traducirse en legislación nacional. En este proceso, todas las grandes jurisdicciones, y de forma significativa Estados Unidos y Europa, introducen sus propias salvedades, prioridades

nacionales y consideraciones políticas. Esto es lo que hace tan difícil comparar en la práctica la regulación bancaria efectiva, y la transparencia se resiente, especialmente en el caso de los bancos que no cotizan en bolsa.

En términos generales, los requisitos de capital de la UE y EE. UU. para los bancos son aproximadamente equivalentes. Pero difieren significativamente una vez que adoptamos una visión más granular de los bancos por tamaño y modelos de negocio. Las exigencias regulatorias europeas son mayores para los bancos pequeños y medianos, ya que los modelos de préstamo de estos bancos son intrínsecamente menos arriesgados. Pero los bancos europeos grandes y de ámbito internacional tienden a enfrentarse a menos exigencias que sus homólogos estadounidenses, dada su menor especialización en actividades de banca de inversión. A los bancos europeos les preocupa que la desregulación estadounidense pueda ponerles en desventaja, lo que ha llevado a pedir una aplicación más lenta de la próxima ronda de normas de Basilea, especialmente después de que el Reino Unido haya decidido posponer su principal componente, la FRTB, la revisión fundamental de la cartera de negociación. La Comisión Europea ha pedido un aplazamiento, pero Rebecca Christie no considera aconsejable ningún retraso adicional.

En cualquier caso, el capital bancario no se mueve al ritmo de las normas legales. Las presiones del mercado, las preferencias de los inversores, los objetivos y prioridades de cada institución, la propensión al riesgo y las expectativas y la autoridad moral de los supervisores influyen en el resultado final. De hecho, los bancos europeos y estadounidenses mantienen posiciones de capital y liquidez muy por encima de los requisitos reglamentarios. Este denominado colchón de gestión es un indicador clave para evaluar la solvencia de cualquier institución, el estado del sector y la estabilidad de los mercados financieros. Y sería conveniente tener en cuenta este colchón a la hora de cualquier modificación normativa. Existe el riesgo de que un aumento del colchón de capital obligatorio pueda traducirse únicamente en una reducción del colchón de gestión, en un mayor control por parte del regulador.

Para terminar, Christie sostiene que, dado que los bancos han proporcionado históricamente más de dos tercios de la financiación empresarial europea, e independientemente de lo que decida finalmente la administración Trump, los reguladores europeos tienen un gran incentivo para seguir adelante con la plena aplicación final de Basilea sin demora. Según su razonamiento, si los bancos estadounidenses tuvieran que hacer frente a unos requisitos de capital considerablemente más bajos, el sistema financiero mundial se volvería más inestable, con más riesgo, lo que daría a los reguladores de la UE un argumento adicional para endurecer los suyos. Una proposición que ignora por completo los anteriores llamamientos a situar la competitividad en el centro de la regulación financiera, como el lector interesado habrá notado. . En mi opinión, como ya expuse en la anterior edición del Anuario, ha llegado el momento de detener el tsunami regulador en el sector bancario, aplicar con mayor decisión los criterios de proporcionalidad, centrarse en la regulación de los intermediarios financieros no bancarios (NBFIs) y fomentar la competitividad de la industria financiera europea.

2.4. LA DIGITALIZACIÓN DE LAS FINANZAS Y LOS ACTIVOS DIGITALES PÚBLICOS Y PRIVADOS.

La última sección del Anuario trata de las finanzas digitales. En el capítulo 8, **Fernando Navarrete** se pregunta si *Realmente necesitamos el euro digital: ¿una solución a qué problema exactamente?* Discute la necesidad, proporcionalidad y coherencia estratégica del proyecto del euro digital en el amplio contexto s del panorama geopolítico y financiero actual.

La crisis financiera mundial dañó enormemente la credibilidad del dinero, de los bancos y de los bancos centrales e impulsó a las autoridades monetarias a explorar las monedas digitales de los bancos centrales (CBDC, por sus siglas en inglés) como medio para recuperar la confianza del público. Pero Navarrete sostiene que una estrategia más interesante sería concentrarse en obtener mejores resultados políticos del sistema de dinero fiduciario e intermediación financiera privada, del sistema actualmente vigente. Su enfoque metodológico se basa en el concepto económico básico del coste de oportunidad.

Este capítulo subraya que, si bien las CBDC mayoristas pueden mejorar la eficiencia de los pagos mayoristas y de las transacciones internacionales, las CBDC minoristas, como el euro digital, plantean riesgos significativos para la estabilidad financiera y la privacidad. En consecuencia, se muestra partidario de que el ECB cambie de prioridades y avance con decisión en la exploración de iniciativas de CBCD mayorista. Un desarrollo que no necesita ninguna reorganización institucional o legal compleja, ya que su desarrollo entra con naturalidad dentro de las competencias tradicionales de los Bancos Centrales de proporcionar infraestructura de pagos de *back-end*.

Pero el euro digital es una historia diferente, una nueva forma de dinero digital emitido por el ECB que representa un pasivo directo en su balance, igual que el efectivo. Las incomodidades físicas inherentes a la acumulación de efectivo han dejado el grueso de la función de reserva de valor del dinero al “dinero de los bancos comerciales”, los depósitos bancarios. La moderna naturaleza digital de estas cuentas bancarias las ha convertido en la columna vertebral de los pagos digitales. Por lo tanto, las CBDC minoristas son intrínsecamente desestabilizadoras para el actual ecosistema bancario debido a la potencial erosión de su base de depósitos. Un hecho que es precisamente lo que algunos de los defensores más radicales de un euro digital perciben como su gran ventaja. Tanto los que querrían que los BC tuvieran todos los pasivos del sistema financiero, como los que ven las CBDC como una oportunidad para volver a un mundo mítico de dinero privado. Para evitar ambas e indeseables consecuencias, la actual propuesta de euro digital “impone limitaciones exógenas no probadas, no demostradas y en cierto modo arbitrarias en forma de cuántos euros digitales puede poseer cualquier ciudadano en un momento dado”. Y Navarrete añade que es esencialmente una cuestión política si estos límites se mantendrían en una crisis, si impedirían que una gran parte de la población buscara un refugio seguro para sus ahorros. Esta politización de los instrumentos monetarios crea nuevos riesgos para la independencia de los bancos centrales.

El otro problema consustancial a las CBDC minoristas es su limitada privacidad en comparación con el efectivo. Y la privacidad es la principal preocupación de los ciudadanos de la UE a la hora de considerar una moneda digital. La mera percepción de vigilancia erosiona la confianza y puede hacer que los consumidores vuelvan a los canales de pago informales o no regulados. Se trata de un reto político. Los periodos de conservación de datos, los protocolos de acceso y el mecanismo de supervisión no son cuestiones técnicas, sino opciones sociales que requieren responsabilidad democrática y mandatos legislativos transparentes.

Tras examinar los riesgos de los CBDC minoristas y sus costes posibles, el capítulo evalúa los beneficios potenciales. La reducción de la ansiedad de los BC ante la erosión de los ingresos por señoreaje, un gravamen silencioso, no puede considerarse un beneficio, ya que ciertamente no repercute en el bienestar de los ciudadanos, sino sólo en las cuentas de resultados de los BC. Otros argumentos, más apropiados, para defender el euro digital se han extendido desde la narrativa inicial para incluir ahora: (i) la reducción secular de la base monetaria, el llamado dinero de alta potencia, con la disminución del uso del efectivo que puede llevar a la pérdida del ancla monetaria y complicar la política monetaria; (ii) la soberanía digital y la autonomía estratégica en el sistema de pagos; y (iii) la necesidad de evitar la sustitución monetaria debido al éxito de las monedas estables (“*stable coins*”) no denominadas en euros. La narrativa subyacente se ha vuelto más proactiva más ambiciosa, crear un mundo europeo de las finanzas.

Pero Navarrete sostiene que cuantos más problemas pretende resolver el euro digital, menos creíbles resultan sus afirmaciones. En primer lugar, la disminución de la prevalencia relativa del efectivo es un problema que tiene al menos un siglo de antigüedad. ¿Por qué es ahora un problema? ¿Existe un umbral, un “punto de inflexión” que ha sido superado recientemente? Si es así, ¿por qué sólo en Europa, ya que ninguna otra gran jurisdicción financiera parece interesada en desarrollar su propio CBDC? La Reserva Federal estadounidense ha abandonado el proyecto mucho antes de la llegada de la administración Trump, el Reino Unido, Australia y Canadá también. Solo China, y por razones que haríamos mejor en no replicar, se aferra al programa original.

Por cierto, la “unicidad del dinero” no sólo se basa en la capacidad de convertir el dinero de los bancos comerciales a efectivo a la par. Se basa fundamentalmente en la capacidad de cada ciudadano de mover sus depósitos a la par de un banco a otro. Las reservas en el BC garantizan no sólo las liquidaciones interbancarias o la unicidad del dinero, sino también la capacidad de la autoridad monetaria pública para dirigir la política monetaria. En las últimas décadas ha surgido un ecosistema privado de proveedores de servicios de pago innovadores, desarrolladores de infraestructuras, normas técnicas, etc. ¿Debería el Banco Central actuar para invertir, detener o moderar esta tendencia?

En segundo lugar, con la administración Trump la autonomía digital ha pasado a primer plano del debate político europeo. Es un hecho que, en el ámbito de los pagos, la UE sigue dependiendo estructuralmente de agentes extracomunitarios. Como en muchos otros campos tecnológicos o de seguridad. Una consideración política que Navarrete subraya, pero que me parece equivocada. Sin ir más lejos, no entiendo por qué

la administración Trump querría intervenir American Express o Visa para controlar Europa y no llegar hasta manipular Microsoft Windows o MacOS o IOS. En cualquier caso, como bien se argumenta en este capítulo, la raíz de la vulnerabilidad de la UE no es la ausencia de un euro digital, sino la continua fragmentación del panorama europeo de pagos. Y para remediarlo, otras iniciativas políticas parecen mucho más prometedoras y necesarias.

La autonomía europea en el mundo de los pagos puede perseguirse más eficazmente mediante una combinación de claridad normativa, apoyo a las iniciativas europeas de pagos y fomento de la interoperabilidad y la escala de las soluciones del sector privado basadas en el dinero de los bancos comerciales. El objetivo no debe ser sustituir a los actuales proveedores mundiales de servicios de pago, sino complementarlos y estar preparados para sustituirlos si se materializaran los riesgos geopolíticos. Dado que los proveedores privados no están dando prioridad a las soluciones sin conexión, “*offline*”, un monedero digital puro, este es un nicho en el que la intervención pública puede estar justificada, y el ECB podría ponerla en práctica.

En tercer lugar, en cuanto a los riesgos de sustitución monetaria con la proliferación de criptoactivos, la realidad hoy es que las llamadas monedas estables sirven principalmente como plataformas entre el mundo cripto y el sistema financiero tradicional de dinero fiduciario. Y no hay indicios de que estén preparadas para servir como medios de pago a gran escala. Si acaso, se están popularizando en países en los que la población en general ha perdido la confianza en la moneda local, lo que desde luego no es el caso de la zona euro. Pueden ser más bien una alternativa a la dolarización, y por tanto un problema potencial en los países vecinos que pueden utilizarlos para la euroización. Este riesgo sólo podría agravarse si la zona euro decidiera emitir euros digitales.

Un cuarto y último argumento a favor del euro digital es que puede aumentar el papel internacional del euro. Una afirmación exagerada. Los pagos al por menor son sólo motores marginales de los flujos internacionales de capital, que vienen determinados principalmente por la profundidad y liquidez de los mercados financieros, la credibilidad de sus instituciones, consideraciones políticas y militares, y la pura inercia.

Navarrete concluye su capítulo subrayando “la sorprendente desconexión entre los retos identificados por el ECB y la Comisión Europea y la capacidad del euro digital para abordarlos eficazmente”. Además, la propuesta plantea problemas críticos relacionados con la legitimidad democrática, la dinámica del mercado, la estructura de la intermediación financiera, la protección del consumidor y la capacidad de innovación a largo plazo. Se trata de un instrumento de política financiera de primer orden que cambia la forma de crear, distribuir y utilizar el dinero. Y, por cierto, la cuestión *menor* de quién asume el coste está sin resolver. Por estas razones, “la decisión de emitir un CBDC minorista no puede recaer únicamente en el Eurosistema”. Y no es de extrañar, dada su posición actual, que concluya: “Es esencial la codecisión legislativa del Parlamento Europeo y del Consejo”.

Un enfoque más equilibrado que aproveche la innovación del sector privado y se centre en los CBDC mayoristas puede ser más eficaz para lograr los resultados deseados. Y Navarrete define un plan alternativo a seguir, un plan que animo al lector interesado

a estudiar detenidamente antes de sacar conclusiones precipitadas y dejarse arrastrar por la ola popular del euro digital.

El anuario termina con la pregunta de **Carolina Albuerno**, en el capítulo 9, de si *Regular el auge de las finanzas digitales mediante DORA abrirá otra brecha transatlántica*. Desde la crisis financiera mundial, los requisitos prudenciales aplicables a las instituciones reguladas, en particular a los bancos, han aumentado considerablemente. En este contexto, la Digital Operational Resilience Act (DORA⁴) ha supuesto un nuevo paso adelante en la ampliación del alcance y el perímetro de la regulación prudencial a los riesgos de las TIC. En primer lugar, armonizando las normas sobre gestión de riesgos TIC aplicables a todas las entidades financieras de la UE. Y en segundo lugar, estableciendo un nuevo marco de supervisión prudencial para determinados proveedores “críticos” de servicios de TIC a terceros (TPSP), basado en la extensión y el alcance de su apoyo a las funciones críticas o importantes de las entidades financieras de la UE. Muchas de las normas establecidas por DORA ya estaban en vigor a través de recomendaciones, directrices y otras normas para la mayoría de las entidades financieras. Pero su relevancia viene dada por su carácter vinculante, al estar establecidas por la normativa europea y, por tanto, ser directamente aplicables a las entidades financieras de la UE.

Las autoridades han publicado normas sobre la gestión del riesgo de terceros, con el objetivo general de que los controles internos de las actividades subcontratadas sean equivalentes a los aplicados a las actividades no subcontratadas por la entidad regulada. La entidad regulada sigue siendo responsable de las actividades externalizadas, y los contratos con terceros deben reconocer la capacidad del supervisor de acceder a la actividad externalizada para mantener la adhesión al mismo régimen de supervisión prudencial. Hay que señalar, sin embargo, que las normas de DORA sobre la gestión de riesgos de terceros sólo cubren los servicios de TIC y no son directamente aplicables a otros servicios de terceros no relacionados con las TIC. Servicios que también podrían ser muy relevantes en el modelo de negocio de las entidades financieras, incluidos los servicios administrativos, de pago u otros servicios no relacionados con las TIC.

En principio, las entidades financieras son libres de decidir si externalizan o no sus servicios de TIC, incluso cuando la externalización afecte o pueda afectar a la prestación de servicios críticos o importantes. “Sólo” están obligadas a aplicar normas y procedimientos sólidos antes de acordar cualquier externalización de las TIC. Las entidades financieras deben llevar un registro exhaustivo de todos sus acuerdos contractuales con terceros proveedores de servicios de TIC, distinguiendo entre los que apoyan funciones críticas o importantes y los que no. DORA es muy exigente con la implicación de los servicios de auditoría interna de la entidad financiera en la revisión de los riesgos de las TIC, y en garantizar el acceso a los locales, la información y los datos gestionados por el proveedor de servicios. También exige a las entidades financieras que incluyan en el

⁴ Reglamento (UE) 2022/2554 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de diciembre de 2022, sobre la resiliencia operativa digital para el sector financiero y por el que se modifican los Reglamentos (CE) n.º 1060/2009, (UE) n.º 680/2014, (UE) n.º 909/2014 y (UE) 2016/2011.

contrato cláusulas que obliguen al TPSP a cooperar con el supervisor y la autoridad de resolución, derechos de rescisión a favor de la entidad financiera, y aquellas que regulen exhaustivamente la ubicación donde se presta el servicio e incluyan disposiciones rigurosas sobre la seguridad de los datos.

El legislador también es consciente de que la concentración del sistema financiero en unos pocos proveedores de servicios puede tener consecuencias sistémicas. Por ello, la Unión Europea ha adoptado una política que pretende ampliar el perímetro de supervisión prudencial más allá de las entidades financieras, abarcando a los TPSP de TIC no regulados. El régimen carece en gran medida de precedentes, y crea obligaciones para que los TPSP presenten información, se sometan a inspecciones in situ o a distancia y respondan a las recomendaciones emitidas por las autoridades europeas pertinentes. Este marco va mucho más allá del régimen existente en Estados Unidos, con la Bank Services Companies Act (BSCA).⁵

Tras analizar la justificación del régimen DORA, Carolina Albuérne responde a diferentes cuestiones del nuevo régimen europeo: (i) ¿qué TPSP de las TIC estarán sujetas al régimen de supervisión?, (ii) ¿quién será el supervisor principal de estas entidades?, (iii) ¿qué competencias tiene el supervisor principal?, y (iv) ¿cómo deben ejercerse las competencias sobre las entidades que tienen su sede en terceros países fuera de la Unión Europea?

Sólo se identificarán como críticos los proveedores de servicios que puedan tener un impacto grave en la estabilidad financiera de la UE, sobre la base de los siguientes criterios (i) el impacto sistémico en la estabilidad, la continuidad o calidad en la prestación de servicios financieros si el TPSP de TIC se enfrenta a un fallo operativo a gran escala; (ii) la relevancia sistémica de las entidades financieras que confían en los servicios prestados por el TPSP de TIC, y (iii) la dependencia del TPSP por parte de las entidades financieras para realizar sus servicios críticos o importantes. El DORA exige que los TPSP de TIC considerados “críticos” tengan al menos una filial en la Unión Europea para prestar servicios a las entidades financieras de la UE.

El marco de supervisión no exige que los proveedores de servicios a terceros críticos estén autorizados, por lo que un proveedor de servicios a terceros no necesita someterse a ningún proceso de autorización antes de iniciar la prestación de servicios críticos

⁵ Existen diferencias materiales entre los marcos europeo (DORA) y estadounidense (BSCA). En primer lugar, el ámbito de aplicación de BSCA abarca sólo los bancos (ni siquiera todas las entidades de depósito de EE. UU.), mientras que DORA abarca la mayoría de las instituciones financieras de la UE. Los servicios cubiertos por DORA son exclusivamente las TIC, mientras que el ámbito de aplicación de BSCA es más amplio y abarca principalmente todos los servicios prestados por terceros a los bancos, incluidos otros como los servicios de pago o de préstamo. En segundo lugar, una diferencia fundamental es que las disposiciones de aplicación son muy claras en DORA, mientras que en la BSCA son inexistentes, lo que debilita significativamente la posición de los supervisores y hace que la supervisión dependa de la voluntad de cooperación de las entidades. En tercer lugar, DORA incluye disposiciones que garantizan que el público pueda saber cuáles son los terceros proveedores de servicios críticos que están sujetos al régimen de supervisión, ya que será información pública, mientras que la BSCA no incluye ninguna disposición al respecto. En conjunto, DORA es un enfoque mucho más ambicioso para un universo más reducido que BSCA.

o importantes a una entidad financiera de la Unión Europea. Tampoco se exigirá que sus directores o altos directivos se sometan a una evaluación de idoneidad. En otras palabras, la prestación de servicios críticos a una entidad regulada de la Unión Europea no es una actividad reservada, pero puede desencadenar cierta supervisión prudencial. DORA confiere al supervisor principal facultades de información e inspección.

La autoridad supervisora podrá realizar inspecciones in situ en cualquier establecimiento comercial del proveedor de servicios. El Supervisor Principal estará asistido por un equipo supervisor conjunto para realizar inspecciones y otras acciones de supervisión, en una estructura que parece inspirada en los equipos conjuntos de supervisión del Mecanismo Único de Supervisión. DORA otorga al Supervisor Principal la facultad de emitir requerimientos y recomendaciones sobre determinados ámbitos de actividad de los TPSP de TIC críticas y, en caso de incumplimiento, podrá imponer sanciones. El Supervisor Principal también puede emitir recomendaciones al proveedor de servicios críticos para que se abstenga de celebrar un nuevo acuerdo de subcontratación en los casos en que la subcontratación pueda afectar a funciones críticas o importantes para las entidades financieras y la parte subcontratante esté situada en un tercer país y el acuerdo plantee un riesgo claro y grave para la estabilidad financiera de la Unión o para las entidades financieras a las que presta servicios.

Las recomendaciones emitidas por el supervisor principal no son vinculantes. No obstante, DORA contiene diferentes mecanismos de “persuasión moral” y prevé que, como último recurso, la autoridad competente (por ejemplo, el supervisor bancario en el caso de un banco) pueda obligar a la entidad financiera a suspender temporalmente o poner fin al uso de los servicios del proveedor de servicios de terceros de TIC. Esta posibilidad constituye una “opción casi nuclear” y puede tener enormes efectos sobre el negocio y la reputación del proveedor de servicios externo.

DORA también permite al Supervisor Principal ejercer sus competencias (principalmente los requisitos de información y la facultad de realizar investigaciones e inspecciones generales) fuera de la Unión Europea, en virtud del principio de subsidiariedad, cuando los objetivos del régimen de supervisión no puedan alcanzarse aplicándolos al TPSP crítico filial europeo, por ejemplo, si el TPSP gestiona o trata datos en ese país. No está claro si el TPSP crítico y las autoridades competentes del tercer país autorizarían una inspección o cualquier otra actividad de supervisión en los locales del prestador de servicios en ese país.

El marco de supervisión establecido por el DORA es nuevo y no tiene precedentes, y sus principales elementos deben ponerse a prueba. Por ejemplo, las ESAs aún no han realizado la primera designación de proveedores críticos. Del mismo modo, quedan por resolver cuestiones relativas a la organización de la supervisión prudencial. En cualquier caso, las entidades financieras europeas pueden tener otra fuente de costes regulatorios a la que no están sujetas otros competidores internacionales, en particular las entidades financieras de Estados Unidos. En lo que respecta a la prestación del TPSP TIC, las entidades financieras de la UE incurrirán en costes significativos relacionados con la modificación de los contratos, el mantenimiento de un registro centralizado con todos los datos de los contratos, etc. También pueden enfrentarse a un aumento

de sus costes de funcionamiento, ya que la TPSP puede repercutirles los costes de cumplimiento. Dependiendo de cómo las ESAs decidan utilizar sus nuevas competencias, las entidades financieras de la UE pueden tener que hacer frente a mayores costes relacionados con sus modelos operativos, lo que puede afectar a su competitividad en los mercados internacionales y, en algunos casos, también puede mermar su capacidad de innovación.

3. COMENTARIOS FINALES. LAS DIEZ NUEVAS LECCIONES PARA EUROPA

Un año más, concluiré mi resumen ejecutivo con diez lecciones para la Unión Monetaria Europea. Lecciones que resumen, con mis propias palabras, mi interpretación de lo que los autores recomiendan en cada uno de los diez capítulos de este libro.

- i. La Unión Europea necesita hacer realidad el concepto abstracto de autonomía estratégica abierta sin caer en el proteccionismo. Necesita preservar la especial relación atlántica a pesar de la actual administración estadounidense y evitar una guerra comercial total. La liberalización unilateral del comercio es una mejor segunda opción.
- ii. Europa se enfrenta a un menor crecimiento de la productividad debido a una menor inversión en I+D y una más lenta adopción de tecnología y a una regulación excesiva en los mercados de bienes, servicios y trabajo. Dos tendencias estructurales condicionarán la productividad y el crecimiento económico en las próximas décadas, el desarrollo y la adopción de tecnologías asociadas a la robótica y la inteligencia artificial, y la demografía. Europa va a la zaga en ambos aspectos.
- iii. El marco de política monetaria adoptado por el ECB en 2021 fue decisivo para reducir la inflación. Sin embargo, este marco debería revisarse en 2025, (i) haciendo hincapié en las medidas de la inflación subyacente y en el seguimiento de los salarios y los márgenes, ya que estos indicadores filtran la volatilidad a corto plazo de la inflación general; (ii) la simetría en la necesidad de una acción contundente tanto en contextos deflacionistas como inflacionistas; (iii) la solidez ante diferentes escenarios, con una mejor comunicación de los posibles resultados alternativos; y (iv) la necesidad de políticas fiscales sostenibles como condición previa para el buen funcionamiento de la Unión Monetaria Europea.
- iv. La Unión Europea ha fracasado a la hora de abordar los niveles históricamente elevados de deuda pública y ha estado buscando argumentos para evitar la necesaria consolidación fiscal. Recientemente, estos argumentos han sido la tendencia secular a la baja del tipo de interés natural y el reducido coste del déficit

- y la deuda, las transiciones digital y energética, las inmediatas necesidades de defensa y los gastos relacionados con el envejecimiento de la población. Por supuesto, todos estos argumentos son válidos. Pero la restricción presupuestaria se mantiene, y la necesidad de buscar espacio fiscal reduciendo otros programas de gasto público es evidente. Los tipos impositivos efectivos ya son elevados en la Unión, y repercuten en la productividad y el crecimiento potencial. El problema fiscal europeo no es qué margen adicional de déficit permite el nuevo marco de gobernanza, como el debate público nos haría creer, sino cuánto están dispuestos a financiar los inversores, tanto nacionales como extranjeros, y a qué costes, en un mundo incierto y fracturado.
- v. Alemania se enfrenta a tres retos económicos principales: (i) una elevada exposición a las perturbaciones del comercio mundial; (ii) una estructura económica intensiva en energía y de tecnología media, combinada con un mix energético é intensivo en combustibles fósiles; y (iii) un stock de capital público agotado. Francia es el único gran país de la UE que no ha conseguido frenar su ratio deuda pública PIB ni su déficit fiscal en el periodo post-pandémico. Sus problemas económicos fiscales son técnicamente fáciles, pero están políticamente enquistados. La UE necesita a ambos países políticamente estables y económicamente fuertes. La Unión no puede sobrevivir sin que ambos funcionen eficientemente y lideren el impulso federalizante.
 - vi. El sistema multinivel de gobernanza financiera de la UE es excesivamente complejo y necesita normas detalladas y vinculantes para evitar el arbitraje regulador de los Estados miembros dentro del mercado único. Además, aunque no se ha disuelto ninguna institución nacional de regulación o supervisión, la UE ha creado múltiples agencias con un único objetivo: microprudencial, macroprudencial, de conducta, de resolución, de protección del consumidor, de sistemas de pago, de seguro de depósitos. Esta proliferación complica la coordinación, crea incertidumbre y multiplica los costes de cumplimiento para las entidades supervisadas. En el replanteamiento simplificador de su arquitectura financiera, y al reformular el mandato de algunas de estas agencias, la UE se beneficiaría de una inclusión explícita de los objetivos de competitividad en sus mandatos y de poner más claramente la carga de la prueba sobre la necesidad de regular.
 - vii. Aunque existe mucha preocupación sobre el futuro de la coordinación económica y financiera internacional, es probable que la naturaleza lenta y técnica de la arquitectura financiera internacional le ayude a resistir grandes presiones políticas y a evitar el riesgo de unilateralismo en la regulación financiera. En cualquier caso, el propio capital bancario no se mueve al ritmo de las normas acordadas. Las presiones del mercado, las preferencias de los inversores, los objetivos y prioridades institucionales, el apetito por el riesgo, y las expectativas de supervisión y la autoridad moral, todo ello influye en el resultado final. Por lo

tanto, independientemente de las decisiones de Trump, es poco probable que se produzca una carrera a la baja en la regulación financiera, pero los responsables políticos de la UE deberían fomentar la igualdad de condiciones.

- viii. El euro digital plantea problemas críticos relacionados con la legitimidad democrática, la dinámica del mercado, la estructura de la intermediación financiera, la protección del consumidor y la capacidad de innovación a largo plazo. Los CBDC minoristas son intrínsecamente desestabilizadores para el actual ecosistema bancario debido a la posible erosión de su base de depósitos. El otro problema consustancial a las CBDC minoristas es su menor privacidad en comparación con el efectivo. Entre los beneficios potenciales se incluyen la preservación del señoreaje, un gravamen silencioso y oculto, evitar la pérdida potencial del ancla monetaria, la soberanía digital y la autonomía estratégica en el sistema de pagos; e impedir la sustitución monetaria por monedas estables no denominadas en euros. Sin embargo, existe una sorprendente desconexión entre los retos identificados por el ECB y la Comisión y la capacidad del euro digital para abordarlos. Un enfoque más equilibrado que aproveche la innovación del sector privado y se centre en los CBDC mayoristas podría ser más eficaz para lograr los resultados deseados. El proyecto del euro digital, tal como se propone actualmente, puede no ser una solución adecuada para abordar estos retos.
- ix. El ámbito de aplicación de DORA es muy amplio, ya que su principal objetivo es armonizar las normas de gestión de los riesgos de las TIC en todo el sistema financiero. El marco de supervisión establecido por DORA es nuevo y no tiene precedentes, y sus principales elementos deben ponerse a prueba. Quedan por resolver cuestiones relativas a la organización de la supervisión prudencial. En cualquier caso, las entidades financieras europeas pueden tener otra fuente de costes de regulación a la que no están sujetas otros competidores internacionales, en particular las entidades financieras de EE. UU. En lo que respecta a la prestación del TPSP de TIC, las entidades financieras de la UE incurrirán en costes significativos relacionados con la modificación de los contratos, el mantenimiento de un registro centralizado con todos los datos de los contratos cubiertos, etc. También pueden enfrentarse a un aumento de sus costes operativos.
- x. Como nota final y personal, los acontecimientos actuales demuestran que, en un mundo fracturado, la Unión Europea es más necesaria que nunca. Es una prueba en tiempo real de que la cooperación política y económica beneficia a todos los participantes y promueve el desarrollo social y económico. Sin embargo, los desafíos que se avecinan son significativos y la UE deberá adaptarse, modificando sus procesos de toma de decisiones, redefiniendo la distribución de competencias entre la Unión, las instituciones federales y los gobiernos nacionales, y avanzando en la transferencia de soberanía en ciertas áreas, con la perspectiva de llegar eventualmente a un nuevo Tratado.

PATRONOS
de la Fundación del Instituto Español de Analistas

BANCO SANTANDER, S.A.
BANCO SABADELL
LA CAIXA
FIDELITY INTERNATIONAL
BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES
INDRA
URÍA MENÉNDEZ
ACS
EY
FUNDACIÓN MUTUA MADRILEÑA
ACCIONA
JB CAPITAL
KPMG
MOEVE
UNICAJA
SOLUNION
IKEA IBÉRICA, S.A.U
DELOITTE
J&A GARRIGUES, S.L.
INSTITUTO CAJASOL
FUNDACIÓN ICO
CECA
ALANTRA
FINALBION
FINREG360
FLUIDRA
GVC GAESCO
GRUPO INSUR
ORGANON

