

# EL EURO EN 2024



**INSTITUTO ESPAÑOL  
DE ANALISTAS** DESDE 1965  
FUNDACIÓN

*fundación*



**AVANZAR EN TIEMPOS DE DESINFLACIÓN,  
CONSOLIDACIÓN FISCAL Y DESAFÍOS A  
LAS POLÍTICAS PRUDENCIALES**

**Anuario del Euro 2024**

**Resumen Ejecutivo**

**Fernando Fernández Méndez de Andrés**

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

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

ISBN: 978-84-09-59406-1

Legal Deposit: M-8129-2024

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

Printed by: Reimpventa

# AVANZAR EN TIEMPOS DE DESINFLACIÓN, CONSOLIDACIÓN FISCAL Y DESAFÍOS A LAS POLÍTICAS PRUDENCIALES

**FERNANDO FERNÁNDEZ<sup>1</sup>**

## **1. LA UNIÓN MONETARIA EUROPEA A LOS 25 EN BUSCA DE UNA NUEVA NORMALIDAD**

En enero de 2024, el euro cumplió 25 años. Las expectativas y la ansiedad eran grandes en aquel momento. Lo recuerdo bien, ya que yo era entonces economista jefe encargado de adaptar el análisis y las operaciones de un banco comercial a la nueva moneda. El euro ha sido un éxito indiscutible, a pesar del escepticismo generalizado en los círculos académicos sobre las posibilidades de una moneda común para una región que distaba mucho de cumplir los estrictos criterios de un área monetaria óptima. Y sin embargo, aquí estamos, 25 años después admitiendo a un nuevo Estado miembro, Croacia, en un club al que parafraseando a Groucho Marx "deberíamos negarnos a entrar si quisiera tenernos como miembro".

El euro ha sobrevivido a sus imperfecciones, a los numerosos fallos de diseño que hemos estudiado ampliamente en las distintas ediciones de este Anuario. Ha resistido a grandes crisis económicas, financieras y sociales, a repetidos choques asimétricos, tanto fiscales como de balanza de pagos, que han cuestionado su existencia. Incluso ha resistido a muchas decisiones políticas bienintencionadas pero drásticamente equivocadas, tanto a escala nacional como europea. Ha sobrevivido a muchos gobiernos y partidos políticos.

---

<sup>1</sup> Fernando Fernández Méndez de Andés es miembro del Consejo de Gobierno del Banco de España y de su Consejo Ejecutivo desde febrero de 2023. Editor 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 la opinión del Banco de España y del Eurosistema.

Porque lo que sus críticos no han entendido es que el euro es una ilusión, un sueño, un proyecto político vivo, una obra en constante progreso, un bien público europeo necesario. Porque Europa puede no ser una unión monetaria óptima, pero quiere serlo. Y ha trabajado estos últimos 25 años para acercarse, a menudo con desesperante lentitud, siempre a la espera de una crisis para avanzar, pero cada vez más cerca. No es una unión fiscal y política, si es que es posible separar ambas en los tiempos modernos, y probablemente nunca lo será, pero el grado de transferencia de soberanía a las instituciones europeas no hace más que crecer y seguirá haciéndolo, a pesar de los problemas de legitimidad y las reformas institucionales pendientes en el núcleo de la Unión.

La invasión rusa de Ucrania, como se anticipamos el año pasado, ha dado lugar a un prolongado esfuerzo bélico que amenaza con socavar la unidad europea, tensar sus finanzas, reavivar las viejas divisiones del mundo en bloques políticos y comerciales, poner en entredicho los beneficios económicos y sociales de la globalización y aumentar los riesgos estructurales. En el ámbito estricto del Anuario, la inflación se hizo peligrosamente alta y persistente, el crecimiento se ralentizó y el comercio se vio perturbado. A estas nuevas realidades, a un mundo más fragmentado e incierto, la Unión se vio obligada a responder en 2023. Y lo hizo sin grandes sobresaltos, crisis ni otras tensiones sociales.

A medida que la Comisión von der Leyen se acerca al final de su mandato, con las elecciones europeas de junio, es el momento de hacer un primer balance de sus logros. Para ello, conviene fijarse en las prioridades políticas que ella misma formuló en diciembre de 2019,<sup>2</sup> centradas en asuntos económicos y financieros y, en particular, en la profundización de la Unión Monetaria Europea, UME. El programa incluía seis ambiciosas líneas de actuación: (i) un nuevo marco de gobernanza fiscal, (ii) la revisión del Tratado del Mecanismo Europeo de Estabilidad, MEDE, (iii) la adopción de un instrumento de macroestabilización fiscal, (iv) completar la unión bancaria con un Sistema Europeo de Garantía de Depósitos, SEGD, (v) construir una unión efectiva de los mercados de capitales, UMC, y (vi) reforzar el papel internacional del euro.<sup>3</sup>

Pero las realidades de la política europea no tardaron en imponerse. Y los avances en estos ámbitos han sido tímidos, como con la reforma del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, limitados en su alcance como con el Plan de Acción 2020 para la Unión del Mercado de Capitales, o simplemente inexistentes (MEDE, Sistema Europeo De Garantía De Depósitos y el mecanismo de estabilización). Las diferentes concepciones de la naturaleza y las implicaciones de la UEM, lo que he descrito en Anuarios anteriores como las dos almas de la UEM, han resultado una vez más extremadamente difíciles

---

<sup>2</sup> Ver von der Leyen diciembre 2019.

<sup>3</sup> Fabio Panetta, presidente de la Banca de Italia, argumentó recientemente que tener una moneda de reserva internacional permitía a los países de la eurozona emitir deuda más barata, y advirtió contra el peligro de convertir el euro en un arma, estimando que el ahorro efectivo podría equivaler a alrededor de medio punto porcentual de interés, lo que equivale aproximadamente al 0,5% del producto interior bruto. Véase FT, 26 de enero, 2024.

de conciliar. Incluso para una Comisión que ha dado muestras de una determinación inesperada. Pero una Comisión que quizá, dada la magnitud de los choques externos, no tuvo más remedio que gastar su gran capital político en extender la política europea a nuevos ámbitos acuciantes, como la energía y la defensa, en detrimento de la Unión Monetaria.

En un esfuerzo por conciliar las realidades políticas y económicas, la Comisión formuló un nuevo mantra, la autonomía estratégica, que ha pasado a dominar el debate sobre las relaciones internacionales. Un concepto tan atractivo como peligroso. Una primera prioridad política europea tan abierta a la interpretación que permite un amplio abanico de políticas de aplicación: desde el proteccionismo radical a las políticas industriales inteligentes, desde un necesario replanteamiento de las normas sobre ayudas estatales a la intervención directa del gobierno en los mercados, industrias e incluso empresas concretas y consejos de administración; desde nuevas políticas fiscales para abordar los bienes públicos mundiales emergentes a expansiones fiscales irresponsables y niveles insostenibles de deuda pública.

No cabe duda de que el mundo se ha vuelto más inseguro, la economía más incierta y los mercados más volátiles. Pero estas tendencias ponen de relieve la necesidad de la Unión Europea y aumentan su atractivo como modelo a seguir, si es capaz de mantener sus pilares (supuestos) básicos: un espacio de normas y estabilidad, de responsabilidades compartidas y toma de decisiones consensuada, una economía de mercado abierta en la que prevalece el Estado de Derecho y se garantiza el libre acceso a todas las contrapartes respetuosas de las normas. Pero también, un espacio económico que debe recuperar su competitividad, preservar su estatus privilegiado como actor internacional de primer orden y aprender a asumir el coste de sus ambiciones.

La Unión parece decidida a ampliarse, reconstruir sus cimientos, plantearse nuevas transferencias de soberanía y redefinir el principio de subsidiariedad para abarcar nuevas reglas de reparto de responsabilidades entre los distintos actores en la provisión de bienes públicos -instituciones europeas, Estados miembros y entidades subnacionales-. En su reposicionamiento estratégico, la Unión ha desafiado sus propias fronteras, reabriendo negociaciones de acceso a países vecinos muy alejados social, económica, cultural e institucionalmente. Y ha mostrado su voluntad de definir y aplicar una nueva política europea de seguridad y defensa.

Algunos pueden considerar el proceso puesto en marcha por la presidencia de von der Leyen como una centralización extravagante. Otros lo calificarán de insuficiente y excesivamente tímido. Pero lo cierto es que lo que parecía una Comisión de transición ha resultado más decisiva y resuelta de lo que nadie esperaba. Ha demostrado un liderazgo notable, ha dominado el debate público en la Unión durante todo el año y ha presentado propuestas relevantes en muchos temas -por ejemplo, defensa, energía, normas fiscales, procesos de adhesión- que, con toda probabilidad, darán forma a la Unión en los próximos años. El Consejo, sin embargo, se ha visto sumido en la confrontación y paralizado por las políticas internas. Una evolución poco grata para quienes están cansados de la falta de responsabilidad democrática en la Unión y se muestran escépticos ante el creciente poder de la burocracia de Bruselas.

Este Anuario se centra en los retos y oportunidades de la Unión Monetaria. Evalúa las políticas en el ámbito estricto de las políticas fiscal, monetaria y prudencial. A este respecto, el año europeo ha estado marcado por la notable resistencia de la economía tras una contracción de la política monetaria sin precedentes, pero necesaria; el acuerdo de última hora sobre el marco de gobernanza fiscal, aunque éste se haya limitado al establecimiento de nuevas normas fiscales; las implicaciones para las políticas de supervisión y regulación de la crisis financiera que ocurrió en primavera; y el lanzamiento de la fase de exploración del proyecto del euro digital. Todas estas cuestiones se tratan ampliamente en el presente Anuario, con el objetivo habitual de ofrecer al lector tanto una idea de las tendencias del cambio en la zona euro como de los fundamentos y debates políticos que subyacen a estos avances.

La actividad económica en 2023 mostró una resiliencia inesperada, lo que sugiere un aterrizaje más suave y un proceso desinflationista más suave de lo que muchos temían. Las políticas económicas han vuelto a demostrar su utilidad para frenar un episodio inflacionista tradicional. El crecimiento mundial se mantuvo moderado pero estable en medio de un fuerte consumo privado y unos mercados laborales sorprendentemente sólidos. Las economías de los mercados emergentes, incluida China, impulsadas por la fortaleza de los precios de las materias primas a lo largo del año y espoleadas por la recuperación de Covid19, respaldaron este crecimiento. La economía de Estados Unidos siguió sorprendiendo al alza y su mercado laboral mostró escasos signos de desaceleración.

En respuesta a la elevada y creciente inflación en el Eurozona, el BCE endureció la política monetaria a un ritmo sin precedentes en su corta historia. Desde julio de 2022, el aumento acumulado del tipo de interés oficial asciende a 450 puntos básicos, lo que ha llevado el tipo de interés de la facilidad de depósito de un valor negativo del -0,5% a un tipo positivo del 4%, y el balance del Eurosistema se ha reducido en más de 2 billones de euros desde finales de 2021, debido en gran medida a los reembolsos de las operaciones de financiación a más largo plazo con objetivo específico (TLTRO). En última instancia, sin embargo, la eficacia de la política monetaria depende de cómo se apliquen otras políticas económicas, fiscales, financieras y estructurales.

La economía europea ha evitado a duras penas una recesión en 2023 y, tras un crecimiento mínimo en el primer semestre, "se debilitó aún más en el segundo semestre de 2023, ya que el debilitamiento de la confianza, las anteriores pérdidas de competitividad, las renovadas tensiones geopolíticas y el endurecimiento de las condiciones de financiación lastraron la actividad..."<sup>4</sup> En el escenario más reciente del BCE, se espera que el crecimiento de la zona del euro cobre cierto impulso en 2024, favorecido por un aumento moderado de los ingresos reales a medida que la inflación descienda y los aumentos salariales se mantengan firmes, y que las exportaciones acompañen a la demanda exterior. Este escenario central del BCE se basa en gran medida en la ausencia de nuevos choques exógenos como, por ejemplo, una nueva ola de Covid, una escalada de los conflictos militares existentes, una fractura repentina de los flujos

---

<sup>4</sup> BCE, Boletín Económico Número 8, 2023. Diciembre

comerciales o un nuevo choque financiero. Las proyecciones de los servicios del Eurosistema de diciembre de 2023 para la zona del euro prevén una ralentización del crecimiento anual del PIB real hasta el 0,6% en 2023, antes de repuntar hasta el 0,8% en 2024, para luego aumentar hasta el 1,5% en 2025 y 2026. Estas mismas proyecciones prevén que la inflación global en el Eurozona disminuirá gradualmente, situándose en una media del 2,7% en 2024, el 2,1% en 2025 y el 1,9% en 2026.

Ante este escenario macroeconómico generalmente benigno, los mercados han empezado a especular, ya a finales de 2023, con un rápido descenso de los tipos de interés, tan pronto como en el primer trimestre de 2024. Una especulación que los bancos centrales de todo el mundo, no sólo el BCE, se han esforzado en contrarrestar insistiendo en que (i) los tipos deben permanecer en el nivel actual durante un periodo de tiempo suficientemente largo para evitar un cambio repentino en las expectativas de inflación,<sup>5</sup> (ii) la “última milla” en la lucha contra la inflación (bajar la inflación subyacente del 3% al 2%) es la más difícil, ya que no hay linealidad en las actuaciones de protección contra la inflación por parte de los consumidores y las empresas,<sup>6</sup> (iii) los anteriores episodios infructuosos de desinflación fracasaron todos ellos debido a una relajación prematura,<sup>7</sup> y (iv) las actuales expectativas del mercado son incoherentes porque si la inflación cae tan bruscamente como prevén los analistas y los participantes en el mercado, los costes de producción serán significativamente mayores y las actuales valoraciones de los activos no serían realistas. De ahí la necesidad de extremar la cautela y evitar un optimismo excesivo.

El debate sobre la velocidad de retorno de los tipos de interés reales a su nivel normal a largo plazo dominará el primer semestre de 2024. Pero es más bien irrelevante, al menos en el ámbito de los responsables políticos y los académicos. Mucho más significativo para la futura dirección de la política monetaria es el debate sobre “la nueva normalidad”, el nivel del tipo de interés natural en el estado estacionario (conocido en la literatura como el debate sobre  $r^*$ ), una vez que el anterior y frágil consenso sobre que  $r^*$  se sitúa en torno a cero ha demostrado ser engañoso.<sup>8</sup> En suma, se trata de determinar hasta qué punto las fuerzas desinflacionistas seculares (globalización, digitalización y demografía) pueden haber revertido o dado paso a tendencias inflacionistas

---

<sup>5</sup> “Sobre la base de nuestra evaluación actual, consideramos que los tipos de interés oficiales del BCE se sitúan en niveles que, mantenidos durante un período suficientemente largo, contribuirán sustancialmente a este objetivo. Nuestras decisiones futuras garantizarán que nuestros tipos de interés oficiales se fijen en niveles suficientemente restrictivos durante el tiempo que sea necesario”. Christine Lagarde, 2023.

<sup>6</sup> “La última milla trata de este cambio en el proceso de desinflación. Ya no se trata de reversiones mecánicas de los precios, sino de crear las condiciones necesarias para que los efectos indirectos y de segunda ronda de las perturbaciones de la oferta no se afiancen en la inflación subyacente”, Isabel Schnabel, noviembre de 2023.

<sup>7</sup> WP/23/190 del FMI, septiembre de 2023, Washington D.C.

<sup>8</sup> El denominado “tipo natural” se define como el tipo de interés real que mantiene la producción en su nivel potencial y la inflación estable en su nivel objetivo. Para un análisis de los supuestos y las implicaciones de la utilización de este concepto como guía política, véase Resumen Ejecutivo del Anuario del Euro 2021.



más actuales y acuciantes (autonomía estratégica, polarización, dinámica de la deuda, intervencionismo estatal, conflictos distributivos y transición energética).

El elemento esencial de la Unión Monetaria Europea es su anclaje de la inflación. Por ello, no puede sorprender que, tras un episodio en el que la inflación ha subido mucho más y durante mucho más tiempo de lo previsto, las políticas de desinflación hayan estado en el centro de las actuaciones del BCE en 2023, así como la necesidad de complementar la restricción monetaria, tanto en precios como en cantidades, con otras políticas de oferta y demanda. Este endurecimiento monetario rápido y pronunciado ha hecho resurgir los viejos temores de fragmentación financiera y de reactivación de los bucles de retroalimentación de deuda soberana y bancaria, sobre todo porque no se han producido grandes avances en la realización de la unión bancaria y de los mercados de capitales. El único avance destacable del año ha sido la iniciativa CMDI de la Comisión, el marco de gestión de crisis y seguro de depósitos, que es, en el mejor de los casos, un modesto paso en la dirección correcta y, en el peor, otra oportunidad perdida para crear un sistema europeo de seguro de depósitos.

La liquidez en los mercados financieros fue motivo de preocupación al inicio del periodo contractivo. En particular, la finalización de los programas TLTRO suscitó el espectro de posibles eventos (crisis) de liquidez en el proceso de reducción del balance del BCE. Aunque el mercado interbancario privado aún no se ha restablecido tras su práctica desaparición con la Gran Crisis Financiera, otros instrumentos financieros privados y públicos han asumido su función estabilizadora, básicamente la titulización y el exceso de reservas de los bancos comerciales (depósitos) en el BCE. Y no se ha producido ningún evento (crisis) de liquidez importante en la Eurozona, ni siquiera durante las crisis bancarias que tuvieron lugar en la primavera y que afectaron a los mercados estadounidense y suizo.

El BCE mantuvo sus dos instrumentos para evitar la fragmentación financiera y neutralizar las presiones indebidas del mercado, no respaldadas por los fundamentos, contra un soberano. El TPI, Instrumento de Protección de la Transmisión, una versión refinada del argumento “*whatever it takes*” que no ha sido necesario utilizar, dado que (i) el BCE ha utilizado su segundo instrumento, la flexibilidad en la reinversión del programa de compra de emergencia durante la pandemia PEPP. (ii) En general, los gobiernos han mantenido políticas de deuda y déficit adecuadas, dado el amplio margen para el gasto público que ofrecen el impuesto de la inflación y el programa NGEU. De hecho, muchos Estados miembros se han mostrado incapaces de absorber estos fondos en sus resultados presupuestarios. Y (iii) los mercados han permanecido muy tranquilos mientras los costes del servicio de la deuda pública se situaban en mínimos históricos. Pero 2024 traerá crecientes retos de déficit público y deuda en un escenario político muy diferente y los Estados miembros se equivocarían si encontraran consuelo en la benevolencia del mercado del año pasado y en la abundante demanda de deuda del Estado.

Los bancos centrales de todo el mundo, y desde luego el BCE, han reclamado reiteradamente un papel más activo de otras políticas económicas en la lucha contra la inflación: consolidación fiscal para frenar el crecimiento excesivo del gasto público (en

EE.UU. mediante la Ley de Reducción de la Inflación, IRA, y en la zona del euro con el Programa de Recuperación y Resiliencia, ERRP), y reformas estructurales para aumentar el potencial de crecimiento y desplazar hacia fuera la frontera de posibilidades de producción. Pero sus pretensiones han tenido un éxito limitado, ya que el impulso fiscal seguirá siendo positivo hasta 2023. El BCE ha defendido una postura neutral de la política fiscal en la zona euro, tras tomar en consideración el impulso proporcionado por el ERRP (Next Generation EU). Un programa que teóricamente fue diseñado para evitar que la recesión inducida por la crisis del Covid y la guerra de Ucrania perjudicara las inversiones necesarias en algunos bienes públicos europeos estratégicos, como la descarbonización y la digitalización. Este mecanismo europeo desembolsado alegremente y sin vacilaciones por la Comisión en forma de subvenciones prácticamente incondicionales, debería haber hecho posible que los Estados miembros registraran considerables superávits estructurales. Por desgracia para la resiliencia de la Unión que entra en una nueva fase del ciclo económico y fiscal, esto no ha sido así en general.

La renovación del marco fiscal era una prioridad para la Unión, consciente de que, por un lado, el restablecimiento de las viejas reglas llevaría a profundizar la contracción económica, y, por otro, la prolongación del periodo excepcional de inobservancia obstaculizaría la tan necesaria credibilidad y el compromiso de la Eurozona con una gestión pública prudente. En el último momento, de la forma más europea, se acordó un nuevo conjunto de normas fiscales. Que este acuerdo cumpla los tres objetivos de la reforma -simplificación, transparencia y reducción de la ciclicidad- es otra cuestión. Los comentaristas coinciden en que una mayor complejidad ha sido el precio pagado por introducir flexibilidad. Además, el Consejo de la UE de 20 de diciembre ignoró otras áreas cruciales de la gobernanza fiscal, un mecanismo de macroestabilización para la Eurozona, la definición y aplicación de una orientación fiscal para el conjunto de la zona y el papel de las Autoridades Fiscales Independientes en la vigilancia de las normas fiscales. Una vez más, lo que era políticamente posible distaba mucho de ser económicamente perfecto, pero hubo algunos avances, y la “bicicleta de Dólors” sigue en marcha.

Completar la unión bancaria y de los mercados de capitales está siempre en la agenda de la Unión. A pesar de la incapacidad para avanzar con el Sistema Europeo de Garantía de Depósitos o de la falta de progresos sustanciales con la Unión del Mercado de Capitales, donde la aplicación del Plan de Acción 2020 ha sido, en el mejor de los casos, incompleta y muy tímida, se han producido algunos avances. Uno importante, en términos de mejora de la supervisión bancaria en Europa, es la publicación en marzo de la *Evaluación de Expertos del Proceso de Revisión y Evaluación Supervisora del Banco Central Europeo, SREP*.<sup>9</sup> El informe recomienda distintas vías para mejorar la eficiencia y eficacia de los actuales procedimientos de supervisión: (i) potenciar la supervisión basada en el riesgo y potenciar el criterio supervisor, lo que conlleva riesgos jurídicos y políticos, pero reconoce la realidad; (ii) promover una mejor integración de los resultados de otras evaluaciones supervisoras en el SREP, para aprovechar mejor toda la información

---

<sup>9</sup> Véase *Assessment of the ECB's Supervisory Review and Evaluation Process*, marzo de 2023.

disponible, (iii) racionalizar los procesos del SREP y acortar sus plazos, para evitar “tener razón pero ser inútil”, (iv) reequilibrar el capital y las medidas cualitativas, ya que el capital por sí solo no puede hacer frente a todos los riesgos, y (v) reformar el proceso de determinación de los requisitos de capital del Pilar 2, especialmente engorroso y mecánico, para centrarlo específicamente en los riesgos no cubiertos ya por el Pilar 1. En resumen, el informe subraya acertadamente la importancia del criterio y la discrecionalidad de los supervisores, pero también que es importante equilibrar esa discrecionalidad con la plena divulgación de las expectativas de los supervisores, garantías de trato justo y equitativo y algún mecanismo de resolución de conflictos.

La reforma de los marcos de supervisión, regulación y resolución en Europa se intensificó tras las tensiones de primavera en los mercados financieros que provocaron las quiebras de Silicon Valley Bank (SVB), Signature Bank of New York (SNBNY) y First Republic Bank en EE.UU., y la adquisición en última instancia de Credit Suisse por UBS. Las principales autoridades monetarias y financieras del mundo han publicado documentos con sus principales conclusiones para seguir mejorando el marco de prevención y gestión de las crisis bancarias.<sup>10</sup> Permítanme resumir brevemente aquí lo que me parecen las principales lecciones que hay que aprender, y las recomendaciones para la adopción de nuevas medidas políticas.

Los acontecimientos bancarios de la primavera pusieron de relieve el riesgo de que los ajustes rápidos de los tipos de interés provoquen inestabilidad en los mercados y demostraron la importancia crítica de prevenir las crisis mediante una supervisión bancaria adecuada, previsor, proporcionalmente intrusiva, centrada en el riesgo y exhaustiva. La crisis fue también una llamada de atención sobre las implicaciones de los clientes financieros digitales para la velocidad de las “corridas” bancarias y la supuesta estabilidad de los depósitos. De este modo, se impulsó una mayor investigación sobre las características de los sistemas de seguro de depósitos.

Estas quiebras bancarias constituyeron la primera prueba real del marco internacional de resolución establecido por los Atributos Clave de los Regímenes de Resolución Eficaces para las Instituciones Financieras tras la Crisis Financiera Mundial. Y aprendimos. En primer lugar, los bancos no identificados como G-SIB (bancos globalmente sistémicos) pueden seguir siendo sistémicamente significativos o críticos en caso de quiebra. En otras palabras, el contagio puede ser más generalizado de lo que se ha identificado hasta ahora, y afectar a bancos agrupados por muchas características diferentes en su activo y/o pasivo del balance. Por lo tanto, en segundo lugar, la planificación de la resolución debe extenderse a todos los bancos, teniendo debidamente en cuenta la proporcionalidad, y todos los bancos, incluidos los no sistémicos, se beneficiarían de contar con una capacidad de absorción de pérdidas. En tercer lugar, la financiación en la resolución es fundamental y aún no se ha abordado adecuadamente, en particular en la UEM, donde el mecanismo de respaldo del MEDE aún no está operativo. En cuarto

---

<sup>10</sup> Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal 2023, WP/23/181 del FMI, Consejo de Estabilidad Financiera, 2023, Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, 2023, Autoridad Bancaria Europea 2023.

lugar, las capacidades relacionadas con la resolución, como la capacidad de producir rápidamente la información necesaria para comercializar una entidad o para aplicar los principales instrumentos de resolución, son de vital importancia, en particular la venta de acciones o activos, que ha demostrado ser el instrumento más realista para una resolución ordenada en el mundo real.

El BCE, en cumplimiento del mandato recibido de la Comisión, puso en marcha en octubre de 2023 la segunda fase del proyecto del euro digital, la fase de preparación, teniendo mucho cuidado de no comprometerse a una decisión final de seguir adelante ni a una fecha concreta de introducción. El informe del BCE,<sup>11</sup> aboga por la introducción de un euro digital minorista principalmente por razones defensivas: para proteger la autonomía de Europa en un mundo en el que (i) otros bancos centrales pueden emitir monedas digitales en breve, (ii) algunas instituciones privadas pueden apresurarse a emitir su propio dinero privado, y (iii) los principales proveedores actuales de medios de pago digitales disponibles, emisores de tarjetas de crédito y débito digitales, no son europeos.

El euro digital sería esencialmente un pasivo digital del banco central frente a los ciudadanos europeos, el equivalente inmaterial al efectivo en circulación, los billetes y monedas de euro. Este punto es muy importante, porque es quizás el único argumento económico real para apoyar el euro digital; la posibilidad real de un mundo sin efectivo, sin dinero del banco central, como se teme por ejemplo en Suecia. Los retos técnicos de la emisión de euros digitales no son irrelevantes y podrían resumirse en el reto sobre la mejor manera de mantener dos características básicas del efectivo: el anonimato y la accesibilidad y uso generales. Pero las cuestiones cruciales no son técnicas sino económicas; (i) cómo garantizar que el euro digital complemente al efectivo y no sustituya a los depósitos bancarios, (ii) cómo proteger la estabilidad financiera y no facilitar las crisis bancarias, y (ii) cómo preservar la soberanía monetaria en un mundo de monedas digitales de bancos centrales, CBDC.

En resumen, la Unión Europea ha seguido mejorando la arquitectura financiera de su unión monetaria. En particular, en 2023 se ha avanzado en el ajuste parcial de su marco de gobernanza fiscal para llegar a un nuevo equilibrio entre el doble requisito de estabilidad y crecimiento, en la resolución de algunos de los problemas de su marco de resolución bancaria y en la preparación para un mundo digital en el dinero y las finanzas. El Banco Central Europeo ha proseguido su lucha contra la inflación y la "desinflación immaculada" parece una posibilidad real a finales de 2023, allanando incluso el camino para una "recuperación immaculada". Pero no se ha avanzado en muchos componentes importantes de una unión monetaria estable que resultan demasiado familiares al lector de este Anuario: (i) un instrumento fiscal de macroestabilización, (ii) una postura fiscal común para la zona euro, (iii) el sistema europeo de garantía de depósitos, (iv) un "back stop" fiscal para la resolución bancaria, ya que el Tratado ESM aún no ha sido ratificado, (vi) un procedimiento de insolvencia común para los bancos menos significativos de la zona euro, y (vii) un activo europeo

---

<sup>11</sup> Véase BCE, octubre de 2023.

libre de riesgo. Mientras no se produzcan avances significativos en estos siete ámbitos, la Unión seguirá estando a merced de unos mercados financieros benévoloos o temerosos, y los responsables políticos y las autoridades monetarias europeas, tendrán que hacer gala de una notable determinación, imaginación, profesionalidad y buena suerte para sortear episodios recurrentes de tensión financiera y económica.

## 2. TIEMPOS DE DESINFLACIÓN, CONSOLIDACIÓN FISCAL Y DESAFÍOS A LAS POLÍTICAS PRUDENCIALES.

El Anuario ha sido un esfuerzo colectivo desde su primera edición en 2013 y los dos estudios *ad hoc* precedentes sobre la naturaleza de la crisis de la deuda europea de 2008-12. Una vez más, este año ha contribuido al Anuario una impresionante lista de profesionales de muy diversa formación, perspectivas, posiciones actuales y experiencias pasadas. Todos ellos ofrecen al lector un excelente relato de lo que ha sucedido en la Unión, en términos de políticas monetarias, fiscales y reguladoras, y también de los fundamentos políticos y económicos de las decisiones, del pensamiento de los círculos académicos y de los responsables políticos sobre qué hacer y por qué. Mi papel, como de costumbre, se ha limitado a seleccionar contenidos y autores y a redactar este resumen ejecutivo y complementar o cuestionar algunas de las recomendaciones de los distintos autores, en beneficio del lector, que así podrá captar los distintos puntos de vista y sensibilidades en torno a temas controvertidos, y políticos por definición. En la tradición más europea, las excelentes contribuciones a este Anuario dejan una sensación unánime de satisfacción y preocupación al mismo tiempo. Satisfacción porque una vez más Europa ha derrotado a negacionistas y catastrofistas y se mantiene unida tras enfrentarse a sacudidas inéditas como una guerra en sus fronteras, la sustitución de sus proveedores tradicionales de energía y la amenaza inflacionista más grave de su existencia. Preocupación, porque con tantas cuestiones estructurales y de diseño aún por resolver, la sensación de incertidumbre, inestabilidad y crisis puede enquistarse, condicionando su futuro.

El libro se divide en cuatro secciones: el contexto, las políticas monetarias en tiempos inflacionistas, el cambio de rumbo en las políticas fiscales y la revisión de las políticas de supervisión de la regulación financiera. En la primera sección, siguiendo nuestra opinión de siempre de que la Unión Europea es un sueño político de nuestros padres fundadores, el capítulo inicial examina las prioridades políticas y los debates sobre el poder en Europa. Pero inmediatamente después, como debe ser en un libro dedicado a la UEM, presentamos un amplio panorama del papel de la política monetaria. La sección II contiene dos artículos, uno examina la naturaleza cambiante de los choques inflacionistas experimentados en este periodo, el otro las implicaciones de la reducción del tamaño de los balances de los bancos centrales para la liquidez y la estabilidad financiera. La sección III, dedicada a la política fiscal, comienza con un análisis de las nuevas normas fiscales acordadas en diciembre; en el capítulo siguiente se exponen las implicaciones para los retos fiscales a largo plazo de la Unión. La sección finaliza

con una evaluación preliminar del componente de reformas estructurales del Plan de Recuperación, Transición y Resiliencia y para aumentar el potencial de crecimiento en España. Por último, la sección IV sobre políticas financieras, examina en primer lugar la hoja de ruta para la implantación del euro digital, y a continuación contiene dos artículos sobre las lecciones de la crisis bancaria de marzo de 2023, uno centrado en lo que salió mal y por qué en EE.UU. y el otro en las implicaciones para las políticas de resolución en Europa.

## 2.1. EL CONTEXTO POLÍTICO Y MONETARIO

Reflejando nuestra comprensión de la naturaleza política de la Unión Monetaria, comenzamos el Anuario analizando el panorama político en Europa. Tres grandes perturbaciones pusieron de manifiesto la vulnerabilidad estratégica de Europa derivada de la interdependencia económica: la pandemia, la interrupción de las cadenas de suministro en 2021 y la brutal invasión de Ucrania por Rusia. En conjunto, estos tres choques han aumentado drásticamente el valor de la autonomía como bien político, escriben Jorge Galindo y Teresa Raigada en el capítulo 1, *La agenda política de Europa en un mundo fragmentado*, en lo que supone un llamamiento a una mayor autonomía europea, amplificado por la evolución proteccionista de China bajo el liderazgo de Jinping, y del socio natural de Europa, Estados Unidos.

En su discurso inaugural de 2019, Ursula von der Leyen articuló su visión de la Unión Europea: "El mundo pide más Europa. El mundo necesita más Europa". Esa visión se ha filtrado en una nueva prioridad política europea, la Autonomía Estratégica Abierta, AEA. Un concepto laxo basado en la idea de que Europa debe ser más autosuficiente y asertiva en sus relaciones exteriores, al tiempo que permanece abierta al comercio y la cooperación mundiales. El término "autonomía" implica, lógicamente, la capacidad de la Unión para tomar decisiones que den prioridad a sus propios intereses. El aspecto "abierto", sin embargo, reconoce la intrincada red de interdependencias. La Unión debe equilibrar los intereses internos con los factores externos, actuando "multilateralmente, cuando sea posible, unilateralmente cuando sea necesario".

Esta necesidad de autonomía supone un reto para la política europea, que se verá dominada por una "bifurcación estratégica" entre su enfoque multilateral tradicional y un proteccionismo renovado. El primero implica profundizar en la diversificación (en comercio, política, seguridad, etc.) dentro del actual marco de normas comerciales y mercados integrados, para evitar una excesiva dependencia unilateral. El segundo reduce la dependencia y refuerza la autosuficiencia dentro de la Unión, pero con un coste en términos de inflación, empleo y crecimiento. El resultado dista mucho de ser unívoco y, por el contrario, puede variar en función de los retos específicos que se planteen.

Esta escisión, en opinión de Galindo y Raigada, dominará el futuro de la política europea junto con otras dos: la velocidad y las políticas de compensación de la transición energética y las tensiones recurrentes entre una unión más centralizada frente a una

unión flexible de Estados soberanos que ceden políticas sólo en casos de necesidad desesperada, como fue Covid o la agresión rusa. La tarea política central de cualquier coalición gobernante entrante en 2024 será mantener el equilibrio entre la autonomía de la Unión y el proceso de descarbonización. La diversificación multilateral será el arma política elegida, especialmente para dar forma a cadenas de valor más resistentes para bienes intermedios y materias primas, pero es probable que deba complementarse con una política industrial verde mucho más activa. Nada de esto será factible, sin embargo, a menos que la Unión prosiga su lenta marcha hacia la creación de un espacio fiscal común, escriben los autores, que abogan por una ampliación de la actual plataforma política.

La colaboración de convergencia de centro entre conservadores liberales y socialistas ha sido una característica de la política europea durante décadas. Pero dos factores diferenciales hacen que esta coalición sea mucho más relevante y en ningún caso un hecho ex ante una situación que daba darse por supuesta: la creciente divergencia entre los bloques ideológicos y dentro de ellos, y el declive relativo de su fuerza electoral. En 2019, una coalición S&D-EPP no era aritméticamente suficiente, como lo fue tras las anteriores elecciones. Una mayoría alternativa que incluyera desde el centro a la extrema derecha era viable, pero los partidos de centro derecha en el Parlamento Europeo decidieron no seguir esta vía, en contraste radical con las decisiones políticas polarizadoras adoptadas en algunos Estados miembros. Las encuestas de cara a las próximas elecciones al Parlamento Europeo sugieren que es probable que las plataformas políticas se encuentren en una situación similar tras la votación de junio de 2024, en el sentido de que el centro-derecha probablemente desempeñará un papel realmente fundamental, pero necesitará una gran coalición. El contenido programático resultante de esta coalición tendría que llenar de contenido el concepto de una Autonomía Estratégica Abierta con actuaciones implementables, salvando la brecha entre el discurso y la formulación de políticas concretas.

Las políticas económicas son más eficaces cuando son complementarias y crean espacio para las demás. Esto es aún más importante en una unión monetaria en la que un objetivo común de inflación es compartido por países con niveles heterogéneos de deuda pública, capacidad fiscal y ciclos financieros. Este es el punto de partida del capítulo 2 de Pablo Hernández de Cos, *La política monetaria y su interacción con otras políticas económicas*.

Al analizar en primer lugar la interacción entre la política fiscal y la monetaria, resulta útil distinguir entre la combinación óptima de políticas fiscales y monetarias en un momento dado y el marco de gobernanza que maximiza la probabilidad de contar con una combinación óptima de políticas en todas las circunstancias. La segunda consideración es crucial en una unión monetaria y ha recibido mucha menos atención. El estímulo fiscal generalizado tras la pandemia ha provocado un aumento significativo de los niveles de deuda pública y una reducción del “espacio fiscal” en la Eurozona, por lo que una política fiscal más prudente facilitaría la relajación de la política monetaria, aliviaría las presiones inflacionistas impulsadas por la demanda y mantendría ancladas las expectativas de inflación, al tiempo que contendría los riesgos para la sostenibilidad



de la deuda y, en general, para la estabilidad financiera. Por otra parte, Hernández de Cos subraya que, desde una perspectiva a más largo plazo, la Unión carece de un marco apropiado para lograr una combinación óptima de políticas macroeconómicas.

El Gobernador acoge con satisfacción la reciente reforma de las reglas fiscales europeas, especialmente porque posiciona la sostenibilidad de la deuda en el centro del debate, utiliza una regla de gasto como objetivo intermedio y permite una mayor heterogeneidad entre países. Pero advierte que (i) el éxito del nuevo marco dependerá de su aplicación efectiva, (ii) la elección de la orientación óptima de la política fiscal por cada país no garantiza necesariamente una orientación óptima a nivel europeo, (iii) las necesidades de inversión pública para mitigar el calentamiento global y acelerar las transformaciones digitales no pueden alcanzarse dentro de los respectivos espacios fiscales nacionales disponibles, y, por tanto, es necesario introducir un instrumento de financiación común, permanente y europeo, y (iv) el limitado grado de compartición de riesgos que aún caracteriza a la UEM exige que el marco fiscal óptimo incluya la emisión de activos seguros paneuropeos de referencia.

Las interacciones entre las políticas monetaria y macroprudencial son potencialmente significativas, dado que sus canales de transmisión son similares. La búsqueda de la estabilidad de precios a través de la política monetaria y de la estabilidad financiera a través de la política macroprudencial el principio de separación suele ser válido en épocas normales. En condiciones de tensión en las que esté presente una perturbación deflacionista de la demanda, los riesgos para la estabilidad financiera también podrían materializarse de una manera que no cree una disyuntiva con la política monetaria. Un ejemplo de ello fue la pandemia de COVID-19, cuando los riesgos para la estabilidad financiera y la deflación eran elevados. En este contexto, el programa de compras de emergencia para pandemias (PEPP) fue la herramienta adecuada, tanto para ampliar la orientación de la política monetaria como, paralelamente, para proporcionar liquidez, evitar la fragmentación y garantizar la estabilidad financiera. Aunque se produzcan crisis de liquidez en periodos de alta inflación, las herramientas pueden diseñarse técnicamente para garantizar la separación. El anuncio del mecanismo de protección de la transmisión (TPI) en julio de 2022 es un buen ejemplo, ya que garantiza el buen funcionamiento de los mercados financieros necesario para transmitir la orientación más restrictiva de la política monetaria.

Pero puede haber casos en los que exista una disyuntiva entre ambos objetivos. Por ejemplo, cuando surgen problemas de solvencia en el sector bancario en un entorno de inflación elevada. En ese caso, la política monetaria tiene que anclar las expectativas de inflación, y las políticas prudenciales, micro y macro, tienen que esforzarse por reducir al mínimo las perturbaciones financieras. Otro caso de disyuntiva es cuando se produce una acumulación de riesgo sistémico en una situación de inflación moderada. En tal contexto, como hemos visto durante la pandemia, una relajación prolongada de la política monetaria podría exacerbar los riesgos para la estabilidad financiera, y la activación de las herramientas de política macroprudencial podría no ser suficiente para evitar la aparición del riesgo sistémico.

Además, el papel de las políticas macroprudenciales puede ser especialmente



relevante en la zona del euro, donde una política monetaria común es compartida por países cuyos ciclos económicos y financieros siguen siendo heterogéneos y donde no pueden descartarse las perturbaciones idiosincrásicas. Para ampliar el espacio de políticas generado por los colchones macroprudenciales, Hernández de Cos sostiene que "por tanto, puede haber argumentos a favor de aumentar los colchones liberables, en particular el colchón de capital anticíclico (CCyB)". Discute las condiciones en las que una economía dada puede considerar deseable pasar a un CCyB neutro positivo, la posición del BCBS que "apoya la capacidad de las autoridades para fijar voluntariamente una tasa CCyB neutra al ciclo positiva". En este contexto, acordar el nivel deseable de requisitos de capital bancario estructural se convierte en un debate político de la máxima importancia.

Las reformas estructurales tienen la capacidad de aumentar el crecimiento del producto potencial y, al mismo tiempo, hacer que la economía sea más resistente a las perturbaciones, lo que podría ser especialmente interesante para el buen funcionamiento de la política monetaria. El aumento del crecimiento del producto potencial también elevaría el tipo de interés real de equilibrio, lo que significaría que la política monetaria tendría menos probabilidades de verse limitada por el límite inferior efectivo y, por extensión, reduciría la probabilidad de tener que recurrir a políticas no convencionales.

Hernández de Cos ilustra estas interacciones mediante el concepto de tipo de interés natural, o  $r^*$ , definido como el tipo de interés real a corto plazo al que la inversión absorbe plenamente el ahorro en situación de pleno empleo. Como hemos comentado a menudo en este Anuario, antes de este episodio inflacionista parecía haber consenso sobre una reducción secular de  $r^*$  debida principalmente a la disminución del crecimiento tendencial de la productividad, y a la demografía. En este capítulo se argumenta que hay varios acontecimientos y canales recientemente identificados a través de los cuales las políticas estructurales podrían aumentar  $r^*$  y contribuir a invertir la tendencia decreciente. Unas políticas de reforma estructural cuidadosamente diseñadas pueden elevar el crecimiento del producto potencial y los tipos de interés reales de equilibrio y pueden desempeñar un papel crucial a la hora de dotar a la política monetaria de un mayor margen de *maniobra*.

En resumen, este capítulo sostiene firmemente que las políticas económicas son más eficaces cuando son complementarias y crean espacio para las demás. Esto es aún más importante en una unión monetaria, donde un objetivo común de inflación es compartido por países con niveles heterogéneos de deuda pública, capacidades fiscales distintas y ciclos financieros asimétricos.

## 2.2. POLÍTICA MONETARIA, COMBINANDO DESINFLACIÓN CON ENDURECIMIENTO CUANTITATIVO.

La sección sobre política monetaria comienza analizando las diferentes perturbaciones inflacionistas experimentadas por la economía mundial desde 2021. En el

capítulo 3, *La naturaleza de la sorpresa inflacionista en Europa y EE.UU.*, Paula Bejarano Carbó escribe que comprender cómo ha cambiado la naturaleza de las presiones inflacionistas a lo largo del tiempo es crucial para evaluar la respuesta de la política monetaria a una inflación elevada. La naturaleza de la inflación en los últimos tres años no ha sido homogénea, ni dentro de las economías ni entre ellas. El grado en que la inflación ha estado impulsada por la demanda o por la oferta ha variado en el tiempo y en el espacio. Por el lado de la demanda, los principales impulsores de la inflación han sido los generosos paquetes de estímulo fiscal, la política monetaria expansiva y los cambios en las preferencias y el comportamiento de los consumidores. Por el lado de la oferta, los principales factores han sido los cuellos de botella en la cadena de suministro, la escasez de bienes y mano de obra, y el aumento de los precios de la energía y los alimentos tras la invasión rusa de Ucrania. También hay que tener en cuenta los efectos inflacionistas de segunda ronda, como el aumento de los salarios y los beneficios en respuesta a la elevada inflación.

Este capítulo aporta abundantes datos y argumentos teóricos para explicar la dinámica de la inflación. Teniendo en cuenta que las bases de la elevada inflación se sentaron mucho antes de la pandemia, identifica cuatro fases en el actual periodo inflacionista: Fase I (2020 T1 - 2020 T2), o la fase de choque de Covid, caracterizada por un choque conjunto negativo de demanda y oferta; Fase II (2020 T3 - 2021 T4), o la fase de reapertura, con choques contradictorios positivos de demanda y negativos de oferta; Fase III (2022 T1 - 2023 T1), o fase posterior a la reapertura, también caracterizada por choques contradictorios positivos de demanda y negativos de oferta impulsados por un aumento exógeno de los precios de la energía; y Fase IV (2023 T2 - presente), la fase posterior al choque energético, caracterizada por una caída del IPC, junto con presiones inflacionistas subyacentes aún elevadas y generalizadas.

Es probable que la crisis de Covid fuera una combinación de crisis negativas de demanda y oferta, lo que explica la necesidad de estímulos fiscales en aquel momento, pero también indica que el déficit de demanda iba a ser tan transitorio como la propia pandemia. Ambos elementos resultarían ser importantes impulsores de la inflación durante la Fase II. Durante esta fase inicial de choque Covid, fueron necesarios conjuntamente una política de expansión cuantitativa QE agresiva y un estímulo fiscal para estabilizar el bienestar y evitar la iliquidez. Esta estabilidad, sin embargo, se logró a costa de grandes déficits fiscales y balances ampliados, y del avivamiento inicial de las presiones inflacionistas.

Dicho esto, hubo grandes diferencias en la capacidad de los países para proporcionar estímulos durante este periodo. El estímulo fiscal fue mayor en EE.UU., su privilegio exorbitante, tanto en términos de efectivo como de desviaciones del gasto previsto antes de la crisis, y llegó a proporcionar una transferencia incondicional de efectivo a todos los contribuyentes. Esto contrasta con España, donde el estímulo fiscal tomó la forma de planes de avales públicos, o pasivos contingentes, resultado de un espacio fiscal limitado. Utilizando datos de NiGEM, Paula Bejarano estima que las transferencias públicas representaron el 15, 57, 17 y 8 por ciento del crecimiento de la renta personal

real disponible agregada en el segundo trimestre de 2020 en el Reino Unido, EE.UU., Alemania y España, respectivamente.

El estímulo fiscal, unido a la imposibilidad de gastar debido a los confinamientos y al aumento de la sustitución intertemporal, dio lugar a un aumento general del ahorro. El posible efecto inflacionista del aumento del ahorro agregado depende de quién tenga ese ahorro, dadas las diferentes propensiones marginales al consumo, y de si el ahorro ha aumentado porque los hogares se han visto obligados a ahorrar (confinamientos) o por motivos de precaución (por ejemplo, temores de recesión).

A medida que las economías comenzaron a reabrirse durante el verano de 2020, la demanda agregada aumentó bruscamente, impulsando una rápida recuperación del PIB. Esto se debió en parte al gasto reprimido o pospuesto, como consecuencia de las políticas fiscales y monetarias laxas. Por otra parte, un cambio en las preferencias de los consumidores que se produjo durante los cierres, junto con unas políticas gubernamentales todavía estrictas, junto con el exceso de demanda agregada, provocaron los primeros indicios de un repunte inflacionista ya en la segunda mitad de 2020, especialmente en Estados Unidos. A lo largo de 2021, este desajuste se vería exacerbado por las perturbaciones en la cadena de suministro. En conjunto, estas condiciones impulsaron un "recalentamiento" inicial de las tres economías. Una consecuencia importante de este exceso de demanda fue la subida de los precios de las materias primas. Por ejemplo, en el tercer trimestre de 2021, los precios de la energía estaban un 50% por encima de su nivel de 2019, y ya contribuían de forma significativa a la inflación del IPC. Además, el comportamiento de los consumidores cambió durante la primera mitad de 2020 en respuesta al cierre de la pandemia, y algunos de estos cambios de comportamiento pueden haber mantenido.

Tanto las perturbaciones de la cadena de suministro, como el aumento de los costes de envío, los retrasos en las entregas y la reducción de las existencias, volvieron a surgir en la Fase II, agravando aún más los desajustes entre la oferta y la demanda. En su punto álgido, los problemas de la cadena de suministro pueden haber contribuido a cerca del 50% del aumento de la inflación de los precios de producción de las manufacturas y a unos 2 puntos porcentuales de la inflación del IPC en 2021 en las tres economías contempladas.

Durante la segunda fase, las tasas de desempleo retrocedieron hasta los niveles anteriores a la crisis del Covid, sobre todo en Estados Unidos, que había tenido una experiencia del mercado de trabajo muy diferente a la de Europa durante la primera fase. Además, el descenso de la tasa de actividad redujo la oferta de mano de obra en relación con la demanda, sobre todo en el sector servicios. Las tasas de desempleo por sí solas no reflejan toda la situación del mercado laboral tras la crisis; medidas como la relación entre desempleo y ofertas (U:V) en EE.UU. y el Reino Unido, y la diferencia entre la tasa de desempleo y su tasa natural (U-U\*) en el EUROZONA ilustran hasta qué punto aumentó la rigidez del mercado laboral, especialmente durante la Fase II.

Los efectos económicos de la invasión rusa de Ucrania en febrero de 2022 fueron inmediatos. Tras la aplicación de sanciones a Rusia y dado el papel de Ucrania como exportador clave de determinados alimentos, los precios de la energía y los alimentos

se dispararon a partir de febrero. Los precios del gas subieron un 43% entre febrero y marzo, alcanzando un máximo en agosto de 2022 de más de 14 veces su nivel de marzo de 2020; los precios del petróleo subieron un 20% entre febrero y marzo, alcanzando un máximo en junio de 2022 de casi 3 veces su nivel de marzo de 2020. Al mismo tiempo, las subidas de precios de categorías como el pan y los cereales y la carne contribuyeron notablemente a la inflación del IPC en pocos meses.

La descomposición de los datos de inflación en este capítulo 3 sugiere que el efecto de los aumentos de los precios de la energía se desvaneció con bastante rapidez y fue sustituido por la inflación de los alimentos, la escasez de bienes y un shock de rigidez del mercado laboral como principales impulsores de la inflación a partir del segundo trimestre de 2022. Bernanke y Blanchard (2023) ofrecen una explicación sencilla de por qué nunca se materializaron las preocupaciones de que se produjera un círculo vicioso en el que las subidas salariales llevaran a subidas de precios, y viceversa: las expectativas de inflación se han mantenido notablemente bien ancladas a lo largo de este choque inflacionista. Los datos sobre los beneficios en porcentaje del PIB indican que *la greedflation* por sí sola no puede explicar la dinámica inflacionista durante la Fase III.

Por último, se aplicaron políticas fiscales expansivas para mitigar los efectos de la crisis energética, lo que contribuyó a amortiguar la inflación experimentada por los hogares europeos. Sin embargo, el apoyo fiscal no se dirigió suficientemente a quienes más lo necesitaban. Las políticas fiscales idiosincrásicas aplicadas a lo largo de las Fases I a III, junto con las diferencias estructurales entre países, generaron una mayor varianza de las tasas de inflación del IPC dentro de la zona del euro, dificultando aún más la labor del BCE durante esta fase posterior a la apertura.

Con la "desaparición" de las fuertes subidas de los precios de la energía en el primer semestre de 2023, hemos entrado en una fase posterior a la crisis energética. En diciembre de 2023, la tasa anual de inflación del IPC se situó en el 4,0%, el 2,9% y el 3,4%, en el Reino Unido, Eurozona y EE.UU., respectivamente. Dado que la reciente tendencia a la baja de la tasa de inflación general medida por el IPC se ha debido a la volatilidad de los precios, es esencial que los responsables de la política monetaria conozcan la tendencia subyacente de la inflación. Las medidas de la inflación subyacente varían<sup>12</sup> y es importante analizarlas todas para obtener una visión distinta de la dinámica inflacionista.

A pesar de los significativos descensos de la tasa general de inflación del IPC, las presiones inflacionistas subyacentes siguen siendo elevadas y de base amplia. Así pues, aunque las perturbaciones de la oferta y la demanda que impulsaron la inflación durante las Fases I a III se han desvanecido en gran medida, su transmisión al nivel general de precios puede seguir generando persistencia de la inflación (por ejemplo, puede tardar

---

<sup>12</sup> Las medidas basadas en la exclusión omiten determinados artículos del índice de precios al realizar el cálculo de la inflación del IPC. Las medidas basadas en el recorte eliminan un porcentaje de artículos en ambos extremos de la distribución de las variaciones de precios para descartar los valores atípicos. Otro indicador común es el deflactor del PIB, que nos da una buena idea de la inflación generada internamente.

más de lo previsto en estabilizarse plenamente en el objetivo convencional del 2%). Dicho esto, hay muchas pruebas de que el endurecimiento de la política monetaria ha tenido efectos macroeconómicos.

Dado que las presiones inflacionistas de este episodio han estado, al menos en parte, impulsadas por la demanda en las tres economías, puede asumirse con seguridad que el ciclo de endurecimiento monetario ha sido necesario. Sin embargo, la composición de las presiones inflacionistas por el lado de la demanda ha sido distinta en las tres economías, lo que ha exigido ligeras diferencias en las respuestas de política monetaria y el calendario entre sus bancos centrales (aunque, en general, el endurecimiento monetario se ha producido de forma concertada, lo que refleja en cierta medida los efectos de contagio).

En retrospectiva, es posible que los bancos centrales estuvieran "por detrás de la curva", o que llegaran tarde para endurecer la política monetaria durante el repunte inflacionista posterior a la crisis de Covid, escribe el autor. También es cierto que la política fiscal estuvo a veces mejor posicionada para compensar ciertas subidas de precios en este episodio. Con todo, una respuesta más decidida de la política monetaria a los primeros signos de recalentamiento general de la economía podría haber hecho menos costosa la contención de la inflación. Pero Paula Bejarano llega a la conclusión de que el hecho de que los bancos centrales inicien sus ciclos de endurecimiento con retraso es en parte una historia de fracaso de las previsiones, cuando una previsión es "significativamente menos precisa de lo esperado teniendo en cuenta lo bien que el modelo explica los datos en el pasado". Sigue siendo cierto que las previsiones subestimaron sistemáticamente la dinámica inflacionista durante este episodio. Por tanto, una lección sencilla para los banqueros centrales es la necesidad de reevaluar sus capacidades de modelización de la inflación.

En el capítulo 4, *La política monetaria del BCE en 2023 y más allá: mucho más que tipos de interés*, Sofía Rodríguez Rico reflexiona sobre lo ocurrido en el último año en materia de política de balance del BCE y las implicaciones del Quantitative Tightening (QT) para la liquidez bancaria. Todo ello en un contexto en el que la demanda estructural de activos líquidos de alta calidad (HQLA) y la preferencia de las entidades de crédito por mantener reservas en el banco central es mayor y más impredecible.

El balance del BCE alcanzó su máximo histórico en junio de 2022 (8,836 billones de euros). Desde entonces, se ha reducido casi un 21%, aunque se mantiene en niveles históricamente elevados. Esta reducción del balance es, proporcionalmente, una de las más agresivas de los principales bancos centrales. El principal motor de la reducción del balance del BCE ha sido el reembolso de las TLTRO III a medida que éstas han ido venciendo. Mediante estas operaciones se inyectaron 2,34 billones de euros, de los que sólo quedan por reembolsar unos 454.000 millones, la mitad de los cuales vencen en marzo de 2024. El último tramo vencerá a finales de 2024. También ha contribuido el inicio del QT del principal Programa de Compra de Activos (APP). En noviembre de 2023, el banco central había reducido su cartera de bonos en 214.000 millones de euros. Además, el BCE indicó en diciembre de 2023 que dejaría de reinvertir totalmente los vencimientos del PEPP a finales de 2024.

De cara a 2024, se espera que la reducción del balance del BCE siga siendo liderada por los vencimientos de TLTRO III (454.000 millones de euros), seguidos del APP (que drenará unos 345.000 millones de euros) y del PEPP (unos 45.000 millones de euros). Hasta la fecha, ningún miembro del banco central se ha mostrado partidario de vender activamente los activos adquiridos para acelerar el proceso de reducción del balance. Como parte de la normalización de su política monetaria, en julio de 2023, el BCE anunció que dejaba de remunerar las Reservas Mínimas Obligatorias (MRR), que son fondos que las entidades de crédito deben mantener obligatoriamente en el banco central y constituyen liquidez que no puede destinarse a ningún otro fin.<sup>13</sup>

Así pues, en 2023 el BCE ha aplicado un importante endurecimiento de su política monetaria sin grandes sobresaltos en términos de crecimiento económico y estabilidad financiera. Sin embargo, es razonable pensar que aún no se ha observado todo el impacto de estas medidas. En particular, el QT es un proceso complejo, no sólo por la posible fragmentación en el contexto de un espacio fiscal reducido, sino también por las dificultades para estimar la demanda estructural de activos líquidos de alta calidad (HQLA) de las instituciones financieras y su preferencia por mantener reservas en el banco central.

Los saldos que las entidades de crédito mantienen en los bancos centrales por encima de las reservas exigidas se conocen como "exceso de reservas", suelen depositarse en la facilidad marginal de depósito del BCE y se remuneran a un tipo de interés que se ha convertido en un tipo de interés oficial clave. El importe actual del exceso de reservas en la Eurozona constituye la principal contrapartida en el balance del BCE de los APP y (T)LTROS de la pasada década. Este exceso de reservas desempeña un papel esencial en la gestión de la liquidez. El resto de los HQLA -bonos del Estado, bonos garantizados, deuda corporativa, titulizaciones de préstamos (ABS) y acciones cotizadas en índices bursátiles mayoristas- están sujetos a ajustes de volatilidad y valoración. En algunos países de la Eurozona, el exceso de reservas representa el 73% del total de los activos líquidos de alta calidad HQLA en manos de los bancos, y la media de la región es del 58%. A los bancos les resultará cada vez más difícil encontrar una alternativa dentro del universo de HQLA.

La necesidad de que las entidades de crédito mantengan un mayor nivel de liquidez que en el pasado tiene varias causas subyacentes, relacionadas sobre todo con (i) la incertidumbre económica, (ii) las presiones regulatorias, (iii) el desvanecimiento de la estabilidad de los depósitos, (iv) los problemas en el mercado interbancario de la Eurozona y (v) la fragmentación de la liquidez en la región. En este capítulo se analizan detenidamente estos factores y se concluye que, en el entorno actual, las entidades de crédito, independientemente de su solvencia, no tienen garantizado el acceso a los mercados de capitales de forma estable y sin perturbaciones, por lo que deben aumen-

---

<sup>13</sup> Entre finales de 2022 y julio de 2023, las reservas mínimas obligatorias se remuneraron al tipo marginal de depósito, pero históricamente se habían remunerado al tipo de las operaciones principales de financiación del BCE. En la misma decisión de julio de 2023, el BCE decidió mantener las exigencias de reservas mínimas en el 1%.

tar su oferta óptima de reservas. Para que los bancos concedan crédito adecuadamente, puede ser necesario que el BCE proporcione un exceso de reservas más allá de las estrictamente necesarias por razones operativas, y que lo haga a través de tenencias estructurales de activos y/o de operaciones recurrentes de refinanciación a largo plazo con los bancos.

Se espera que el BCE anuncie un nuevo marco operativo en la primavera de 2024. Debe decidir qué instrumentos utilizar y cómo utilizarlos para controlar los tipos de interés del mercado monetario.<sup>14</sup> Hasta la crisis financiera mundial, GFC, el BCE operaba con un bajo nivel de exceso de reservas (prácticamente cero). El banco proporcionaba la liquidez necesaria al sistema bancario mediante operaciones de refinanciación y las entidades de crédito la distribuían a través del mercado interbancario. En este "sistema de corredor", los tipos monetarios se situaban en torno al tipo de las operaciones principales de refinanciación, MRO. En la crisis financiera internacional (GFC), el mercado interbancario se desplomó y el BCE comenzó a realizar operaciones de refinanciación de adjudicación plena a tipo fijo, lo que provocó un aumento del exceso de reservas. La puesta en marcha de la expansión cuantitativa QE reforzó este aumento del exceso de reservas. Así, los tipos monetarios se situaron en torno al tipo de la facilidad marginal de depósito (la parte inferior de la banda) y, de facto, el BCE opera ahora con un "sistema de suelo", que es un sistema de abundancia de exceso de reservas. El debate sobre hasta dónde reducir el balance del BCE y el nivel óptimo de exceso de reservas en el sistema está estrechamente ligado al del propio marco operativo del BCE. Varias declaraciones de miembros del BCE sugieren que el banco central podría optar por un sistema de reservas abundantes, aunque todavía no está claro cómo las proporcionará.

Este capítulo también presenta un análisis de la remuneración de las reservas mínimas obligatorias (MRR). El BCE decidió, en julio de 2023, dejar de remunerar las MRR, que tradicionalmente se remuneraban al mismo tipo que el exceso de reservas. La decisión fue el resultado de las grandes pérdidas que estaban experimentando algunos bancos centrales, especialmente en los países centrales, debido a la combinación de un alto nivel de exceso de reservas, importantes subidas de los tipos de interés oficiales y una baja rentabilidad de la cartera de bonos adquirida como parte de los planes de compra.

Los argumentos a favor de una subida de la MRR consideran que su impacto sobre las entidades de crédito es manejable. Sin embargo, es difícil entender por qué la política monetaria debería estar sujeta a las restricciones presupuestarias de los bancos centrales, lo que llevaría a una dependencia fiscal. Aumentar el MRR no remunerado

---

<sup>14</sup> En la actualidad, el banco central opera con un amplio conjunto de instrumentos: las operaciones de mercado abierto (como las operaciones de refinanciación al sistema bancario o las compras de activos), las facilidades permanentes (como la facilidad marginal de depósito y crédito, que absorben o inyectan liquidez a un día), las reservas mínimas obligatorias y el *forward guidance*. Además, el banco central controla directamente sus tres tipos oficiales: el de la facilidad marginal de crédito (actualmente en el 4,75%), el de la facilidad marginal de depósito (que se sitúa en el 4,00%) y el de las operaciones principales de refinanciación semanales (que se sitúa en el 4,50%).



es como establecer un impuesto adicional a los bancos; no ayudaría a la constitución de provisiones ni mejoraría los colchones de los bancos. Además, la fragmentación de la liquidez en la zona del euro tendría un efecto regional asimétrico sobre los bancos. Aumentar el MRR también tendría implicaciones regulatorias al inmovilizar un exceso de reservas adicional, y los bancos perderían parte de los activos líquidos de alta calidad (HQLA) más valiosos. Este capítulo presenta estimaciones que sugieren que, por cada punto porcentual adicional de las exigencias de reservas mínimas, el LCR (Coeficiente de Cobertura de Liquidez) se reduciría en 4,5 p.p. Otra consecuencia podría ser un mayor recurso a las operaciones de refinanciación del Eurosistema. Si el BCE no consigue disipar el efecto estigma asociado, podría complicar la gestión de la liquidez de algunos bancos y jurisdicciones.

En conclusión, este capítulo defiende que la expansión cuantitativa (QT) debe llevarse a cabo con cautela, con un enfoque pragmático, flexible y telegrafado, y de forma reversible en caso necesario. En la misma línea, parece apropiado que la revisión del marco operativo del BCE se lleve a cabo sin renunciar a ninguno de los instrumentos puestos en marcha en los últimos quince años, y preservando un amplio nivel de reservas que funcione como seguro frente a los riesgos sistémicos, garantice una oferta suficiente de activos seguros y líquidos, ayude a hacer frente a los problemas de fragmentación en la Eurozona y limite la probabilidad de que los tipos de interés oficiales acaben de nuevo en el límite inferior efectivo.

### *2.3. POLÍTICA FISCAL: CONSOLIDAR E INVERTIR CONTRIBUYENDO A LA DESINFLACIÓN.*

La sección II sobre política fiscal comienza con una descripción detallada y una evaluación preliminar de la reforma del marco de gobernanza fiscal en la UE. En el capítulo 4, *Diseño y aplicación de las nuevas reglas fiscales*, Enrique Feás escribe que, tras su suspensión por la pandemia, la Unión Europea se enfrentaba a un dilema a la hora de reanudar el Pacto de Estabilidad y Crecimiento en 2024. Si se aplicaban las reglas fiscales actuales, la recuperación económica se resentiría; si no se aplicaban, la credibilidad fiscal de la zona euro estaría aún más en peligro. Por ello, la reforma de las reglas fiscales es un asunto verdaderamente urgente. Basándose en la Comunicación de la Comisión de marzo, al final de la Presidencia española el Consejo alcanzó un acuerdo el 20 de diciembre de 2023, que se debatirá con el Parlamento Europeo en el primer trimestre de 2024. Cabe esperar cambios menores, pero es poco probable que el marco fiscal sufra alteraciones significativas.

El objetivo de la reforma era hacer las reglas fiscales menos complejas, más flexibles y creíbles. Pero cualquier unión monetaria requiere no sólo reglas fiscales, sino también un instrumento fiscal central que facilite la estabilización macroeconómica, un presupuesto común suficiente y una definición clara de los bienes y políticas públicas supranacionales (que se proveerán con fondos comunes). Lamentablemente, el acuerdo del Consejo sólo ha abordado la primera cuestión, es decir, el diseño de nuevas



reglas fiscales. Será una solución parcial, si es que la hay. Y Enrique Feás muestra su decepción: "el problema es que estas reglas no se aplicarán en el vacío, sino en un panorama geopolítico y económico extremadamente complejo. A falta de debates paralelos sobre cómo mejorar la financiación europea, la UE se quedará rezagada en la carrera económica y tecnológica."

El nuevo marco de reglas fiscales tiene tres componentes: (i) un conjunto de criterios y objetivos de sostenibilidad fiscal, (ii) una trayectoria fiscal obligatoria para los países hacia una posición fiscal sostenible, y (iii) sanciones en caso de incumplimiento. Lo que constituye una política fiscal sostenible no es trivial y aconsejaría el uso de variables fácilmente comprensibles y, a ser posible, observables. Normalmente, en la UE el análisis de sostenibilidad de la deuda (ASD) implica calcular el déficit estructural (vinculado al PIB potencial y a las brechas de producción). Aunque se ha prometido una "metodología transparente, acordada con los Estados miembros", lo más probable es que las discusiones acaben en agrios debates políticos disfrazados de desacuerdos técnicos. Al final, el análisis de sostenibilidad de la deuda (ASD) será realizado por la Comisión y aprobado por el Consejo, para subrayar la apropiación colectiva pero también alejándolo aún más de una decisión puramente técnica y transparente.

Basándose en el ASD, la Comisión y cada país miembro acordarán una "trayectoria técnica" para situar el déficit y la deuda por debajo de los límites del 3% y el 60% del PIB, respectivamente. La Comisión negociará con cada Estado miembro una trayectoria técnica plurianual individual, que será aprobada finalmente por el Consejo. Cada Estado miembro preparará un "plan fiscal-estructural a medio plazo" que establezca sus compromisos de ajuste fiscal, reforma estructural e inversión pública. El horizonte estándar de estos planes será de cuatro años, ampliables a siete siempre que la ampliación "esté respaldada por un conjunto de reformas prioritarias y compromisos de inversión".

La trayectoria técnica requiere una variable de control para medir el rendimiento anual, el gasto primario neto, adoptando así básicamente una regla de gasto. El gasto primario neto se calculará como el gasto observable neto de medidas discrecionales de ingresos y excluyendo el gasto por intereses, el gasto derivado de los fondos de la UE y el gasto cíclico por desempleo. La senda a medio plazo se traducirá en los correspondientes techos de gasto anuales, los criterios de desempeño de las nuevas normas.

Aunque la regla de gasto adoptada supone un cierto avance hacia la transparencia, sigue dependiendo del uso sistemático de variables no observables, es decir, el déficit estructural, el gasto cíclico en desempleo, los ingresos estructurales y cíclicos, el PIB potencial y la brecha de producción. Además, al evaluar el cumplimiento de las nuevas normas, la Comisión también tendrá en cuenta los retos que impone la deuda pública, la magnitud de la desviación con respecto al objetivo, los avances en la aplicación de las reformas estructurales y las inversiones y, "en su caso", el aumento del gasto público en defensa. Así pues, la discrecionalidad seguirá siendo la norma y dará lugar a decisiones políticas.

El cumplimiento de la trayectoria no garantiza un ritmo concreto de ajuste, y algunos Estados miembros insistieron en introducir salvaguardias adicionales. La propuesta de abril de la Comisión incluía el requisito de una reducción mínima del déficit

estructural del 0,5% del PIB anual. Los debates del Consejo dieron lugar a una complejidad aún mayor con cuatro requisitos adicionales, cuyo análisis detallado puede encontrarse en el texto del capítulo. En resumen, las nuevas normas incorporan (i) una tasa mínima de reducción del déficit estructural del 0,4% del PIB al año, limitada al 0,25% si el país está acogido a un plan de 7 años, (ii) una salvaguardia de resiliencia fiscal que básicamente fija un objetivo de déficit a medio plazo del 1,5% del PIB, en lugar del 3% del PIB, para generar un colchón para tiempos adversos, (iii) una nueva "salvaguarda de sostenibilidad de la deuda" para que la deuda al final del periodo suponga una reducción media anual del 1% del PIB para los países con una deuda superior al 90% del PIB y del 0,5% para los países con una deuda entre el 60% y el 90% del PIB, y (iv) un techo de gasto adicional para los países sujetos a un Procedimiento de Déficit Excesivo.

Desde un punto de vista técnico, las nuevas normas fiscales representan un avance innegable, escribe Feás. Sin embargo, si la idea era aumentar la simplicidad, la flexibilidad y la credibilidad, estos objetivos sólo se han cumplido parcialmente. En términos de *simplicidad*, la sustitución del déficit estructural por el gasto primario neto como variable de control es bienvenida, pero en la práctica las nuevas reglas incluirán muchas otras variables de control que son juicios no observables y discrecionales. Además, la existencia de múltiples salvaguardias perjudica a la simplicidad, ya que un exceso de variables de control conduce a decisiones complejas y poco directas.

El nuevo marco también ha aumentado la *flexibilidad*, pero sometida a varias limitaciones importantes. En primer lugar, el mantenimiento de los puntos de referencia del 3% de déficit y el 60% de deuda como valores de referencia arbitrarios, dada la falta de voluntad de contemplar siquiera un cambio del Tratado. En segundo lugar, las nuevas salvaguardias actúan como restricciones adicionales en un proceso de optimización ya de por sí complicado; la sostenibilidad de la deuda es la más problemática de las nuevas salvaguardias.

Por último, la UE necesita normas fiscales, pero también necesita financiar inversiones a largo plazo, en particular en las transiciones ecológica y digital. El debate sobre las necesidades de inversión de la UE ha estado ausente durante la negociación de las nuevas reglas fiscales, y esto es un gran error, argumenta Enrique Feás. Y señala que todas las reglas fiscales (independientemente de su perfección) reducen el volumen de inversión de "lo que se necesita" a nivel europeo a "lo que es sostenible" para cada uno de los Estados miembros.<sup>15</sup> La inversión europea total será insuficiente en ausencia de un instrumento fiscal central, un argumento que se menciona a menudo en el debate público.

La falta de *credibilidad* también es problemática. La eficacia de las normas depende de sus mecanismos de aplicación. La aplicación depende de la credibilidad de los objetivos y del papel de los incentivos. Los objetivos son tantos y, en algunos casos, tan arbitrarios que constituyen en sí mismos un problema. En cuanto a los incentivos, la

---

<sup>15</sup> Sin embargo, se podría argumentar que los mercados financieros forzarán ese ajuste de forma más violenta en ausencia de reglas fiscales y credibilidad, como la Unión ya debería haber aprendido. Al fin y al cabo, la economía no es más que asignar recursos escasos a fines ilimitados.

falta de participación activa de instituciones fiscales independientes facilita que los Estados miembros se nieguen a cumplir una senda de ajuste impuesta por la Comisión. Además, las normas rebajan pero mantienen las multas económicas, que siguen funcionando de forma procíclica, y se han abandonado las sanciones morales.

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. En cualquier caso, estas normas distan mucho de ser la solución a todos los retos fiscales de la UE.

En el capítulo 6, *Los retos fiscales a largo plazo a los que se enfrenta la UE*, Zsolt Darvas, Lennard Welslau y Jeromin Zettelmeyer señalan que la pandemia y la guerra han incrementado las presiones fiscales a largo plazo en la UE a través de tres vías: mayor deuda, mayores tipos de interés reales previstos y mayores necesidades de inversión pública; estas perturbaciones han afectado a los saldos fiscales primarios a largo plazo entre el 0,5% y el 1,5% del PIB en la mayoría de los países.

Este capítulo muestra la evolución de las distribuciones de la deuda pública y el saldo fiscal primario (sin intereses) en los 27 países actuales de la UE desde 1993, el año siguiente a la firma del tratado de Maastricht. Y observa que, aunque las ratios de deuda de 2022 de los países situados en la mediana o por debajo de ella no son excepcionalmente elevadas, las ratios de deuda por encima del percentil 75, el cuarto de países con las ratios de deuda más elevadas, se encuentran en máximos históricos. Además, estos niveles de deuda se han alejado más de la mediana que en ningún otro momento desde principios de los años noventa.

Sin embargo, estos cambios no permiten realizar una evaluación definitiva de cuánto han cambiado las perspectivas fiscales desde 2019. Una evaluación más precisa requiere un examen de los factores que impulsan las presiones fiscales a más largo plazo. Para ello, los autores examinan el "saldo primario estabilizador de la deuda". Se trata del saldo primario necesario para estabilizar la deuda en un nivel determinado, suponiendo que la economía se encuentra en un estado estacionario en el que el saldo primario, las necesidades brutas de financiación, los tipos de interés reales y las tasas de crecimiento reales permanecen invariables. Y calculan que el saldo primario estabilizador de la deuda en estado estacionario ha aumentado, pero no drásticamente: alrededor de 0,9 puntos porcentuales en la mediana, y 1,1 puntos porcentuales en el percentil 75. Esto significa que una economía que antes podía permitirse un déficit primario de alrededor del 1% del PIB permanente sin ver aumentar su ratio de deuda, ahora necesitaría un saldo primario de alrededor de cero para lograr el mismo resultado.

La trayectoria futura de estos impulsores de la deuda está sujeta a incertidumbre, y en este capítulo se estima la probabilidad de que un país no logre estabilizar su deuda, utilizando la metodología del gráfico de abanico ("fan chart methodology") del FMI (2022).<sup>16</sup> Mientras que en 2019 la probabilidad mediana era de sólo 0,1, ahora ha aumentado a 0,4. El percentil 75th experimentó una subida aún mayor, de 0,3 a 0,6, lo que implica que, para estos países, una explosión de la deuda resultante de unos saldos

---

<sup>16</sup> Para una descripción de la metodología, véase el capítulo 6 del presente Anuario y FMI (2022).

primarios insuficientemente elevados es ahora más probable que un descenso de la deuda.

En la siguiente sección, Darvas, Welslau y Zettelmeyer abordan la cuestión de cuánto ajuste adicional sería necesario para evitar tales escenarios. Calculan las necesidades de ajuste a medio plazo, es decir, los saldos primarios estructurales al final del periodo de ajuste de cuatro o siete años que implica el acuerdo del Consejo de diciembre. Estos cálculos se basan en las previsiones de noviembre de la Comisión Europea, las expectativas del mercado sobre los tipos de interés y la inflación, los datos del BCE sobre la composición de la deuda pública y una versión actualizada de su propia réplica de la metodología de análisis de sostenibilidad de la Deuda (ADS) de la Comisión.

Los resultados de su análisis muestran que los objetivos a medio plazo del saldo primario estructural (SPE) varían considerablemente de un país a otro y, en función del horizonte de ajuste, van de negativos para algunos países poco endeudados y poco deficitarios, a positivos y amplios para algunos países muy endeudados. Los mayores SPE que deben alcanzarse al final del periodo de ajuste son, citando los primeros resultados para el periodo de ajuste de cuatro años, y luego para el de siete años: 3,7% (3,3%) del PIB para Italia, 2,5% (3,0%) para España, 2,4% (2,6%) para Bélgica, 2,8% (2,6%) para Portugal y 2,6% (3,2%) para Hungría. En su opinión, la consolidación fiscal acordada es manejable según los estándares históricos en todos los países de la UE en un periodo de siete años, pero ambiciosa en algunos casos, y tendrá que conciliarse con las apremiantes necesidades de inversión. Además, las salvaguardias exigirán ajustes fiscales continuos a niveles que pueden ser excesivos para algunos países. Y ponen de relieve las grandes diferencias de capacidad fiscal entre los países de la UE, diferencias que no han hecho sino aumentar.

Dada la elevada incertidumbre en torno a las expectativas de tipos de interés nominales, y su importancia para estimar los objetivos fiscales reales de los Estados miembros, los autores estudian la posible dirección de los tipos reales en los próximos años. La cuestión es si en el nuevo entorno inflacionista se está invirtiendo la tendencia constante a la baja observada en el pasado reciente, dando lugar a un cambio de régimen hacia tipos de interés reales más altos. Que estos factores estructurales persistan o se disipen depende de los argumentos de ambas partes. Por lo tanto, la incertidumbre exige cautela y los responsables de la política fiscal no deberían hacer planes que asuman un retorno a tipos de interés cercanos a cero.

Este llamamiento a la prudencia fiscal se ve reforzado por el hecho de que los actuales planes de gasto no tienen en cuenta debidamente en cuenta las acuciantes necesidades de inversión pública en áreas prioritarias: defensa, transición climática y transición digital. En defensa, alcanzar el objetivo del 2% requeriría un 0,7% del PIB en gasto anual adicional en defensa de media en la UE (1,0% en España). Sobre la base de los Planes Nacionales de Energía y Clima de los países de la UE para las inversiones globales relacionadas con el clima durante 2021-2030 (incluidos los incentivos fiscales y las subvenciones), el sector público debería financiar alrededor del 0,6% del PIB del total del 2% del PIB de necesidades adicionales de inversión en clima. Otras estimaciones citadas en este capítulo son incluso más elevadas, sugiriendo un 1,8% de necesidades

anuales adicionales de inversión pública. La Comisión Europea estimó el déficit de inversión en transformación digital en un 0,9% del PIB anual. Y, ciertamente, una parte de esta necesidad de financiación debe ser cubierta por el sector público.

El capítulo 7 concluye la sección fiscal y examina la cuestión de la inversión señalada anteriormente. Ángel de la Fuente escribe sobre *El componente de reformas del Plan de Recuperación de España*. El Plan de Recuperación y Resiliencia de España, RRP, fue presentado en octubre de 2020 y aprobado en julio de 2021, con una aportación financiera de 69.500 millones de euros en subvenciones. En junio de 2023 se presentó una adenda al Plan, que fue aprobada en octubre. El Plan revisado incluye 10.300 millones de euros adicionales en subvenciones y 83.000 millones en préstamos.

El Plan incluye una lista detallada de 140 objetivos de inversión y 111 hitos de reforma. El programa NGEU<sup>17</sup> introduce un criterio de *pagos en función de resultados*. Los resultados se medirán en función de la aplicación de reformas que se espera tengan beneficios positivos duraderos para el crecimiento, la equidad o la sostenibilidad. Este capítulo evalúa en qué medida esto está ocurriendo en el caso de las reformas contenidas en el Plan de Recuperación español.

En los últimos dos años y medio, España ha aprobado un gran número de reformas, respetando en general los plazos, aunque a menudo a costa de un uso excesivo de los procedimientos legislativos de urgencia. Este capítulo repasa las principales reformas y concluye que el balance de las reformas aprobadas "ha sido irregular, con algunas reformas importantes que apuntan en la dirección equivocada y otras carentes de ambición". Sin embargo, la Comisión ha ignorado en su mayor parte los problemas y ha consentido un cumplimiento tibio. El autor advierte que en su futura evaluación de dos medidas cruciales: la reforma de las pensiones y la nueva ley de vivienda, "la Comisión hará un flaco favor tanto a España como a Europa si no alza la voz contra las medidas mal concebidas y no presiona para que se corrija el rumbo."

De la Fuente reconoce que el RRP español es, sobre el papel, coherente con las recomendaciones específicas por país (REP). En ambos casos, la atención se centra en la mejora de los resultados del mercado laboral, los resultados educativos y la protección social, preservando al mismo tiempo la sostenibilidad. Pero añade que algunas de las medidas que se han aprobado no son coherentes con sus objetivos declarados o no los persiguen de manera eficaz o eficiente, mientras que las consideraciones de sostenibilidad fiscal no han recibido la atención que merecen.

El capítulo examina (i) la introducción de un sistema de ingresos mínimos (IMV) que no ha logrado acabar con la trampa de la pobreza; (ii) la reforma del mercado laboral, que ha aumentado considerablemente la proporción de contratos indefinidos, pero ha tenido poco efecto sobre la duración media de los contratos y los salarios; y (iii) la reforma fiscal, un ámbito en el que, aparte de retoques en los impuestos indirectos sobre la energía y los alimentos, sólo se han introducido nuevos gravámenes *ad hoc* sobre ciertas grandes empresas de los sectores energético y financiero, y un impuesto

---

<sup>17</sup> Véanse los capítulos 5,6 y 7 del *Anuario del Euro 2023*.

complementario sobre el patrimonio, que son problemáticos tanto por razones de procedimiento como de fondo.

Una de las medidas más importantes y controvertidas incluidas en el Plan de Recuperación español ha sido un amplio paquete de reformas de las pensiones públicas aprobado en tramos sucesivos entre 2021 y 2023.<sup>18</sup> La primera fase de la reforma supuso la derogación y sustitución de dos mecanismos automáticos de control del gasto que garantizaban la sostenibilidad. Mientras que el Gobierno se muestra muy optimista sobre las implicaciones presupuestarias del aumento del sistema de cotización de los trabajadores autónomos y el refuerzo de los incentivos para retrasar la jubilación, la mayoría de los analistas privados se muestran muy escépticos sobre esas estimaciones y han concluido que la reforma perjudica la sostenibilidad del sistema público de pensiones.

Para hacerse una idea de las magnitudes implicadas, Ángel de la Fuente compara las proyecciones del Gobierno sobre los ingresos y gastos del sistema público de pensiones tras la reforma con una alternativa basada en la edición más reciente del Informe sobre Envejecimiento de la UE, (la de 2021), y sus propias estimaciones de los efectos incrementales de la reforma publicadas por FEDEA.<sup>19</sup> Mientras que las estimaciones oficiales prevén que la reforma sólo tendrá un impacto moderado sobre el déficit del sistema, y que nunca superará el punto porcentual del PIB, los cálculos de de la Fuente, en línea con la mayoría de los analistas privados y académicos, apuntan a un aumento de más de 3 puntos del PIB en el déficit básico del sistema (es decir, su déficit sin transferencias ad hoc del Gobierno).

La reforma incluye una cláusula de salvaguardia, introducida bajo presión de la Comisión Europea, que obliga a introducir medidas correctoras no especificadas en caso de exceso de gasto estimado. Si no se llega a un acuerdo sobre medidas adicionales, los tipos de las cotizaciones sociales aumentarán automáticamente. En la práctica, los especialistas académicos coinciden en que la cláusula de salvaguardia deberá activarse de inmediato. El gasto medio en pensiones de aquí a 2050 sería superior al 15% del PIB, mientras que los ingresos incrementales del sistema de pensiones generados por las recientes reformas no superarían el 1% del PIB. Estas proyecciones activarían inmediatamente la cláusula de salvaguardia, obligando a un aumento de los tipos de cotización a la Seguridad Social de entre 3 y 4 puntos porcentuales. Obviamente, las implicaciones para la sostenibilidad de las finanzas públicas, las inversiones públicas necesarias e incluso el crecimiento potencial del PIB en España son muy significativas.

La segunda reforma analizada explícitamente en este capítulo es la nueva ley de vivienda, "que probablemente no sólo será infructuosa, sino también contraproducente", ya que introduce un conjunto de opciones políticas que agravarán la escasez existente de viviendas de alquiler asequibles, sobre todo al debilitar los derechos de propiedad privada. Para aumentar la oferta de vivienda, la nueva ley incrementa la inversión en el parque público de viviendas de alquiler y las deducciones fiscales por

---

<sup>18</sup> Las principales medidas de la reforma de las pensiones se enumeran en el recuadro 3 del capítulo 7, que incluye una descripción del contenido, los objetivos y las posibles deficiencias.

<sup>19</sup> Véase de la Fuente, A. (2023)

ingresos procedentes de alquileres privados, pero también introduce (i) la posibilidad de controlar los alquileres, (ii) la imposición de límites generales a la actualización de los alquileres, (iii) prórrogas obligatorias de los contratos de alquiler tras su vencimiento, (iv) disposiciones que complican la recuperación de la propiedad de inquilinos morosos u ocupantes ilegales, y (v) lenguaje y disposiciones que permitirían a las autoridades públicas expropiar sin la debida compensación para financiar un bien social no especificado, la "vivienda". Todas estas medidas reducen la rentabilidad de la inversión en inmuebles residenciales destinados al alquiler o aumentan su riesgo esperado, reduciendo así su stock actual y futuro mediante la retirada de propiedades del mercado y la disminución de la inversión en la construcción de nuevas unidades.

El autor se muestra muy crítico con la reacción de la Comisión ante estas reformas mal diseñadas. Las tres solicitudes de pago presentadas por España en función del cumplimiento de los sucesivos tramos de objetivos e hitos exigidos han sido aprobadas. En muchos casos, los informes se limitan a señalar que se ha aprobado la ley correspondiente, sin ni siquiera examinar su contenido, y las estimaciones del Gobierno español sobre los probables efectos económicos o presupuestarios suelen aceptarse sin cuestionarlas.

El informe de la Comisión sobre la segunda solicitud de pago de España, relativa a la reforma de las pensiones, es la única excepción significativa, y cuestiona las estimaciones del Gobierno español sobre el ahorro generado por los nuevos incentivos. Sin embargo, estas preocupaciones desaparecen milagrosamente en el tercer informe de evaluación, a pesar de que dichas estimaciones son ampliamente cuestionadas en España. Presumiblemente debido a la introducción de la cláusula de escape. Habrá que esperar al informe sobre la cuarta solicitud de pago para conocer la valoración de la Comisión sobre el conjunto de la reforma de las pensiones, así como su opinión sobre la nueva ley de vivienda. De la Fuente espera que la Comisión no permita que reformas tan cuestionables salgan adelante sin ser cuestionadas e impulse correcciones que aumenten la sostenibilidad de las finanzas públicas y eleven el crecimiento potencial. Será una excelente oportunidad para desmentir las crecientes presunciones de que a la Comisión sólo le preocupa garantizar el desembolso y el gasto íntegros del NGEU.

#### 2.4. LECCIONES DE LAS POLÍTICAS PRUDENCIALES EN UN MUNDO DE FINANZAS DIGITALES

La sección III examina la evolución de las políticas prudenciales y de regulación en el contexto de la digitalización financiera y la crisis bancaria que tuvo lugar en la primavera de 2023. Comienza el capítulo 8 evaluando la evolución de las monedas digitales de los bancos centrales. María Abascal y Laura Mullor escriben *Un euro digital: Del concepto a su diseño e implementación. Cómo afrontar los retos de una eventual emisión futura*.

El dinero bancario es digital desde hace décadas. Más recientemente, los bancos centrales están explorando la digitalización para garantizar que los ciudadanos mantengan el acceso a dinero soberano como opción de pago sin riesgo, promover la inclusión



financiera y evitar la posibilidad de una rápida adopción en el mercado de monedas estables privadas (*stable coins*), que podrían generar riesgos sistémicos y poner en peligro la soberanía monetaria.

Una moneda digital del banco central (CBDC, por sus siglas en inglés) al por menor se refiere al dinero digital del banco central disponible para todos los ciudadanos, a diferencia de una CBDC al por mayor que está diseñada para su uso entre intermediarios financieros para la liquidación de transferencias interbancarias y transacciones al por mayor relacionadas con las reservas del banco central. Un CBDC minorista es potencialmente una nueva forma de dinero digital del banco central, diferente de las reservas mantenidas por los bancos comerciales en los bancos centrales, ya que equivale a una nueva forma de responsabilidad del Banco Central frente al público en general.

La emisión de una CBDC para el público en general tendrá importantes implicaciones para el sistema financiero y debe analizarse cuidadosamente. Los CBDC están pensados para complementar el efectivo, el dinero en circulación, no para sustituir a los depósitos bancarios. Sin embargo, existe el riesgo de que, si el diseño no está bien elaborado, la emisión de CBDC acabe facilitando las “corridas bancarias” en épocas de aversión al riesgo, más aún en un mundo dominado por las redes sociales. En situaciones menos extremas, la introducción de CBDC podría reducir estructuralmente la intermediación financiera y provocar un endurecimiento de las condiciones de crédito, tanto por el aumento de los costes de financiación bancaria como por la reducción de las cantidades prestables. Un riesgo especialmente grave en Europa, donde los bancos representan el 95% del crédito al sector privado, frente al 51% en Estados Unidos.

La desnacionalización del dinero y de las políticas monetarias, situación en la que un Banco Central nacional pierde el control sobre la oferta de dinero en su jurisdicción, es otro riesgo potencial. Esta es la razón por la que las autoridades europeas pretenden que el euro digital sólo esté disponible para los residentes y visitantes del Eurozona. La ampliación a terceros países sólo será posible previo acuerdo entre el BCE y el banco central del país tercero.

El Eurosistema puso en marcha su proyecto del euro digital en octubre de 2020, cuando publicó un informe preliminar. En octubre de 2023, el Consejo de Gobierno del BCE adoptó la decisión formal de pasar a la fase de preparación, cuya duración prevista es de dos años. En este período se ultimarán el reglamento del euro digital y se seleccionarán los proveedores que podrían desarrollar la plataforma y la infraestructura del euro digital. Esta fase también incluye la prueba y experimentación de prototipos de productos y plataformas.

El euro digital coexistiría con el efectivo y otros medios de pago electrónicos, ofreciendo a los ciudadanos más opciones de pago y contribuyendo a preservar el papel del dinero público como ancla del sistema de pagos en la era digital. Un euro digital también contribuiría a la autonomía estratégica y la eficiencia económica de Europa, al reducir la dependencia de las soluciones de pago no europeas que dominan algunos segmentos del mercado. También se basará en una infraestructura y una gobernanza europeas. Esto parece importante para el público europeo, dado que las recientes tensiones geopolíticas han puesto de relieve los riesgos de depender exclusivamente



de proveedores externos para las necesidades críticas. Pero hay un innegable tono defensivo en esta argumentación, como si el euro digital fuera una solución de segunda.

En este capítulo se describen los elementos clave del diseño de un euro digital que han sido considerados por el Eurosistema. En particular, los casos de uso, los límites a las tenencias, la asignación de actividades y el modelo de distribución. El caso de uso prioriza el comercio electrónico en línea, la tienda física (punto de venta, PoS) y los pagos entre iguales (P2P). El BCE está considerando explícitamente incorporar límites a las tenencias individuales de euros digitales, para frenar su uso como depósito de valor y evitar una migración excesiva de los depósitos bancarios al euro digital.<sup>20</sup> Si se limitan las tenencias de euros digitales, puede introducirse una *funcionalidad en cascada*<sup>21</sup> para permitir a los usuarios realizar o recibir pagos en euros digitales, por encima de cualquier límite de tenencia establecido por el banco central. Los comerciantes y las instituciones públicas y gubernamentales de la zona del euro tendrán límites de tenencia nulos (es decir, no podrán mantener euros digitales), con desviaciones limitadas a lo necesario para la aplicación técnica de las funciones en cascada e inversa (es decir, superación de los límites de tenencia sólo durante unos segundos).

Aunque el anonimato total no se considera una opción viable desde el punto de vista de las políticas públicas, el Eurosistema explorará una configuración de mayor privacidad para las operaciones de poco valor y los pagos "fuera de línea", reproduciendo así algunas características similares al efectivo. A este respecto, aunque los clientes estarían sujetos a controles de tenencias/importes durante la incorporación, la información en tiempo real sobre tenencias, saldos e importes de las operaciones sólo sería conocida por el usuario y no por terceros intermediarios.

La tenencia de un euro digital implicará la tenencia de un pasivo directo del banco central, como ocurre actualmente con los billetes. Esto significa que un euro digital se registraría como pasivo en el balance del Eurosistema y que éste sería responsable de cualquier error de liquidación. Por tanto, el Eurosistema mantendrá el control total sobre la emisión de euros digitales y la liquidación de las operaciones en euros digitales en línea, incluido el registro y las tareas de verificación asociadas.

Los proveedores de servicios de pago (PSPs) serán los únicos intermediarios del euro digital y tendrán una relación contractual con los usuarios finales en relación con

---

<sup>20</sup> En la fase de investigación, el Eurosistema también consideró un *sistema de remuneración de dos niveles* como herramienta para evitar que el euro digital se utilice como depósito de valor. Este sistema desincentiva el exceso de tenencias de euros digitales mediante la penalización de los tipos de interés. Se ha abandonado porque sería confuso, desalentaría la adopción generalizada y podría resultar ineficaz en situaciones de crisis.

<sup>21</sup> *Funcionalidad en cascada* en este contexto significa que, al recibir un pago, la liquidez que supere el umbral de tenencia se transferiría automáticamente a una cuenta de dinero privado vinculada elegida por el usuario final.

Del mismo modo, a discreción del usuario final, una funcionalidad en cascada inversa garantizaría que los usuarios finales pudieran realizar un pago incluso si el importe supera sus fondos actuales en euros digitales. Se extraería liquidez adicional de la cuenta de dinero privado vinculada y la transacción se completaría en euros digitales por su valor total.

la gestión de cuentas. La distribución del euro digital será obligatoria para las entidades de crédito que presten servicios de pago en cuenta. Los PSP serán responsables de la apertura de cuentas y monederos, la realización de comprobaciones KYC (conozca a sus clientes) y AML (anti blanqueo de capitales) y la iniciación de las transacciones, la autenticación del cliente y la validación de la transacción, así como la conciliación. Los intermediarios supervisados también realizarían tareas relacionadas con la financiación y desfinanciación en euros digitales (recarga/retirada). Los usuarios podrán optar por convertir el dinero privado o en efectivo en euros digitales, y viceversa, de forma manual o automática.

Los usuarios finales podrán acceder al euro digital y utilizarlo a través de la banca en línea, de aplicaciones de proveedores de servicios de pago o de una aplicación proporcionada por el Eurosistema que ofrezca un punto de entrada armonizado para las funcionalidades básicas de pago. El Eurosistema considera que el euro digital debe ser gratuito para un uso básico por parte de los usuarios particulares. Estos servicios básicos gratuitos -que se establecerán en un futuro Reglamento- podrían incluir (i) apertura/conservación/cierre de una cuenta de pago en euros digitales, (ii) financiación y desfinanciación no automatizadas y automatizadas desde una cuenta de pago en euros no digitales, (iii) servicios de cascada/cascada inversa, (iv) provisión de un instrumento de pago básico y (v) iniciación y recepción de operaciones de pago.

Los PSPs sólo podrán cobrar a los clientes por la provisión de instrumentos de pago adicionales o por servicios de valor añadido además del euro digital. Los PSPs también podrán cobrar a los comerciantes por utilizar los servicios de adquisición de euros digitales. Al mismo tiempo, los PSPs que presten servicios de adquisición basados en comisiones a los comerciantes compensarán a los PSPs que distribuyan los euros digitales a los usuarios finales mediante el pago de una comisión entre PSPs, de forma similar a lo que ocurre en el modelo de comisiones de las tarjetas de pago.

Los autores sostienen que la adopción del euro digital podría apoyarse en las actuales infraestructuras de pago instantáneo y en las diferentes soluciones de extremo a extremo que ya existen, permitiendo su interoperabilidad. Esta estrategia también facilitaría la complementariedad del euro digital con otros medios de pago actualmente disponibles. Por ejemplo, en España *Bizum* es la solución de referencia para pagos P2P y los usuarios podrían gestionar sus pagos P2P, tanto con euros digitales como con dinero de bancos comerciales, a través de la misma aplicación móvil, independientemente de que pudiera coexistir con otras soluciones promovidas por terceros o por el propio Eurosistema. De ser así, el proyecto también podría contribuir a impulsar la interoperabilidad de las soluciones de pago privadas existentes y reforzar así la autonomía estratégica de los pagos en la UE.

Deben analizarse a fondo las inversiones necesarias y los beneficios esperados para los intermediarios del lanzamiento y distribución del euro digital. Y en este capítulo se insiste en que es esencial crear los incentivos adecuados para que los intermediarios presten los servicios correspondientes, así como para el desarrollo de nuevas funcionalidades de valor añadido. Un modelo de compensación adecuado para las entidades intermediarias, de forma que puedan construir un modelo de negocio

sostenible y competitivo, basado en la igualdad de condiciones con otros medios de pago. Por lo tanto, es necesario identificar los casos de uso y los modelos de negocio en torno al euro digital, ya que serán un factor clave para el éxito de la creación y el funcionamiento a largo plazo del nuevo ecosistema.

Los intermediarios regulados podrían desarrollar servicios de valor añadido como devoluciones de cargos o mecanismos de resolución de litigios para pagos a comerciantes, funcionalidades de pago contra reembolso en el comercio electrónico, microcréditos y otros servicios que actualmente están disponibles en soluciones privadas. Para que esto ocurra, es importante garantizar que el BCE desarrolle una infraestructura y un código normativo flexibles que dejen margen suficiente a la innovación privada para desplegar nuevos modelos de negocio.

Para concluir el capítulo, Abascal y Mullor subrayan que la emisión del euro digital es una decisión estratégica para Europa con consecuencias de largo alcance. Por ello, las autoridades deben asegurarse de que el euro digital tiene una finalidad y un valor claros para los ciudadanos antes de su lanzamiento, de modo que los beneficios compensen los costes y riesgos de su puesta en circulación. La decisión debe tomarse sobre la base de un análisis riguroso de todas las partes interesadas.

En el capítulo 9, *Lessons from US Regional Bank Turmoil*, Nassira Abbas, Silvia L. Ramírez y Gonzalo Fernández Dionis, escriben que en marzo y abril de 2023, el sistema financiero mundial experimentó las tensiones bancarias más importantes desde la Crisis Financiera Mundial (GFC). El capítulo presenta un relato cronológico y analítico de estos acontecimientos, basado en abundantes datos, y concluye con algunas lecciones para las autoridades monetarias de todo el mundo. La quiebra de algunos bancos regionales estadounidenses puso de manifiesto la falta de preparación de algunas instituciones financieras para el rápido ciclo de endurecimiento monetario tras un largo periodo de tipos bajos. Gran parte del aumento de los depósitos de ahorro provocado por la pandemia se había invertido en valores a más largo plazo, lo que suponía un riesgo considerable de tipos de interés. Además, cuando los tipos de interés empezaron a normalizarse, los depositantes salieron de los bancos y se dirigieron a productos de mayor rentabilidad, como los fondos del mercado monetario, lo que provocó una aceleración de las salidas de depósitos. Los avances tecnológicos, como la banca móvil y la rápida difusión de la información a través de las redes sociales, aceleraron la fuga de depósitos.

El SVB se definía como el "socio financiero de referencia" para los inversores en el ecosistema de la innovación. Aprovechando la enorme expansión del sector tecnológico, SVB cuadruplicó su tamaño entre 2017 y 2023, superando los 200.000 millones de dólares. SVB era único en varios aspectos. En primer lugar, su base de clientes era especialmente homogénea, compuesta principalmente por depósitos mayoristas con una elevada concentración sectorial y geográfica en Silicon Valley y un alto grado de depósitos no asegurados (90% de los depósitos totales). En segundo lugar, la dirección invirtió fuertemente en valores respaldados por hipotecas residenciales (RMBS) a largo plazo. En tercer lugar, la supervisión reforzada y los requisitos reglamentarios para bancos del tamaño del SVB no se habían introducido plenamente debido a su rápido

crecimiento. En cuarto lugar, el SVB no tenía acceso a la ventanilla de descuento de la Reserva Federal.

El banco se convirtió en una preocupación para los inversores y, en marzo de 2023, SVB fue incapaz de completar su anunciado plan de ampliación de capital. La salida de 42.000 millones de dólares en depósitos el 9 de marzo, y la previsión de que otros 100.000 millones salieran al día siguiente, desencadenó una crisis de liquidez que se convirtió en la mayor y más rápida retirada de depósitos de la historia. El banco fue clausurado el 10 de marzo por el Departamento de Protección e Innovación Financiera de California y la Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) fue nombrada administradora judicial.

La quiebra de SVB provocó una reevaluación del sector bancario estadounidense, y los inversores se centraron en determinadas instituciones regionales y en su nivel de depósitos no asegurados. Signature Bank of New York (110.000 millones de dólares en activos), con una gran exposición a criptoactivos volátiles y una elevada proporción de depósitos no asegurados (cerca del 90%), se convirtió rápidamente en objeto de contagio y se produjo una avalancha sobre el banco casi de inmediato. El Departamento de Servicios Financieros del Estado de Nueva York y la FDIC cerraron la entidad el 12 de marzo, después de que en pocos días hubiera perdido más del 70% de su valor patrimonial. First Republic Bank, con activos por valor de 212.000 millones de dólares, ofrecía tipos preferentes a largo plazo a particulares con grandes patrimonios, al tiempo que mantenía sus grandes ahorros como depósitos no asegurados. En concreto, casi la mitad de su cartera de préstamos eran hipotecas sobre bienes inmuebles residenciales. Tras perder casi el 75% de su valor patrimonial, el banco fue clausurado por el Departamento de Protección e Innovación Financiera de California. La FDIC fue nombrada síndico, y JPMorgan Chase adquirió todas las cuentas de depósito y casi todos los activos el 1 de mayo.

Para contener un mayor contagio, los reguladores financieros estadounidenses promulgaron una serie de medidas audaces que van desde una estrecha vigilancia y coordinación hasta una cobertura general de todos los depositantes, pasando por programas de préstamos de emergencia. La FDIC anunció el 12 de marzo que garantizaría todos los depósitos no asegurados de SVB y SBNY declarando la "excepción de riesgo sistémico" y eludiendo los requisitos de menor coste del Fondo de Seguro de Depósitos (DIF) de la FDIC para su resolución. Siete meses más tarde, una vez que el mercado se había relajado, la FDIC aprobó en noviembre un gravamen especial para recuperar las pérdidas para el DIF.

Además, la Reserva Federal puso en marcha una nueva línea de liquidez, el Programa de Financiación a Plazo de los Bancos (BTFP), para proporcionar liquidez de emergencia a las instituciones sometidas a presiones del mercado, mejorar la confianza del mercado y contener futuras retiradas de depósitos. Con esta nueva facilidad, los bancos pudieron generar liquidez sin tener que vender títulos y materializar las pérdidas de valoración a precios de mercado causadas por la subida de los tipos de interés. Además, algunas instituciones optaron por recurrir al crédito a través de la ventanilla de descuento, y el endeudamiento bancario con cargo a la facilidad de crédito primario se disparó

hasta alcanzar un máximo histórico de 153.000 millones de dólares. Paralelamente, el Departamento del Tesoro puso a disposición hasta 25.000 millones de dólares del Fondo de Estabilización Cambiaria como respaldo del BTFP.

Desde marzo, la utilización del BTFP se había mantenido bastante estable en torno a los 100.000 millones de dólares. Sin embargo, la proximidad del final del programa, que expira en marzo de 2024, junto con el tipo de préstamo muy atractivo en comparación con el mercado garantizado, provocó un fuerte aumento de su utilización desde noviembre. La utilización adicional sugiere un comportamiento de arbitraje por parte de los bancos y podría no reflejar las necesidades reales de liquidez del sistema bancario. En enero de 2024, los empréstitos del BTFP alcanzaron el nivel más alto desde la creación de la facilidad, situándose en 167.000 millones de dólares. A pesar del endurecimiento cuantitativo en curso desde el colapso de SVB, las reservas de los bancos han aumentado significativamente, reflejando un comportamiento preventivo. A 25 de enero de 2024, las reservas ascienden a 3,6 billones de dólares, 500.000 millones más que antes de la tensión regional estadounidense.

Tras relatar la historia de la crisis, el capítulo 9 ofrece ideas relevantes sobre las señales de alerta temprana y algunas implicaciones para las políticas prudenciales y reguladoras. En marzo de 2023, tras la quiebra de SVB y SBNY, los depositantes y los inversores empezaron a preocuparse por la liquidez y la solidez financiera de los bancos que respondían a un determinado perfil: (i) considerables salidas de depósitos, (ii) altas concentraciones de depósitos no asegurados, (iii) dependencia de otros préstamos y mayor uso de las facilidades de liquidez, los Federal Home Loan Banks (FHLB) en particular, (iv) pérdidas no realizadas sustanciales, y (v) alta concentración en *real estate* (CRE).

Varios factores habían contribuido al aumento de los depósitos: (i) los pagos en efectivo a la población como parte de las medidas de estímulo fiscal; (ii) una elevada tasa de ahorro personal; (iii) la creación de depósitos por el programa de compra de activos de la Reserva Federal y la reducción de las líneas de crédito comercial e industrial. A finales de 2021, los depósitos alcanzaban los 18,5 billones de dólares y se situaban 3,85 billones (o un 38%) por encima de los niveles anteriores a la pandemia. Después de la “corrida” de depósitos, y gracias a la enérgica intervención gubernamental, las salidas se estabilizaron y aún hoy se mantienen un 28% por encima de los niveles previos a la pandemia.

En el primer trimestre de 2023, las pérdidas no realizadas ascendieron a 510.000 millones de dólares, de los cuales las pérdidas no realizadas de AFS, disponibles para la venta, representaron el 55% del total, y las pérdidas de HTM, mantenidas hasta el vencimiento, el 45%. Las pérdidas no realizadas por tenencias de RMBS representaron casi dos tercios del total de pérdidas no realizadas y se vieron impulsadas por las subidas de los tipos hipotecarios. En el tercer trimestre de 2023, las pérdidas no realizadas ascendían a 653.000 millones de dólares. El coeficiente medio de pérdidas no realizadas con respecto al capital de nivel 1 sugiere que los grandes bancos (34%) tienen una mayor concentración de pérdidas no realizadas con respecto al capital de nivel 1 en comparación con los bancos pequeños y medianos (28%).

Las salidas de depósitos y el aumento de las pérdidas no realizadas en valores contribuyeron al descenso de los activos líquidos, especialmente en el caso de los bancos medianos. La liquidez, medida por el coeficiente entre activos líquidos y activos totales, disminuyó el primer trimestre de 2023; los bancos medianos tenían el coeficiente de liquidez más bajo (15%) en comparación con los pequeños (24%) y los grandes (26%).

La elevada concentración de exposiciones en bienes raíces comerciales (CRE) representa un grave riesgo. Los bancos pequeños y medianos poseen casi dos tercios de los 3 billones de dólares en exposiciones CRE en el sistema bancario. Los préstamos no agrícolas no residenciales representaron el mayor subcomponente, con más de la mitad de los préstamos CRE. Se estima que el 48% de los bancos medianos declararon concentraciones de CRE por encima del umbral reglamentario del 300%, frente al 27% de los bancos pequeños y el 6% de los grandes.

Más allá del análisis descriptivo de las características clave de los bancos regionales, los autores tratan de inferir causalidad a partir de los datos disponibles. Para ello, y utilizando un subconjunto de 108 bancos cotizados en el índice regional bancario KRE, realizan una regresión transversal simple del rendimiento de las acciones bancarias entre el 1 de mayo y el 4 de mayo de 2023 en función de una serie de posibles factores determinantes.

Un aumento de los anticipos del Federal Home Loan Banks (FHLB) muestra un impacto negativo particularmente fuerte y significativo en el rendimiento de las acciones. Esto sugiere que el uso de estas opciones de financiación no calmó al mercado, sino que los inversores lo tomaron como una señal de que el banco se enfrentaba a tensiones de liquidez. Las salidas de depósitos y las mayores exposiciones a bienes raíces comerciales (CRE) también se asociaron a mayores presiones vendedoras. La proporción de depósitos no garantizados, así como las pérdidas no realizadas en las carteras HTM y AFS a partir del primer trimestre de 2023, no parecen haber tenido un impacto estadísticamente significativo en el rendimiento individual de las acciones durante la venta masiva de mayo. Una posible razón es que el mercado ya había descontado la mayor parte de esta información antes de mayo, ya que las pérdidas incrementales no eran sustanciales. Dentro de esta muestra de bancos regionales, los bancos con activos inferiores a 50.000 millones de dólares parecen tener precios de acciones más resistentes, controlando otros factores, en consonancia con la atención del mercado a los bancos regionales de tamaño medio de EE.UU., más que a las instituciones más pequeñas con una huella limitada.

La renta variable bancaria se ha recuperado en líneas generales desde las turbulencias de marzo de 2023, pero las valoraciones de los bancos se mantienen con descuento. Los valores contables de los bancos regionales estadounidenses se han resentido, ya que la incertidumbre en torno a las perspectivas a medio plazo de sus modelos de negocio actuales y la posibilidad de una mayor regulación y aumentos del capital exigido disuaden a los inversores. A pesar de ello, el mercado sigue pagando una prima por los bancos estadounidenses, y la diferencia entre los valores contables de EE.UU. y Europa se ha ampliado desde el tercer trimestre de 2023 y ha vuelto a los niveles anteriores a la crisis.

En el tercer trimestre de 2023, seguía existiendo un residuo de bancos débiles (cerca de 40 que representaban casi 5 billones de dólares en activos), ya que varios bancos pequeños y medianos siguen teniendo altos niveles de pérdidas no realizadas, altas concentraciones de CRE, mayor dependencia de otros préstamos, mayores costes de financiación y menor rentabilidad. La bolsa de bancos débiles señala a través de las dimensiones de riesgo KRI de beneficios, liquidez y mercado.

Para concluir, este capítulo sostiene que las recientes quiebras bancarias deben servir de duro recordatorio de la importancia de una gestión adecuada de los riesgos de tipos de interés y de liquidez. Pero también ha demostrado cómo un grupo de bancos medianos se ha visto afectado de forma desproporcionada, poniendo en riesgo la estabilidad financiera, en medio de la preocupación por las deficiencias de la regulación y los fallos de supervisión. Así pues, urge reforzar el marco prudencial y subsanar las deficiencias de la supervisión. Los supervisores deben seguir velando por que todos los bancos mantengan coeficientes de capital adecuados en situaciones de tensión, y deben revitalizar la supervisión y la evaluación de riesgos, entre otras cosas mediante pruebas de tensión reforzadas. Los supervisores deben garantizar que los bancos cuenten con procesos de gobierno corporativo y gestión del riesgo acordes con su perfil de riesgo, incluida la supervisión del riesgo por parte de los consejos de administración. Unos requisitos mínimos de capital y liquidez adecuados, incluso para las entidades bancarias más pequeñas, son esenciales para contener los riesgos para la estabilidad financiera.

Por su parte, las autoridades deben estar preparadas para hacer frente a la inestabilidad financiera, garantizando que los planes de financiación de contingencia de los bancos sean operativos y estén preparados para acceder y utilizar las facilidades del banco central. Las autoridades deben intervenir con prontitud para subsanar las deficiencias de los bancos y, cuando sea necesario, reforzar los regímenes de resolución bancaria y la preparación para desplegarlos.

El último artículo del Anuario, el capítulo 10, trata del *Refuerzo del marco de resolución en la UE: La propuesta CMDI y próximos pasos*. Carla Díaz Álvarez de Toledo, directora de Resolución del FROB en el momento de escribir este artículo, repasa la evolución del marco de resolución europeo desde la aprobación de la Directiva de Recuperación y Resolución Bancaria 2014/59/UE (BRRD) hace diez años, y tras las turbulencias financieras provocadas por las tensiones en el sector bancario en EE. UU. y Suiza en la primavera de 2023.

Hace una década, el nuevo régimen de resolución consagró el principio de bail-in, los accionistas y acreedores son los primeros en soportar las pérdidas, y si estos fondos no son suficientes se recurre al Fondo Único de Resolución (SRF), mutualizado gradualmente, e integrado por aportaciones de la industria, reforzando el principio de que el coste de las crisis financieras es asumido por el sector privado. La nueva regulación también se centró en la planificación y preparación de la resolución en tiempos estables, así como en el establecimiento de un requisito mínimo de fondos propios y pasivos admisibles (MREL), para garantizar que las entidades tengan una capacidad suficiente de absorción de pérdidas, LAC.

En los últimos diez años, las autoridades de resolución han trabajado con los bancos



en la planificación de la resolución y en la puesta en funcionamiento de los instrumentos de resolución, reduciendo los obstáculos a la resolubilidad en una amplia gama de dimensiones (gobernanza, liquidez, continuidad operativa, etc.) y garantizando una financiación adecuada en la resolución, tanto mediante la acumulación de la capacidad de absorción de pérdidas necesaria como mediante la constitución del Fondo Único de Resolución. En enero de 2024, el FUR debería estar plenamente constituido y mutualizado, alcanzando su objetivo del 1% de los depósitos cubiertos (un importe cercano a los 80.000 millones de euros). A finales de 2022, fecha límite para el último Informe de Evaluación de la Resolubilidad de la SRF, la gran mayoría de los bancos estaban bien encaminados para cumplir las Expectativas para los Bancos (Expectations for Banks, EfB) de la SRF, así como su objetivo final de MREL para 2024, incluido el requisito combinado de colchón (Combined Buffer Requirement, CBR).

El nuevo marco se puso a prueba con éxito por primera vez en 2017 en España, con la resolución del Banco Popular, y después en Croacia y Eslovenia en 2022.<sup>22</sup> Pero la verdadera prueba para el nuevo marco global llegó en el primer trimestre de 2023, con la crisis bancaria estadounidense y suiza. En el capítulo anterior ya se han extraído importantes lecciones de estos acontecimientos, y en este capítulo se adopta una perspectiva de gestión de crisis. Todas las quiebras bancarias de la primavera se abordaron mediante la venta de la entidad en crisis, como ya había ocurrido con el Banco Popular y el Sberbank. Además, también fue necesario que las autoridades proporcionaran (i) un sustancial apoyo de liquidez por parte de los Bancos Centrales y (ii) amplias garantías del Tesoro.

El hecho de que estas garantías procedieran en última instancia del contribuyente y de que, en el caso de Credit Suisse, la situación se gestionara al margen de un proceso formal de resolución, suscitó un escepticismo general sobre el marco de resolución; escepticismo agravado por la depreciación de los instrumentos AT1 sin una depreciación previa de las acciones. Sin embargo, este capítulo adopta un enfoque más positivo y escribe: "el tiempo ha demostrado que las decisiones adoptadas en su momento fueron eficaces para preservar los objetivos de resolución y que, al final, las autoridades estadounidenses y suizas consiguieron estabilizar los mercados y el sector bancario, protegiendo la estabilidad financiera y la economía, sin coste final para el contribuyente", aunque debido a la introducción a posteriori de un gravamen especial sobre el sector.<sup>23</sup>

---

<sup>22</sup> Entre estos dos acontecimientos, se produjeron varias quiebras bancarias más en Italia o Letonia, cuando la SRF concluyó que la acción de resolución no estaba justificada en aras del interés público y, en consecuencia, los bancos fueron liquidados con arreglo a procedimientos nacionales de insolvencia, en algunos casos con ayuda estatal para apoyar el proceso de liquidación. Un doble rasero que ha sido criticado en ediciones anteriores de este Anuario. Véase Antonio Carrascosa, en *Anuario del euro en 2021*.

<sup>23</sup> En EE.UU., se espera que el coste estimado de los casos de resolución para la FDIC (unos 16.300 millones de USD), atribuible a la protección de los depositantes no asegurados, se recupere de una evaluación especial sobre el sector que empezará a recaudarse en 2024. En Suiza, UBS rescindió voluntariamente en agosto el Acuerdo de Protección frente a Pérdidas por valor de 9.000 millones de CHF y el Respaldo Público de Liquidez por valor de 100.000 millones de CHF que le habían concedido las autoridades suizas en marzo.



En el contexto de la UEM, las recientes quiebras bancarias brindan la oportunidad de perfeccionar y completar el marco existente. Carla Díaz subraya tres líneas de progreso: (i) la financiación en resolución, (ii) las garantías, y (iii) el papel del seguro de depósitos (la garantía de depósitos). Sólo los bancos centrales tienen la capacidad de proporcionar recursos potencialmente ilimitados para apoyar la liquidez y la confianza tras una resolución. Teniendo en cuenta el previsible agotamiento de las garantías en el periodo previo a una crisis, sería necesario algún tipo de garantía pública para respaldar el acceso a las facilidades de los bancos centrales hasta que se restablezca la confianza y la entidad recupere el acceso a las fuentes privadas de financiación. En la Unión Bancaria es primordial que esta garantía se proporcione a nivel europeo, para evitar los perjuicios de la fragmentación y para que sea coherente con el hecho de que la entidad ha sido resuelta por normas europeas.

La venta del negocio y las garantías necesarias para facilitarla han demostrado ser la herramienta de resolución más viable. A falta de nacionalización, sólo un nuevo propietario creíble puede garantizar la continuidad del acceso a los depósitos. Pero la experiencia demuestra que, en el momento de la crisis, las incertidumbres sobre los pasivos legales y contingentes de riesgo desalientan a los compradores potenciales. Como hemos aprendido en España con los EPA (Esquemas de Protección de Activos), la capacidad de cubrir determinados pasivos es decisiva. Merece la pena explorar el papel que pueden desempeñar los Sistemas de Garantía de Depósitos (SGD) y el SFR para ofrecer estas garantías, que es muy limitado en el marco actual, de modo que estas garantías sean concedidas por el sector y no por el contribuyente.

Ahora se espera que los depósitos no asegurados contribuyan como acreedores al coste de una resolución. Con la digitalización de las finanzas, esto ha provocado inestabilidad y contagio. Hay varias opciones sobre la mesa para contrarrestar esta evolución, incluida la posibilidad de ampliar la protección de los depositantes a depósitos adicionales o a todos los depósitos. Obviamente, en la UEM esta consideración conduce a la cuestión, la ausencia de un Sistema Europeo de Garantía de Depósitos.

La propuesta sobre Gestión de Crisis y Seguro de Depósitos, CMDI, presentada en abril y diseñada antes de los acontecimientos de primavera, pretende mejorar las herramientas utilizadas para gestionar la quiebra de bancos pequeños y medianos y restablecer la igualdad de condiciones. Este capítulo describe en detalle los principales elementos de la propuesta: (i) la ampliación del ámbito de resolución, con propuesta de inversión de la "carga de la prueba" en la evaluación del interés público (PIA), un cambio especialmente relevante para países como España, sin un régimen de insolvencia específico para los bancos. Estar sujeto a resolución implica ciertas obligaciones en términos de planificación y requerimientos de MREL, difíciles de cumplir por los bancos pequeños, que requerirían el uso de la proporcionalidad (ii) el uso de recursos de la DGS para aumentar la capacidad de financiación en resolución, y ofrecer un puente para acceder a los fondos del SRF. Esta función de puente limita el uso de recursos nacionales a la cantidad necesaria para desbloquear los fondos mutualizados en la Unión Bancaria, evitando así la fragmentación en la gestión de las crisis bancarias a lo largo de las líneas nacionales, y (iii) el cambio de la preferencia de los depositantes en la

jerarquía de los créditos, eliminando la "superpreferencia" de los SGD y estableciendo la preferencia de todos los depósitos en relación con los créditos ordinarios no garantizados, una característica muy controvertida. Pero la propuesta también introduce una serie de otras novedades en una amplia gama de ámbitos, de naturaleza más técnica, de las que no se puede dar cuenta en este resumen.

Este capítulo también ofrece una valoración personal del CMDI. En el lado positivo, el reconocimiento de las posibles implicaciones sistémicas de los bancos incluso más pequeños, un mayor uso de la financiación de los SGD para apoyar la transferencia de todos los depósitos en resolución, y facilitar la aplicación de estrategias de transferencia como la herramienta de resolución preferida para las entidades más pequeñas y medianas. Sin embargo, la propuesta podría haber sido más ambiciosa en otros elementos para abordar problemas de larga data en la Unión Bancaria, y Carla Díaz nos recuerda que la propuesta del CMDI tiene sentido como paquete y destaca el riesgo de que algunos elementos de la reforma puedan avanzar sin otros en las negociaciones en curso del CMDI.

Por último, este capítulo adopta un enfoque "disruptivo" para impulsar los debates necesarios sobre (i) revisar la necesidad de una prueba del menor coste (LCT) al utilizar el SGD en la resolución y abogar por una excepción por riesgo sistémico, (ii) dotar a los bancos más pequeños de suficiente capacidad de absorción de pérdidas, dado que suelen carecer de acceso regular a los mercados de capitales. Podrían estudiarse incentivos para que estas entidades constituyan fondos mancomunados voluntarios que se utilicen a discreción de las autoridades de resolución, y (iii) facilitar la venta de negocios, una herramienta que ha demostrado ser en última instancia la mejor solución, reforzando la base jurídica que permite a las autoridades de resolución iniciar los preparativos de venta con antelación, facultando a los consejos de administración para evaluar la oportunidad de compra en una resolución y presentar ofertas vinculantes, y creando mecanismos para garantizar que el sector aporte garantías.

### 3. ALGUNAS OBSERVACIONES FINALES

Como es habitual, este Anuario concluye con diez lecciones para la Unión Monetaria Europea. No lo haré esta vez, porque sería demasiado repetitivo, ya que llevo muchos años extrayendo las mismas lecciones, aunque redactadas de forma diferente y argumentadas cada vez en el lenguaje de los debates del año correspondiente. Las principales reformas estructurales que necesita la Unión son bien conocidas y han sido diagnosticadas *hasta la saciedad* por académicos y responsables políticos de la oposición. Sabemos lo que tenemos que hacer, simplemente no sabemos cómo hacerlo políticamente posible. En ese sentido, la política europea no es diferente de la nacional. Menos aún en año electoral.

Así que simplemente concluiré resumiendo en pocas palabras lo que los autores recomiendan en cada capítulo. Es mi versión personal, pero estoy seguro de que todos ellos estarán de acuerdo.

i. La Unión necesita dar contenido al concepto de autonomía estratégica abierta, al tiempo que evita caer en la vieja “fortaleza europea”. Los argumentos estratégicos se han utilizado demasiado a menudo políticamente para justificar las peores políticas. Pero sería ingenuo ignorar que el mundo se ha vuelto más peligroso y fraccionado.

ii. La política monetaria parece haber funcionado bien a la hora de lograr la desinflación sin costes indebidos para la producción o el empleo. Pero no puede funcionar sola y debe complementarse con la consolidación fiscal, una inversión pública eficiente y reformas estructurales. Los bancos centrales no pueden proporcionar todos los bienes públicos y necesitan reorientarse a medida que otros agentes políticos pasan a primer plano.

iii. La naturaleza de la inflación en los últimos tres años no ha sido homogénea, ni dentro de las economías ni entre ellas. La medida en que la inflación ha estado impulsada por la demanda o por la oferta ha variado en el tiempo y en el espacio. En retrospectiva, es posible que los bancos centrales estuvieran “por detrás de la curva”. Se trata en parte de una historia de fracaso de las previsiones, de ahí la necesidad de reforzar y reevaluar las capacidades de modelización de la inflación.

iv. El proceso de reducción del tamaño del balance del BCE continuará, pero es muy probable que el sistema financiero funcione con un mayor nivel de exceso de reservas. Y es probable que los bancos centrales, y en particular el BCE, lo reconozcan en su próxima reforma del marco de política monetaria. Una vuelta al antiguo sistema de “corredores” parece poco probable, y aumentar las reservas mínimas obligatorias parece contraproducente.

v. La reciente reforma del marco europeo de gobernanza fiscal es un paso insuficiente en la dirección correcta. Se acerca más a un objetivo de gasto, pero se ha obtenido flexibilidad adicional a costa de complejidad y discrecionalidad. Y el marco sigue necesitando un mecanismo de macroestabilización y un proceso para llegar a una orientación fiscal de la zona euro.

vi. Las nuevas normas implican un ajuste de los saldos fiscales primarios que no parece excesivo para los estándares históricos. Pero exigirán un ajuste persistente, significativo y duradero del gasto público en los países más endeudados. Y no incorporan ningún margen fiscal para el aumento de la inversión pública necesario por motivos de seguridad o para las transiciones digital y ecológica.

vii. Podemos perder otra oportunidad de aumentar el PIB potencial en Europa, ya que la Comisión parece más preocupada por gastar todos los fondos del NGEU que por garantizar su uso adecuado. Una vez más, el fomento de reformas estructurales que aumenten la productividad no es sólo una cuestión de fondos disponibles, sino de compromiso y disciplina políticos.

viii. El lanzamiento del euro digital no puede justificarse únicamente por motivos defensivos o proteccionistas. Deben incorporarse características, mecanismos e incentivos adecuados en su aplicación para garantizar que complemente al efectivo y no sustituya a los depósitos bancarios. Los casos de uso y los modelos de negocio deben estudiarse con el sector para garantizar su éxito.

ix. La crisis bancaria de primavera fue un recordatorio de la importancia de una

gestión adecuada de los riesgos de tipos de interés y de liquidez y de la potencial importancia sistémica de los bancos medianos. Los supervisores deben velar por que los bancos tengan un gobierno corporativo y unos procesos de gestión del riesgo acordes con su perfil de riesgo. Las autoridades deben intervenir pronto para subsanar las deficiencias de los bancos, estar preparadas para utilizar y desplegar planes de financiación de contingencia y reforzar los regímenes de resolución bancaria.

x. En el contexto europeo, el CMDI perfecciona el marco de resolución existente en tres líneas: la financiación en la resolución, la disponibilidad de garantías y el papel de los sistemas de seguro de depósitos. Pero podría haber sido más ambicioso y deja muchas cuestiones sin resolver. En concreto, no se garantiza la igualdad de condiciones para la resolución, y la fragmentación financiera sigue siendo un riesgo adicional para cualquier posible crisis de confianza en los bancos europeos.

**Fernando Fernández**

Enero de 2024

## REFERENCIAS

- Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, BSBS (2023) *Report on the 2023 banking turmoil*, octubre, <https://www.bis.org/bcbs/publ/d555.htm>
- Ben Bernanke y Olivier Blanchard (2023), *What Caused the US Pandemic-Era Inflation?*, NBER, Documento de trabajo 31417, <https://www.nber.org/papers/w31417>.
- Antonio Carrascosa, *Cómo mejorar la crisis de los bancos pequeños y medianos*, en *El euro en 2021*. (F.Fernández et al.) Fundación de Analistas y Fundación ICO, Madrid, [https://institutodeanalistas.com/wp-content/uploads/2\\_ANUARIO\\_EURO\\_2021\\_EN\\_compressed.pdf](https://institutodeanalistas.com/wp-content/uploads/2_ANUARIO_EURO_2021_EN_compressed.pdf)
- Sarah Dahlgren, Ryozo Himino, Fernando Restoy, Carolyn Rogers, *Assessment of the European Central Bank's Supervisory Review and Evaluation Process*, Informe del Grupo de Expertos al Presidente del Consejo de Supervisión del BCE, marzo de 2023. [https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/annex/ssm.pr230417\\_annex.en.pdf](https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/annex/ssm.pr230417_annex.en.pdf)
- Autoridad Bancaria Europea, ABE, *El marco europeo de gestión de crisis y la reciente crisis bancaria: ¿hay margen de mejora?* Octubre. [https://www.eba.europa.eu/sites/default/files/document\\_library/Calendar/EBA%20Management%20Speeches/2023/José%20Manuel%20Campa%20keynote%20speech%20at%20IWFSAS%3A%20The%20European%20crisis%20management%20framework%20and%20the%20recent%20banking%20crisis%3A%20is%20there%20space%20for%20improvement%3F%20/1062483/JM%20Campa%20speech%20at%20IWFSAS.pdf](https://www.eba.europa.eu/sites/default/files/document_library/Calendar/EBA%20Management%20Speeches/2023/José%20Manuel%20Campa%20keynote%20speech%20at%20IWFSAS%3A%20The%20European%20crisis%20management%20framework%20and%20the%20recent%20banking%20crisis%3A%20is%20there%20space%20for%20improvement%3F%20/1062483/JM%20Campa%20speech%20at%20IWFSAS.pdf)
- Banco Central Europeo, BCE, *A stock take on the digital euro. A summary report on the investigation phase and outlook on the next phase*, 18 de octubre. [https://www.ecb.europa.eu/paym/digital\\_euro/investigation/profuse/shared/files/dedocs/ecb.dedocs231018.en.pdf](https://www.ecb.europa.eu/paym/digital_euro/investigation/profuse/shared/files/dedocs/ecb.dedocs231018.en.pdf)
- BCE, Boletín Económico Número 8, 2023. Diciembre <https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/html/eb202308.en.html#:~:text=La%20economía%20mundial%20está%20estimada,la%20política%20se%20ajusta%20en%20las%20economías%20avanzadas>.
- Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal (2023), *Review of the Federal Reserve's Supervision and Regulation of Silicon Valley Bank*, 28 de abril. <https://www.federalreserve.gov/publications/files/svb-review-20230428.pdf>
- F. Fernández et.al., *El euro en 2023*, capítulos 5,6, y 7, Fundación de Analistas y Fundación ICO, Madrid. [https://institutodeanalistas.com/wp-content/uploads/Libro-ICO\\_EURO\\_IN\\_2023.pdf](https://institutodeanalistas.com/wp-content/uploads/Libro-ICO_EURO_IN_2023.pdf)
- Consejo de Estabilidad Financiera, CEF, *2023 Bank Failures, Preliminary lessons learnt for resolution*, septiembre, Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, <https://www.fsb.org/2023/10/2023-bank-failures-preliminary-lessons-learnt-for-resolution/>
- Ángel de la Fuente, (2023). "Los efectos presupuestarios de la reforma de pensiones de 2021-23: iii) impacto total y la cláusula de salvaguarda del MEI". FEDEA, Estudios sobre la Economía Española n° 2023-13. Madrid. Madrid. <https://bit.ly/40RbvME>

- FMI (2022) "Staff Guidance Note on the Sovereign Risk and Debt Sustainability Framework for Market Access Countries", IMF Policy Paper No. 2022/039, Fondo Monetario Internacional, disponible en <https://www.imf.org/en/Publications/Policy-Papers/Issues/2022/08/08/Staff-Guidance-Note-on-theSovereign-Risk-and-Debt-Sustainability-Framework-for-Market-521884>.
- Tobias Adrian, et.al. Fondo Monetario Internacional, IMF WP/23/181, *Good Supervision: Lessons from the Field*, septiembre de 2023, <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2023/09/06/Good-Supervision-Lessons-from-the-Field-538611>
- Anil Ari, Carlos Mulas-Granados, Victor Mylonas, Lev Ratnovski y Wei Zhao, *One Hundred Inflation Shocks: Seven Stylized Facts*, FMI WP/23/190, septiembre de 2023, Washington D.C. <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2023/09/13/One-Hundred-Inflation-Shocks-Seven-Stylized-Facts-539159>
- Christine Lagarde, Monetary Policy statement at the conclusion of the December 14th, 2023, meeting of the Governing Council of the ECB., <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2023/html/ecb.mp231214~9846e62f62.en.html>
- Ursula Von der Leyen, Orientaciones políticas de la Comisión VDL 2019-2024 (diciembre de 2019).
- Fabio Panetta, Financial Times, 26 de eneroth , 2024. <https://www.ft.com/content/df4ac551-2668-410e-b8b5-7fda605602f4>
- Isabel Schnabel, miembro del Comité Ejecutivo del BCE, en la conferencia anual en memoria de Homer Jones, San Luis, 2 de noviembre de 2023. <https://www.stlouisfed.org/homer-jones/2023-lecture>



[www.institutodeanalistas.com](http://www.institutodeanalistas.com)



[www.fundacionico.es](http://www.fundacionico.es)