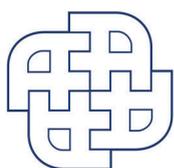


EL EURO EN 2020



IEAF | FEF

INSTITUTO ESPAÑOL DE
ANALISTAS FINANCIEROS

FUNDACIÓN DE
ESTUDIOS FINANCIEROS

fundación





fundación



EL EURO EN 2020
Un Anuario sobre
la Unión Monetaria Europea

Editor
Fernando Fernández Méndez de Andés
IE Business School

ISBN: 978-84-09-19575-6

Depósito Legal: En trámite, primer trimestre 2020

Edita: Fundación de Estudios Financieros y Fundación ICO.

Imprime: Reimpventa



ÍNDICE

LISTA DE COLABORADORES _____	5
PRÓLOGO _____	9
RESUMEN EJECUTIVO	
<i>Fernando Fernández Méndez de Andés, IE Business School</i> _____	11
PARTE I. ENTORNO POLÍTICO, ECONÓMICO Y FINANCIERO	
1. El nuevo ciclo político de Bruselas: ¿qué podemos esperar? <i>José Ignacio Torreblanca y Pawel Zerka, European Council of Foreign Relations</i> _	53
2. El estado de la economía de la Unión: ¿cómo será la desaceleración y cuánto durará? <i>Oscar Arce, Esther Gordo, Javier Pérez, Banco de España</i> _____	71
3. Estado del sector bancario europeo <i>José Manuel Campa, Autoridad Bancaria Europea</i> _____	97
PARTE II. CUESTIONES DE POLÍTICA MONETARIA	
4. Europa ante el reto de la “japonización” <i>José Ramón Díez, Bankia</i> _____	107
5. Cómo enfrentarse al límite inferior: ¿Qué hará el BCE en la próxima recesión? <i>Aliénor Cameron, Grégory Claeys y Maria Demertzis (Bruegel)</i> _____	129
PARTE III. CUESTIONES DE POLÍTICA FISCAL	
6. Las reglas fiscales de la UE durante la Comisión Juncker: aplicación, reforma y desafíos futuros <i>Carlos Martínez Mongay y Mirzha de Manuel Aramendía, Comisión Europea</i> _	163
7. Política fiscal cuando los tipos de interés están a cero <i>Ángel Ubide, Citadel LLC</i> _____	201



PARTE IV. CUESTIONES BANCARIAS

8. El futuro del dinero <i>Manuel Conthe, Árbitro internacional y Consejo Asesor de Expansión</i>	225
9. El paquete bancario de junio <i>Sofía Rodríguez Rico, Enrique Corcóstegui y Josep M^a Vendrell Simón, Banco Sabadell</i>	267
10. Consolidación del sector bancario europeo: obstáculos y políticas <i>Martin Boer y Andrés Portilla, Institute of International Finance</i>	291
GLOSARIO	312
ENTIDADES PATRONO DE LA FEF	319



LISTA DE COLABORADORES

DIRECTOR

Fernando Fernández Méndez de Andés. Doctor en Ciencias Económicas y profesor de Economía y Finanzas del IE Business School. Consultor internacional. Consejero Externo de Bankia. Ha sido Economista jefe de Banco Santander y Economista sénior en el FMI.

COLABORADORES

Óscar Arce. Director General de Economía y Estadística, Banco de España (Banco Central de España). Doctor en Economía. Máster en Ciencias Económicas por la London School of Economics. Ha sido Director del Departamento de Estudios, Estadísticas y Publicaciones de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) y Subdirector General del Departamento de Política Económica en la Oficina Económica del Presidente del Gobierno.

Martín Boer. Director (Asuntos Regulatorios) del Institute of International Finance (IIF). Ha sido Secretario General de la Mesa Redonda sobre los Servicios Financieros Europeos. Anteriormente trabajó en ING como consultor del PNUD. Licenciado en Filosofía por la Universidad de California (Santa Bárbara) y Máster en Economía Política Internacional por la School of International Public Affairs (SIPA), Columbia.

Aliénor Cameron. *Research Assistant* en Bruegel. Licenciada en Económicas y Ciencias Políticas por el Instituto de Estudios Políticos (*Science Po*) de París. Actualmente, estudiando un Máster en Economía Internacional. Ha trabajado como *Research Assistant* en el Centre National de la Recherche Scientifique (CNRS) de la Escuela de Economía de París.

José Manuel Campa. Presidente de la Autoridad Bancaria Europea (ABE). Doctor en Economía, Universidad de Harvard. Profesor de Economía del IESE Business School. Ha sido *Global Head of Regulatory Affairs* de Banco Santander. Fue Secretario de Estado de Economía del Gobierno de España.



Grégory Claeys. Investigador en Bruegel y Profesor asociado en el Conservatoire National des Arts et Métiers. Doctor en Economía por el European University Institute. Ha sido investigador visitante en el Banco Central de Chile y economista en Crédit Agricole.

Manuel Conthe. Árbitro internacional. Columnista y Presidente del Consejo Asesor de Expansión. Ha sido Secretario de Estado de Economía, Presidente de la Comisión Nacional del Mercado de Valores española, Vicepresidente para el Sector Financiero en el Banco Mundial y Director General del Tesoro.

Enrique Corcóstegui. Máster en Administración de Empresas y Mercados Financieros Internacionales. Gestor de Riesgos Financieros (*Financial Risk Manager*) certificado. Director de Análisis Regulatorio de la División de Riesgos de Banco Sabadell. Antes de incorporarse a Banco Sabadell, trabajó en Telefónica S.A.

Mirzha de Manuel Aramendía. Economista del gabinete del Vicepresidente de la Comisión Europea Valdis Dombrovskis. Ha sido miembro del grupo de Profundización de la UEM en la DG ECFIN, Director de Política de los Mercados de Capitales del CFA Institute e investigador del Centre for European Policy Studies (CEPS). Estudió Economía, Empresas y Derecho en Valladolid, Surrey y el Colegio de Europa.

Maria Demertzis. Directora adjunta de Bruegel. Doctora en Economía. Ha trabajado en la Comisión Europea y el Banco Central holandés. Profesora de la Harvard Kennedy School of Government y la Universidad de Strathclyde. Ha publicado numerosos artículos en revistas académicas internacionales.

José Ramón Díez. Director de Estudios de Bankia. Director de Análisis económico y financiero. Máster en Finanzas. Profesor del IE Business School y CUNEF. Especialista en Análisis Económico y Economía Cuantitativa.

Esther Gordo. Economista. Directora de la División de Economía de la Zona euro de Banco de España (Banco Central de España). Ha publicado regularmente artículos sobre política comercial, competitividad de la economía española, economía de los países de la Zona euro y políticas europeas, incluida la reforma de gobernanza de la UEM.

Carlos Martínez Mongay. Doctor en Economía. Ha ocupado distintos cargos en la Comisión Europea. Asesor Económico del Comisario Solbes (Asuntos Económicos), Director del gabinete del Vicepresidente Almunia (Competencia) y Director General adjunto de la DG ECFIN.

Javier Pérez. Doctor en Economía. Director del departamento de Economía Internacional y Zona euro de Banco de España y miembro del Comité de Relaciones Internacionales



del Eurosistema. Ha sido Economista jefe de la División de Política Fiscal del BCE y catedrático de Análisis Económico.

Andrés Portilla. Director General (Asuntos Regulatorios) del Institute of International Finance (IIF). Ha sido Asesor jurídico de la *Colombian Bankers Association* y Director Adjunto del Banco Cooperativo de Colombia. Doctor en Derecho por la Universidad del Rosario. Máster en Derecho Comparado por la Universidad Estatal de Pensilvania y Máster en Administración de Empresas por la Universidad Bocconi.

Sofía Rodríguez. *Chief Economist* de Banco Sabadell. Directora de Macroeconomía y Estabilidad Financiera. Máster en Economía y Finanzas. Profesora de Economía, Finanzas Internacionales, Política Macroeconómica y Mercados Financieros.

José Ignacio Torreblanca. Profesor de Política. Actualmente, Investigador sénior de Política y Director de la oficina de Madrid del European Council on Foreign Relations (ECFR). Doctor y Máster en Ciencias Políticas y Sociología por el Instituto Juan March de Estudios e Investigaciones.

Ángel Ubide. Director de Análisis económico, Renta fija global, en Citadel LLC. Doctor en Economía por el European University Institute. Más de 15 años en el sector de hedge funds. Miembro de *Euro50 Group*, del Comité *Reinventing Bretton Woods* y del *Shadow Governing Council* del BCE.

Josep M^a Vendrell Simón. Director de Ámbito Financiero del departamento de Análisis de Banco Sabadell. Máster en Matemáticas, Estadística y Análisis de Operaciones. Ha trabajado en el Banco Central Europeo y como consultor de Advanced Logistics Group.

Pawel Zerka. Investigador y coordinador de programa del *European Power Program* del European Council on Foreign Relations (ECFR). Doctor en Economía y Máster en Relaciones Internacionales por la Escuela de Economía de Varsovia. También estudió en el Instituto de Estudios Políticos (*Sciences Po*) de Burdeos y en la Universidad de Buenos Aires.



PRÓLOGO

La Fundación ICO y la Fundación de Estudios Financieros decidieron conjuntamente, en el año 2012, la publicación de un estudio periódico denominado “Anuario del Euro” con el objetivo de contribuir al conocimiento de la relevancia y las implicaciones de la unión monetaria y a sugerir ideas y propuestas para reforzar la aceptación y sostenibilidad de la moneda única.

Esta colaboración se traduce en una publicación anual cuya finalidad es poner a disposición del lector los cambios que se han producido en el último año en la unión monetaria, bancaria, fiscal, económica y política, señalando los aciertos, las limitaciones y sus posibles insuficiencias.

El informe que presentamos, el séptimo de la colección, se titula *El Euro en 2020. Un Anuario sobre la Unión Monetaria Europea*. Contiene diez capítulos, divididos en cuatro partes diferentes que abarcan las siguientes cuestiones relevantes en Europa: (i) el entorno político, económico y financiero; (ii) la política monetaria; (iii) la política fiscal y (iv) la Banca.

La primera parte del Anuario proporciona el entorno político, económico y financiero del euro y es una actualización de su evolución reciente, de lo que sucedió durante el año y, lo que es más importante, de lo que no sucedió.

La segunda parte trata sobre la política monetaria. Va más allá de analizar las medidas concretas adoptadas recientemente por el BCE para abarcar dos cuestiones conceptuales básicas: la posible *japonización* de Europa y la existencia e implicaciones de los tipos de interés negativos -Zero Lower Bound (ZLB)-. La cuestión analizada es si el BCE dispone de suficiente margen de maniobra e instrumentos para luchar contra una nueva recesión.

La tercera parte se refiere a la política fiscal y se destacan dos temas cruciales. En primer lugar, la cuestión de la orientación fiscal de la Unión, es decir, si la política fiscal de la Unión puede definir e implementar su actuación de manera concertada y rápida. En segundo lugar, la sostenibilidad de la deuda sigue siendo una preocupación del mercado, dados los registros históricos de los coeficientes deuda/PIB en toda la Zona Euro. El documento explora su definición y limitación en la nueva normalidad.

La parte final versa sobre la banca. Comienza con el análisis de las monedas digitales y continúa con la descripción del Banking Package de junio 2019, la aplicación europea de las reformas de Basilea III. Esta parte termina con un artículo sobre la unión monetaria vista desde una perspectiva estadounidense.



El trabajo incluye un resumen ejecutivo que sistematiza las aportaciones realizadas por los distintos colaboradores y presenta un decálogo de conclusiones, las diez lecciones europeas, que constituyen los principales mensajes de este Anuario 2020.

Seguimos creyendo que es necesario explicar el euro y sensibilizar a la sociedad sobre sus implicaciones. Con demasiada frecuencia se da por sentado el euro, pero aún debe entenderse y explicarse mejor. Esta es la tarea asumida en detalle a lo largo de este informe con el objetivo de garantizar su sostenibilidad.

El estudio ha sido dirigido por Fernando Fernández Méndez de Andés, profesor de IE Business School. A su vez, ha contado con un equipo de colaboradores expertos vinculados con el mundo académico, organismos públicos y la comunidad financiera. Nos gustaría expresar nuestra gratitud a cada uno de ellos y felicitarlos por el excelente trabajo realizado.

La Fundación de Estudios Financieros y la Fundación ICO esperan que el Anuario correspondiente al año 2020 suponga una importante aportación al actual debate sobre el euro y la construcción europea y que sea del interés de todos sus lectores.

Fundación de Estudios Financieros

Fundación ICO



RESUMEN EJECUTIVO

FERNANDO FERNÁNDEZ¹

1. UN AÑO PERDIDO EN LA TRANSICIÓN

El 2019 debía ser un año de celebraciones. La Unión Económica y Monetaria Europea cumplió 20 años. La larga y complicada ruta hasta llegar a Maastricht se ha ido desvaneciendo de nuestros recuerdos con la muerte política de sus mentores. De ellos, solo queda Jean Claude Juncker, quien también dejó su cargo este año. En países como España, los esfuerzos por convertirse en miembro fundador de la UEM marcaron la política durante décadas y provocaron un importante cambio en las políticas económicas. La estabilidad fiscal, la convergencia socioeconómica, los diferenciales de crecimiento e inflación se convirtieron en los temas dominantes. Todo ello en aras de la credibilidad internacional y de la sostenibilidad del euro.

Una nueva generación de líderes políticos europeos ha asumido el poder y todavía deben demostrar su disposición a negociar y su habilidad para lograr consensos fundamentales. El caso es que el euro, a sus 20 años, necesita reformarse. En sus inicios fue un éxito extraordinario, tanto en términos de crecimiento como de inflación, hasta que el sistema financiero global sufrió una crisis de confianza en la sostenibilidad del euro y de la Eurozona. Como la mayoría de crisis de deuda y monetarias, por no decir todas, los problemas reales empezaron en 2010, cuando los ciudadanos perdieron la confianza; cuando aquellos europeos que habían ahorrado y prestado su dinero a inversores públicos o privados de otros Estados miembros dudaron de su voluntad y capacidad de devolvérselo en la moneda común: el euro.

Lo que siguió es ya historia y este Anuario lo ha ido describiendo. Nuestra posición inicial, que la crisis del euro fue el resultado de los fallos institucionales en el diseño de la Eurozona, se ha convertido en un lugar común y en la política oficial. Sin embargo, nunca se pensó para eximir de responsabilidades por la aplicación de erróneas políticas

¹ Fernando Fernández Méndez de Andés es profesor de economía y finanzas en la IE Business School y editor del Anuario desde su primera edición.



económicas nacionales. Precisamente a causa de estas políticas nacionales insostenibles, algunos países experimentaron una grave recesión, mientras que otros apenas resultaron perjudicados o incluso salieron reforzados. Sin embargo, el núcleo del problema se encontraba en el área euro, en una Unión Monetaria cuyas incoherencias internas precipitaron la crisis y que carecía de los instrumentos adecuados para resolverlas. Llevó su tiempo, pero un riguroso trabajo analítico como el presentado en este Anuario ha contribuido a lograr el consenso técnico y político sobre las reformas necesarias en la arquitectura institucional de la Eurozona. Se trata de reformas necesarias para su estabilidad y supervivencia.

Conceptos como la unión bancaria y fiscal tardaron demasiado tiempo en desplazarse de los círculos académicos a los líderes de opinión y, luego, a los reguladores y a los políticos responsables. Fue una lástima porque, como resultado, la crisis y sus costes sociales y económicos fueron más profundos y más prolongados. Parece que últimamente los políticos europeos han caído en un renovado exceso de confianza, en una negación voluntaria de todas las implicaciones de una unión monetaria. Inmersa en incompatibles demandas sociales, en una Unión que es mucho más diversa, compleja y heterogénea tras la ampliación, donde la globalización y la digitalización comportan desafíos y oportunidades muy distintos para los Estados miembros, así como para los distintos grupos socioeconómicos dentro de estos, la Eurozona básicamente ha renunciado a su reforma. Europa confía en que los mercados financieros seguirán siendo condescendientes durante un tiempo indefinido. Puede que esto funcione, pero no está exento de riesgos.

La Eurozona perdió su momento durante este último año. Es cierto que la Comisión Juncker pasará a la historia como la que, junto con el BCE de Mario Draghi, salvó el euro. Sin embargo, también se verá como la que fracasó en consolidarlo mientras podría haberlo hecho, cuando la economía, estimulada por una política monetaria extraordinaria, ofrecía una ventana de oportunidad con un crecimiento renovado y una sólida tasa de empleo. El capital político era escaso y se gastó en cuestiones más urgentes: migraciones y refugiados, en seguridad y, sobre todo, el Brexit. El presidente Juncker y su Comisión presionaron para reformar el euro, e incluso presentaron una valiosa hoja de ruta, pero no lo lograron a pesar del esfuerzo final dando marcha atrás en algunas promesas. Lo cierto es que el Consejo no ayudó, con sus dos principales líderes, Merkel y Macron, centrados en problemas imprevistos en sus respectivos países. La renacionalización de la política europea ha continuado su curso en 2019.

Con este Anuario en imprenta, Boris Johnson ha ganado una apabullante mayoría con un mensaje sencillo: dejar el Brexit atrás. Una sensación de alivio se ha extendido por todas las capitales europeas, y sin lugar a dudas en Bruselas. La idea de que un país abandone la Unión no es de lo más alegre, pero esta pesadilla debe terminar. La Unión debe poner fin al Brexit y construir su nuevo papel en un mundo que ha cambiado radicalmente. La política europea de “poder blando” en un mundo multipolar se ha visto desafiada por la realidad. Los EE.UU. y China se sienten cómodos en una relación bilateral que les ofrece un amplio grado de libertad para promover sus intereses mercantiles en un mundo sin reglas. Una tecnología que promueve “que el ganador se lo lleve todo” juega a su favor. El ascenso del populismo y la constante estigmatización del capitalismo



liberal menoscaban los fundamentos de su enfoque basado en el consenso para la resolución de conflictos dentro del Estado de derecho, que ha sido la marca europea durante casi un siglo.

Regresar a la “Europa Fortaleza” es una tentación comprensible. Está claramente demasiado presente en los recientes llamamientos a “Europa primero”. Vale la pena recordar que el duro despertar de este sueño mercantilista está en la base de la creación de la Unión Europea. Ursula von der Leyden ha abogado por una Comisión geopolítica. Tiene mérito su determinación por construir una unión política con un papel internacional más activo para Europa y el euro, pero solo será posible si la Unión es más fuerte internamente, si se completa la unión monetaria. Y a pesar de las muchas mejoras técnicas y de algunos pequeños avances políticos, no se ha avanzado mucho más durante este año. El BCE ha pospuesto *sine die* la discusión del “activo europeo seguro”, y el Sistema Europeo de Garantía de Depósitos (SEGD) todavía se encuentra atascado en un debate ideológico entre la reducción y el reparto del riesgo. El Consejo ha sido incapaz de proporcionar ningún tipo de contenido al Mecanismo de Estabilización Macroeconómico, MEM, dentro del presupuesto del euro, y el instrumento presupuestario de convergencia y competitividad (IPCC) queda lejos de ser un instrumento útil. Es más, la facilidad de resolución y prevención de crisis, el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE), continúa siendo un instrumento externo a la Unión, dominado por las políticas nacionales que socavan su funcionalidad y alimentan la incertidumbre, precisamente en un momento en que la claridad y la oportunidad son fundamentales.

Completar la unión monetaria ya no es una prioridad. La política europea ha tomado un giro emocional y nacionalista. Puede que los partidos antieuropeístas no hayan entrado en los gobiernos de los principales países, pero están claramente influyendo en sus agendas. Lo que es más preocupante es que las políticas nacionales han aumentado el nivel de confrontación y las cuestiones europeas amenazan con convertirse en parte de la agenda de división. Los nuevos partidos están ganando una fuerte representación parlamentaria y cada vez cuesta más alcanzar el consenso. Esto era previsible a medida que el debate europeo se desplazaba a áreas con una importante transferencia de soberanía. Sin embargo, la fragmentación política no ayuda. Un claro mandato y un fuerte liderazgo eran necesarios para avanzar. Nada de esto surgió de las elecciones europeas, como reflejan las dificultades sin precedentes de la Comisión entrante para obtener la aprobación del Parlamento Europeo.

Comprensiblemente, la Comisión de von der Leyden ha apostado por prioridades que no levantan mucha controversia para poder recibir un amplio apoyo. La descarbonización de la economía europea es el mejor ejemplo. La idea de salvar el planeta, preservarlo para las generaciones futuras, tiene un profundo llamamiento emocional a una población europea próspera, conservadora y envejecida. Junto con la promesa de la movilización de ingentes recursos financieros, es una combinación imbatible. La han apoyado con entusiasmo tanto la industria, como la comunidad científica, y posiblemente incluso los “puritanos fiscales”. Parece capaz de romper la resistencia congénita alemana a la expansión fiscal y, por lo tanto, debería facilitar la política monetaria y, ojalá también, convertir en algo del pasado los tipos de interés negativos. No obstante, el



problema es que el aumento imparable de la deuda pública nunca sale gratis, y el resto del mundo no se siente tan entusiasmado por políticas económicas centradas en el calentamiento global. El mensaje final es que la política europea ha renunciado a completar la unión bancaria y fiscal.

Tras siete años consecutivos de crecimiento, la economía europea ha dejado atrás la crisis en 2019. Los mercados laborales siguen siendo fuertes y el desempleo continúa disminuyendo mientras la creación de puestos de trabajo ha demostrado una resiliencia sorprendente. El empleo se encuentra a niveles récord y la tasa de desempleo de la UE es la más baja desde principios de siglo. Aunque es probable que la creación neta de puestos de trabajo se desacelere, se espera que la tasa de desempleo en la Zona Euro siga cayendo del 7,6% este año al 7,4% en 2020 y al 7,3% en 2021 ² Sin embargo, la Eurozona se enfrenta a un importante deterioro del entorno exterior. El comercio mundial se está resistiendo a los importantes aumentos de los aranceles, algunos ya efectivos, otros solo anunciados. Los problemas financieros internos de China se han visto agravados por la guerra comercial y la economía se está desacelerando más rápido de lo previsto y deseado; los acontecimientos de Hong Kong no ayudan a la previsión. La percepción del riesgo está afectando en particular al sector manufacturero europeo. Se trata de una industria que también experimenta daños estructurales autoinfligidos como resultado de las políticas energéticas, como ha podido atestiguar en los problemas de la industria automovilística y la recesión políticamente inducida en Alemania.

Se espera que las presiones inflacionistas en la Zona Euro se mantengan moderadas durante los dos próximos años, sobre todo motivadas por la pérdida de poder de fijación de precios de las empresas causada por la digitalización. Lo que ha llevado al BCE a mantener inalterada su postura en política monetaria. Las finanzas públicas europeas se benefician, y continuarán haciéndolo, de estos tipos de interés. Por eso, y a pesar de un crecimiento menor del PIB, la ratio agregada deuda pública/PIB de la Zona Euro se prevé que continúe bajando por quinto año consecutivo hasta el 86,4% este año, el 85,1% en 2020 y el 84,1% en 2021. En cambio, es previsible que el saldo de las administraciones públicas se deteriore ligeramente como consecuencias de un menor crecimiento y de políticas fiscales discrecionales más flexibles. Se espera que el déficit agregado de la Zona Euro suba de un mínimo histórico del 0,5% del PIB en 2018 al 0,8% este año, el 0,9% en 2020 y el 1,0% en 2021³.

A pesar de que las expectativas mejoraron a finales de año, la economía europea se está adentrando en un periodo prolongado de débil crecimiento e inflación moderada. Así lo reflejan ampliamente las proyecciones macroeconómicas para la Zona Euro de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2019. Estas proyecciones prevén un PIB real anual del 1,2% en 2019, del 1,1% en 2020 y del 1,4% tanto en 2021 como en 2022⁴.

² Comisión Europea 2019, Autumn 2019 Economic Forecast, ruselas, 7 de noviembre

³ Véase CE 2019

⁴ Nota de Prensa del BCE tras el primer Consejo de gobierno presidido por Christine Lagarde como presidenta. Véase <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2019/html/ecb.is19121212~c9e1a6ab3e.en.html>



En resumen, la economía de la Eurozona se ha recuperado bien de la crisis, tanto en términos de crecimiento como de empleo, pero el PIB potencial todavía no es óptimo, lo que debería ser materia de grave preocupación, sobre todo en vista de una población que envejece y la elevada deuda pública. A menos, por supuesto, que el crecimiento económico ya no sea una prioridad, sacrificado de buen grado por el medio ambiente.

Frente a este trasfondo macroeconómico, no se ha avanzado mucho en completar la unión monetaria. Para demostrarlo, este presente resumen ejecutivo revisará brevemente los avances en cinco áreas distintas: política monetaria, políticas y prácticas de supervisión, regulación y resolución y, finalmente, unión fiscal. Son los temas que el Anuario cubre ampliamente y mi intención aquí solo es la de ofrecer una rápida visión de conjunto.

La política monetaria ha seguido apoyando la recuperación económica y la creación de empleo a través de una posición extraordinariamente expansiva tanto en términos de suministro de liquidez ilimitada como de tipos de interés negativos. En su reunión de septiembre, el BCE respondió al deterioro de las previsiones de crecimiento e inflación lanzando un potente mensaje a los gobiernos de la UEM para que usen la política fiscal allí donde sea posible. A fin de facilitar este cambio, la autoridad monetaria reforzó su “forward guidance”, reinició su programa de Expansión Cuantitativa con la considerable cantidad de 20.000 millones de euros mensuales, suavizó las condiciones de las TLTRO-III y siguió recortando su tipo de interés sobre los depósitos al $-0,50\%$ ⁵ Más allá de estas medidas concretas, tres son los temas centrales que destacaron en el BCE en 2019: Christine Lagarde se hizo con el timón al suceder a Mario Draghi, el reconocimiento de “los daños colaterales” de los tipos de interés negativos “más bajos y durante más tiempo” y un interés renovado en las monedas digitales del banco central.

El mandato de Draghi en el BCE siempre se recordará por su discurso de “hacer todo lo que sea necesario para mantener el euro”. Sin embargo, también fue el presidente que lanzó con contundencia al BCE a un territorio inexplorado de tipos de interés negativos⁶ y cuyas decisiones levantaron una fuerte oposición de algunos de sus colegas y de los principales accionistas del Banco, hasta provocar tres dimisiones. En ediciones anteriores del Anuario examinamos en profundidad el razonamiento y las consecuencias de sus decisiones. Draghi ha sido elogiado en todo el mundo, y solo hacia el final de su mandato, empezó a recibir algunas leves críticas por minimizar las implicaciones de los tipos negativos prolongados. A decir verdad, todavía se están valorando las consecuencias a largo plazo de la magnitud y duración de las políticas no convencionales. Personalmente, estoy crecientemente incómodo con el hecho de que el BCE haya sobrepasado sus límites, por su conversión en una agencia fiscal y por poner en riesgo su independencia.

⁵ Todas estas medidas se describen en detalle en la Parte III del Anuario. Aspectos de política monetaria

⁶ Hasta cierto punto nunca se llegó a ello en otros grandes mercados financieros fuera de Europa, como los EE.UU. o Japón, que se han mostrado muy reticentes a ir más allá del límite inferior igual a cero.



Las peculiaridades del BCE, “un banco central sin país”,⁷ agravan “el síndrome del jugador único” que afecta a los principales bancos centrales tras la crisis financiera.

Todavía es demasiado pronto sobre qué aportará Christine Lagarde al BCE y solo se pueden tener intuiciones o prejuicios. No cabe duda de que su currículum como distinguida funcionaria y política es impresionante. También es obvio que carece de la formación académica estándar o la experiencia profesional considerada obligatoria hasta ahora para ejercer el cargo de presidenta de un banco central. Tiene un perfil demasiado político para el cargo, pero ese fue precisamente el motivo por el que fue designada, porque aporta al BCE un muy necesario “savoir faire” político. Lo necesitará todo para tener éxito.

A pesar del riesgo de establecer conclusiones apresuradas, sus primeros días en el cargo ya han reflejado su estilo. Parece realmente preocupada por el impacto que los tipos de interés negativos puedan terminar teniendo sobre la rentabilidad y a la larga sobre la solvencia de los bancos comerciales y, por ende, sobre la estabilidad financiera.⁸ Ampliará el mandato del BCE, para considerar la descarbonización de la economía como una cuestión macroeconómica fundamental, y no rechazará el uso de las políticas monetarias y de supervisión para facilitar la transición a una Europa “verde”⁹ No cambiará el posicionamiento de la política monetaria hasta que se haya completado su revisión estratégica, una tarea que está previsto que ocupe la mayor parte de 2020. Esta revisión será exhaustiva y sin exclusiones, desde la definición y medición del objetivo de inflación hasta su importancia y relevancia en vista de los desarrollos tecnológicos y la globalización.

El segundo y más obvio desarrollo monetario en 2019 tiene que ver con el concepto de la política monetaria (*zero lower band* en inglés). Ahora es evidente que, si existe un límite inferior, no se encuentra en la frontera de los tipos de interés cero, por lo menos no a corto plazo. Los hogares y las empresas no financieras han demostrado estar dispuestos a mantener depósitos con tipos de interés negativos. Este ha sido el caso para muchos inversores institucionales y grandes depositantes ya en 2019. Sin embargo, también es cierto que la mayor parte de la opinión pública todavía no ha sentido el efecto de los tipos de interés negativos en sus cuentas personales, ya que los bancos comerciales se han mostrado muy reacios a aplicarlas a sus clientes privados.¹⁰ Tradicionalmente, unos tipos de interés negativos significaban que se estaba anticipando una grave recesión. Este no

⁷ Larry Summers en su discurso en Sintra en agosto de 2018 nos dejó una de sus frases extremadamente provocativas pero muy acertadas: “a lo largo de la historia hemos visto países sin un banco central, pero nunca he visto antes un banco central sin un país”.

⁸ Una preocupación claramente compartida por el Banco Central de Suecia, que en un movimiento inesperado a finales de diciembre, abandonó los tipos de interés negativos y los subió a cero, explícitamente por sus miedos a la estabilidad del sistema financiero, sin ninguna gran justificación macroeconómica, ni en relación con la inflación ni con el crecimiento.

⁹ En consecuencia, llevar al BCE a otra lucha política y acercarlo a un agente fiscal.

¹⁰ Los bancos que de hecho lo han llevado a cabo se han hecho famosos en círculos académicos, pero todavía son pocos y solo ofrecen evidencias anecdóticas de la reacción de los consumidores. Los expertos todavía dudan de si estos bancos son pioneros que se beneficiarán de la adaptación temprana o simplemente son bancos desesperados y suicidas.



parece ahora ser el caso. Entonces, la cuestión pasa a ser por cuánto tiempo y cuán bajos podrán mantenerse los tipos de interés negativo antes de que cambie la percepción y, en consecuencia, el comportamiento de los agentes.

De todos modos, la represión financiera, un impuesto sobre los ahorros como algunos lo llaman, ha demostrado ser una cuestión política muy controvertida en Europa y ha contribuido a exacerbar los prejuicios nacionales. También es un hecho que, a medida que pase el tiempo y los tipos de interés se mantengan negativos, las viejas costumbres deberán cambiar. Los depósitos no serán gratuitos y, posiblemente, incluso se penalizarán los pagos por adelantado en los comercios minoristas. Los tipos de interés deberán entenderse de forma muy distinta y explicarse en los libros de texto como el precio del ahorro y de posponer el gasto. Un mundo totalmente nuevo que cambiará radicalmente la forma de operar no solo de las finanzas, sino de toda la economía. Por eso existe un nivel de tipo de interés negativo en el que se convierten no solo en ineficaces, sino contraproducentes. Es el llamado “tipo de revisión”. Todavía no tenemos claramente ninguna indicación de a qué nivel se sitúan, pero los hechos nos indican que nos estamos acercando con rapidez.

Finalmente, el lanzamiento por parte de Facebook de Libra, una moneda digital estable, ha cambiado la actitud y el comportamiento de los bancos centrales, y del BCE en particular, en relación con las monedas digitales. Ante el riesgo de enfrentarse a competidores privados, con millones de clientes en todo el mundo, capaces de ofrecer unos medios de pago estables y, funcionar como “depósito de valor” la mayoría de bancos centrales han adoptado la idea de emitir las monedas digitales. Algunos potenciales beneficios incluyen la reducción del coste del efectivo, la inclusión financiera, la estabilidad del sistema de pagos, la promoción de la innovación y la facilitación de la política monetaria más allá del límite inferior efectivo. Sin embargo, también existen graves peligros y desventajas: la desintermediación del sector bancario, la facilidad para que se produzcan corridas de depósitos, el monopolio del banco central en la asignación de créditos, así como las implicaciones internacionales para la soberanía monetaria.¹¹

Las políticas de supervisión y regulación no han traído demasiadas noticias en 2019. El BCE ha continuado su estrategia de reducción del riesgo y ha pedido a las instituciones supervisadas que presenten planes detallados para reducir las exposiciones de los balances a los activos no rentables (NPL “non-performing loans”) con ambiciosos objetivos específicos y un estrecho seguimiento para aquellos bancos cuyas ratios de activos no rentables todavía se encuentren por encima de los niveles deseables. En consecuencia, la calidad de los activos en los bancos europeos ha continuado mejorando, aunque a un ritmo más lento en comparación con los años anteriores. Con los últimos datos disponibles al cierre de este Anuario, junio de 2019, la ratio de activos morosos (NPL, *non-performing loans*) era del 3%, el más bajo desde que se armonizó la definición de estos préstamos en todos los Estados miembros en el 2014 (cuando era del 6,5%). La mejora en la ratio

¹¹ *Monedas digitales de bancos centrales: cuatro preguntas y respuestas*, Blog del FMI, 12 de diciembre de 2019, por Tobias Adrian y Tommaso Mancini-Griffolli.



se atribuye sobre todo a la reducción en los activos morosos brutos, que en junio de 2019 era de 635.000 millones de euros, cerca de 112.000 millones de euros menos que un año antes. Desde 2014, los activos morosos se han reducido a la mitad (1,2 billones de euros). El aumento de los volúmenes totales de préstamos también ha contribuido a reducir la ratio.¹² La ratio de activos morosos ha mejorado de media 75 puntos básicos cada año. Sin embargo, el ritmo del ajuste se ha ralentizado en los trimestres recientes, lo que podría reflejar tanto en el empeoramiento gradual de las perspectivas económicas como en el enquistamiento del problema en algunos bancos y países, y exige una nueva política y repensar los estrictos procedimientos de “*bail-out*” y las normas en materia de ayuda estatal.¹³ A pesar de esta amplia reducción, los activos morosos siguen distribuidos de forma desigual en la UE. Todos los países, salvo tres, han informado de una mejora en su ratio de activos morosos durante el último año. Países con ratios de activos morosos más elevados informaron de algunos de los mayores descensos (Chipre, Grecia, etc.). Italia, que registraba el volumen más elevado de activos morosos en términos absolutos, informó de un decremento de aproximadamente 2 puntos porcentuales, con una ratio de activos morosos del 7,9%.

La otra área, sumamente conflictiva, del programa del BCE tenía que ver con la reducción del riesgo soberano en el balance de los bancos comerciales. De nuevo, no ha habido avances porque los Estados miembros no han logrado ponerse de acuerdo ni en su racionalidad. En ediciones anteriores de este Anuario se ha tratado ampliamente esta cuestión,¹⁴ aportando argumentos para los distintos puntos de vista. Permítanme recordar aquí brevemente mi opinión. Es un error penalizar las tenencias bancarias de deuda soberana, independientemente de la forma en la que se concrete la penalización (a través de requerimientos de capital adicionales a partir de un cierto nivel, de recargos por concentración o de provisiones adicionales que se establezcan mediante la discrecionalidad atribuida al supervisor a través del Pilar 2). Sería equivalente a considerar que la deuda soberana existente es subnacional y susceptible de impago, lo cual sería apropiado si y en el momento en que la Eurozona dispusiera de un activo exento de riesgo en su territorio, por ejemplo eurobonos. Hasta que esto ocurra y los eurobonos circulen

¹² Véase EBA, *Risk Assessment of the European Banking System*, noviembre de 2019, París, es el artículo en el que se basa este párrafo.

¹³ Mientras este Anuario se manda a imprenta, el Gobierno griego ha anunciado un nuevo plan para crear un “banco malo”, una institución pública de gestión de activos para facilitar la descarga de los activos no rentables de los balances de los bancos comerciales. Los detalles todavía no están disponibles pero, como siempre, dos cuestiones son fundamentales: el precio en que se transferirán los activos y, por lo tanto, la cantidad de recapitalización necesaria; y una decisión firme sobre “quién paga la cuenta”, es decir, qué cantidad de estas pérdidas deberán cubrir potencialmente los contribuyentes. Dadas las estrictas normas de la UEM, esta no será una tarea fácil, pero el plan parece inspirado en el gestor de préstamos dudosos de Italia, el SGA, un precedente político creativo.

¹⁴ Véase *el Resumen Ejecutivo del Anuario 2018* para una breve discusión, así como el capítulo 11, José Ramón Díez, *Completando la unión bancaria: avances en la reducción de riesgos*, para una visión total.



de forma libre y suficiente, la penalización sería equivalente a conceder un exorbitante privilegio al bono alemán y, por lo tanto, a las instituciones bancarias, las empresas no financieras y los contribuyentes de Alemania.

Las prioridades del Mecanismo Único de Supervisión (MUS) cambiarán considerablemente en los próximos años. El riesgo climático (tanto físico como de transición), el riesgo de conducta y la lucha contra el blanqueo de capitales encabezan la lista de prioridades de las autoridades. Sin embargo, si el BCE quiere ir más allá de la simple retórica y evitar la incertidumbre legal, son esenciales unas definiciones claras, unas métricas concretas. Los bancos europeos no necesitan en ningún caso más ambigüedad ni discrecionalidad en materia de supervisión. Es difícil imaginar cómo podrá implementarse la agenda ambiental de forma justa y no discriminatoria en el sistema financiero si las autoridades políticas todavía se están peleando por las definiciones más básicas sobre las finanzas sostenibles, la llamada, la taxonomía.

Las políticas contra el blanqueo de capitales han recibido atención, sobre todo después de descubrirse importantes operaciones de blanqueo en el núcleo del sistema bancario de países que tradicionalmente se enorgullecían de su comportamiento ético,¹⁵ y que lo predicaban ampliamente a otros Estados miembros. Esto ha llevado a las autoridades a sus propios prejuicios y a cuestionarse la magnitud del contagio. También a intensificar las políticas de lucha contra el blanqueo de capitales y su seguimiento efectivo. No obstante, aunque sea una de que las cosas han cambiado definitivamente en esta materia, la posible creación de una autoridad europea para la lucha contra el blanqueo de capitales es a mi juicio innecesaria y solo crearía más burocracia, aumentaría la cantidad de solicitudes de información de los bancos europeos e incrementaría los costes de cumplimiento. ¿Necesitamos en realidad una nueva agencia? ¿La información fluiría puntual y de forma libre entre las instituciones de supervisión? ¿Las autoridades europeas crearán una nueva institución cada vez que las ya existentes no logren anticipar un problema? Además, la lucha contra el blanqueo de capitales solo es un ejemplo, pero un ejemplo costoso en cuestión de potenciales multas y riesgos para la reputación, de la importancia que han alcanzado las cuestiones relativas a la conducta para los bancos europeos. Esto, a su vez, podría cuestionar el status quo actual de dejar el asunto bajo la competencia y la supervisión de los bancos centrales nacionales.

La política de resolución en 2019 no ha evolucionado demasiado, sobre todo si tomamos en consideración el fracaso del último Consejo en ponerse de acuerdo sobre los aspectos específicos de la financiación del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) para el Fondo Único de Resolución (FUR). Habíamos terminado 2018 en positivo, ya que el Consejo de Asuntos Económicos y Financieros acordó reforzar el MEDE, ya que el

¹⁵ Vale la pena tener en cuenta la magnitud de los recientes escándalos del Danske Bank y del Deutsche Bank y lo que revelan sobre su aparente complacencia acerca del blanqueo de dinero ilegal ruso. En una nota de prensa del 21 de septiembre de 2017, Danske Bank, el mayor banco danés, reconoció que se habían dado "graves deficiencias en los controles y el gobierno que hicieron posible usar la sucursal estonia del Danske Bank para actividades delictivas", con 200.000 millones de euros de transacciones sospechosas de fuentes estonias, rusas y letonas.



FUR solo disponía de 60.000 millones de euros tanto para solvencia como para liquidez. Sin embargo, el Consejo de diciembre de 2019 fue incapaz de ponerse de acuerdo sobre los detalles de las limitaciones bien conocidas, lo cual significa que no hubo ningún avance en la aprobación de la reforma propuesta. La comunicación oficial se limita a minimizar el obvio impasse, por decirlo en un lenguaje político amable.¹⁶

La reacción negativa no puede sorprender a nadie: “La primera objeción a la reforma es que el MEDE seguiría siendo una organización intergubernamental, y no tanto una organización que se ha transformado en una institución europea...Su gobernanza seguiría estando dominada por los vetos nacionales, sus decisiones seguirían sin rendir cuentas ante el Parlamento Europeo y sus poderes mermarían los de la Comisión Europea en virtud de un memorando de cooperación que expande las funciones de seguimiento y vigilancia al MEDE sin aumentar su rendición de cuentas”.¹⁷ Los mercados, sin embargo, se han mantenido sorprendentemente moderados, animados por las buenas noticias comerciales del acuerdo entre los EE.UU. y China, y cómodamente apoyados por la continuación del QE, de la expansión cuantitativa.

Las otras noticias decepcionantes sobre la resolución bancaria en 2019 tienen que ver con un gran banco alemán, Nord LB.¹⁸ Siempre hubo escepticismo sobre la aplicación de las estrictas reglas del MUR a un gran país, más en concreto a un gran banco en un gran país acreedor. Sobre todo porque estas reglas no permitían que las autoridades nacionales tomaran decisiones. La experiencia del Banco Popular en España y su marcado contraste con San Paolo y Venneto en Italia mostraron que el marco de resolución europeo solo sería aplicable si los gobiernos nacionales se comprometen a aceptar las reglas y no ofrecen el apoyo de los contribuyentes locales para la recapitalización de uno de sus bancos. En dichas circunstancias, y si apareciera un caballero blanco, es decir un banco privado dispuesto a hacerse con la institución en dificultades, el sistema

¹⁶ “Hemos alcanzado un acuerdo político en el pasado basado en este importante proyecto, este importante objetivo. Es una necesidad para el Eurogrupo continuar trabajando a escala técnica para ser capaces de implementar este primer e importante punto”. Declaración de la secretaria general del Consejo en la reunión de la Cumbre del Euro (13 de diciembre de 2019), Bruselas, EURO 505/19

¹⁷ Shahin Vallée, Paul de Grauwe, Jérémie Cohen-Setton y Sebastian Dullien en un blog reciente de la LSE expresan argumentos a favor de poner en espera la revisión prevista del tratado de fondos para rescates de la Eurozona.

¹⁸ El Nord LB, con sede en Hannover, es en un 65% propiedad de dos estados federados alemanes, Baja Sajonia y Sajonia-Anhalt, y el resto es propiedad de bancos de ahorro de propiedad municipal locales. NordLB, el cuarto mayor banco de estados federados, sufre de un déficit de capital provocado por préstamos tóxicos. Ofrece servicios de banca mayorista a los bancos de ahorros locales, pero también lleva a cabo operaciones de préstamos corporativos y de bienes raíces. Los deterioros arrastraron la ratio Tier 1 de capital ordinario de NordLB al 6,5% a finales de septiembre, muy por debajo del requisito mínimo regulatorio del 10,6%. Este año, los grupos de capital privado Cerberus y Centerbridge ofrecieron unos 600 millones de euros por una participación del 49% en NordLB. Sin embargo, la puja dependía de una inyección de efectivo similar por parte de los contribuyentes y una garantía estatal para el déficit de capital restante. Se rechazó. Financial Times, 12 de diciembre de 2019



funcionaría como debe. En el caso del banco público alemán, las autoridades de defensa de la competencia de la UE aprobaron la cantidad de 3.600 millones de euros, en su mayor parte financiados por los contribuyentes, en concepto de paquete de rescate y concluyeron que esto no se consideraba ayuda estatal, “ya que los inversores privados habrían aceptado condiciones similares”. Sin embargo, los académicos y los abogados antitrust de toda Europa han cuestionado la decisión, señalando el elevado coste que ha tenido para los contribuyentes, que es lo que se supone evitar con el MUR. Desafortunadamente para el proyecto de la UEM, la decisión respecto a Nord LB desafía la existencia de condiciones de competencia equitativas (level playing field).

Completar la unión bancaria implica avanzar en tres áreas: supervisión, resolución y garantía de depósitos, así como llevar estas tres áreas de la banca al mismo nivel jurisdiccional que la política monetaria. Este siempre ha sido así en cualquier unión monetaria duradera, y es obligatorio para evitar el arbitraje regulatorio y la creación de riesgos asimétricos inducidos políticamente. Sin embargo, el Sistema Europeo de Garantía de Depósitos (SEGD) es el eslabón perdido en el proceso. Y un eslabón que ha provocado las más fuertes resistencias nacionales ya que, por definición, se trata de una transferencia de soberanía cuasi fiscal.

No cabe duda de que cuando hablamos de SEGD, hablamos de reparto de riesgos, un ingrediente esencial de cualquier unión monetaria viable y duradera, una característica imprescindible en cualquier jurisdicción monetaria avanzada. Su mera existencia garantiza unas condiciones de competencia equitativas y es una herramienta muy potente para detener la fragmentación financiera. SEGD ayudaría a los bancos a llevar a cabo una planificación de la liquidez a escala de toda la UEM, una condición necesaria para las fusiones y adquisiciones transfronterizas. Haría que los supervisores nacionales se sintieran más cómodos al liberar la liquidez nacional existente y las restricciones de capital. La propuesta original de la Comisión, que databa de noviembre de 2015, instaba a su introducción progresiva, tomando en consideración los distintos legados de los países en cuanto a financiación y tamaño de los fondos nacionales. La secuenciación de reaseguros, coaseguros y mutualización a todo riesgo parecía adecuada, siempre que se acordara como irreversible desde su inicio y se previeran “desencadenantes para la aceleración” en caso necesario.

No obstante, SEGD ha sido un fracaso y la Comisión se equivocó al politizarlo y reducir el alcance de su ambición en 2019 al eliminar la fase final de mutualización total. La mayoría de países de la UEM la consideraron una propuesta inaceptable. Hacia el final del año, el ministro alemán de finanzas, Olaf Scholz, sorprendió a muchos, incluidos sus socios de coalición, al publicar un llamamiento por la culminación de una unión bancaria europea más profunda.¹⁹ Constituía una nueva postura en la que Alemania, esencialmente, eliminaba el veto al SEGD común y aceptaba que la reducción y el reparto

¹⁹ Alemania, Ministerio Federal de Finanzas, Propuestas para completar la unión bancaria, 6 de noviembre de 2019 https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/EN/Standardartikel/Topics/Financial_markets/Articles/2019-11-06-Bankenunion.html?sessionid=0F972ABD66D5439E52C4C4642F3B53D4.



del riesgo podían lograrse de forma simultánea. También introducía antiguas cuestiones académicas en el debate político, a saber, la necesidad de normas comunes en materia de insolvencia y resolución bancaria, así como la armonización de algunos elementos del impuesto sobre sociedades. Sin embargo, “también existen aspectos negativos de la propuesta, sobre todo la exigencia de asignar una ponderación de riesgo a la deuda pública, así como la estructura específica de la garantía de depósito”²⁰: un sistema de tres niveles en el que el sistema nacional sería el primero en aplicarse, el segundo sería un fondo europeo limitado cuantitativamente y, en tercer lugar, de ser necesario, sería el gobierno nacional el que podría intervenir en el país.

La propuesta podría haber sido una manera de abrir la negociación. Desde el punto de vista técnico era insuficiente, pero se habría podido mejorar si su supuesto básico subyacente, la necesidad de progresar *pari passu* en la reducción y el reparto del riesgo, hubiese sido aceptado por todos los Estados miembros. Desafortunadamente, el señor Scholz perdió las elecciones internas del SPD y, por consiguiente, una parte considerable de su capital político. El Gobierno italiano reiteró que la ponderación del riesgo soberano era una línea roja sin un activo libre de riesgo de la Eurozona. La nueva Comisión von der Leyden no ha respaldado la iniciativa de impulsar las negociaciones y, de nuevo, SEG D parece el sueño imposible de los economistas, hasta la próxima crisis. La Eurozona ha perdido otra oportunidad de parecerse a una zona monetaria óptima y, a finales de 2019, a la unión bancaria todavía le falta un componente básico.

La unión bancaria conduce de forma natural e inevitable a la unión fiscal, un término que hoy todo el mundo acepta que incluye normas de gobernanza fiscales, un mecanismo de estabilización macro-financiera y un sistema de resolución de crisis. Estos son los temas actuales de discusión fiscal en la Unión, sin menospreciar algunos debates más fundamentales sobre responsabilidad democrática de la política fiscal y el respectivo papel del Parlamento Europeo, la Comisión, el Eurogrupo y el Consejo. De las tres áreas mencionadas, no ha habido ningún tipo de avance en las normas fiscales, solo un progreso nominal en la resolución de crisis y un desarrollo menor, pero quizás importante, en la estabilización macro-financiera.

El debate acerca de “simplificación versus perfección” en las normas fiscales continúa hasta el agotamiento. Entretanto, las normas actuales no satisfacen a nadie. Son demasiado complejas, a menudo contradictorias, la mayoría de veces superfluas y siempre discrecionales en su aplicación. Su implementación requiere largas explicaciones y da pie a todo tipo de controversias, como se ha visto este año en los debates de sobre el presupuesto italiano. Además, continúa la discusión sobre cuál debe ser la autoridad europea adecuada para (i) diseñar, (ii) monitorizar el cumplimiento, y (iii) implementar las normas fiscales.

La gobernanza fiscal suscita dos debates adicionales distintos en la UEM. En primer lugar existe el debate tradicional sobre la legitimidad de aplicar las normas e instituciones

²⁰ Sunday Wrap, Erik F. Nielsen, Group Chief Economist (UniCredit Bank, London), 10 de noviembre, 2019



de la UE a un subconjunto de países, por ejemplo la Eurozona. Se puede resumir en la vieja pregunta: ¿necesitamos un Parlamento de la Eurozona o, por lo menos, una sesión plenaria del Parlamento Europeo para la Eurozona? Existe la creciente ilusión de que el Brexit podrá resolver esta cuestión institucional, ya que puede reforzar el papel del euro como la única moneda legal de la UE. Pero, en segundo lugar y mucho más inmediato, existe el debate de quién es la autoridad fiscal de la Eurozona. En ausencia de un proceso parlamentario habitual, de un ministerio de hacienda del euro y de un ministerio de economía y finanzas de la Eurozona, la creatividad de académicos y políticos, además del abanico de propuestas institucionales, se convierten en difíciles de gestionar.

El papel de las autoridades fiscales independientes ha entrado en el debate, tanto a escala nacional como de la Eurozona, como si la ingeniería institucional y reputados tecnócratas pudieran resolver el problema político básico: impuestos, legitimidad democrática y rendición de cuentas. Las normas fiscales son, en esencia, una limitación impuesta por la UEM a la soberanía fiscal de los Estados miembros; una restricción a la capacidad de los gobiernos y parlamentos nacionales para decidir de forma unilateral sobre impuestos, gasto público y balance del sector público. Solo pueden aprobarse de forma legítima a través del correspondiente proceso legislativo europeo, y su implementación y seguimiento llevarse a cabo por un brazo del ejecutivo, a saber, el Ministerio de Finanzas de la Eurozona. Se puede tratar tanto de un Comisario solamente del euro (si la UE quiere transformar la Comisión en un Gobierno europeo), como del Eurogrupo, que entonces deberá estar completamente desarrollado, con un presupuesto, una plantilla y el objeto de convertirse de forma permanente y a tiempo completo en el Ministerio de Finanzas de la Eurozona. Cualquiera de los dos, un Comisario para la Eurozona o el Presidente del Eurogrupo, pueden asesorarse en cuanto a su función de seguimiento en un grupo de expertos, las llamadas autoridades fiscales independientes, tanto a escala local -para disponer de información y valoraciones de primera mano- como a escala del euro, para asegurar un equilibrio horizontal e igualdad de condiciones. Sin embargo, bajo ninguna circunstancia pueden estas instituciones administrativas superar su función consultiva ya que, de lo contrario, estaríamos socavando los cimientos democráticos de la UEM y contribuyendo a alienarla todavía más de la ciudadanía europea.²¹

Después de años posponiendo el debate sobre las dos naturalezas de la Unión Europea Monetaria,²² todos los argumentos están ya sobre la mesa y la Eurozona necesita

²¹ El argumento expuesto aquí es un reflejo del realizado por Paul Tucker en su libro controvertido e influyente, *Unelected Power*, que avisa de los peligros de la independencia de los bancos centrales y la emergencia legítima de la extensión posterior a la crisis de sus poderes fundamentales. A mi juicio, lo que él llama el estado administrativo es una verdadera amenaza en la Eurozona, ya que los gobiernos débiles, y un proceso equivocado en la toma de decisiones, sustituyen la toma de acuerdos políticos y cada vez se recurre más a soluciones tecnocráticas. Esto tiene dos consecuencias perjudiciales: un aumento de la opacidad y, en consecuencia, la discrecionalidad y el declive del apoyo al euro.

²² Véase *Anuario del Euro 2018* para una discusión completa de cómo seguir adelante, así como de los dos puntos de vista todavía opuestos. En particular, *Parte I: El debate existencial sobre Europa* y su versión resumida en el *Resumen Ejecutivo*.



tomar una decisión sobre el tipo de unión fiscal que desea. Las leyes de la economía nos dicen que solo existen dos posibilidades reales: unas normas fiscales centrales flexibles con incumplimientos (defaults) nacionales frecuentes en virtud de un régimen de no-co-responsabilidad, (no bail-out) o una disciplina fiscal lo suficientemente fuerte impuesta a escala central con mecanismos automáticos de rescate y reparto del riesgo. Para mí está claro, al igual que para la mayoría de los economistas tras los sucesos de 2010-2012, que la Unión Monetaria Europea solo puede sobrevivir con el segundo marco institucional. La Eurozona simplemente no puede permitirse ningún incumplimiento soberano sin que reaparezca el riesgo de contagio, ni que la fragmentación financiera dé lugar a controles internos de capital y a la emisión de instrumentos de cuasi-dinero nacionales para facilitar pagos y el funcionamiento de la actividad comercial; un proceso que se ha hecho demasiado fácil con la digitalización. Sin embargo, la Unión sigue siendo reticente a avanzar de forma consecuente con transferencias fiscales de soberanía y la correspondiente reforma institucional.

El progreso en la resolución de la crisis en la Eurozona tiene que ver con el fortalecimiento del MEDE como una institución central para diseñar y monitorizar los paquetes de rescate, así como la modificación de sus estatutos y la ampliación de su conjunto de instrumentos a los de un Fondo Monetario Europeo. En el presente resumen ya se han puesto de relieve las carencias de la reforma del MEDE. La principal es la paradoja fundamental de asignar un papel central en la crisis de deuda soberana europea a una institución *externa*, multinacional no supranacional, sujeta al control político nacional. Se trata de una paradoja que amenaza con convertir al MEDE en inservible en una crisis del mundo real y que, sin duda, aumenta las dudas de los mercados y la volatilidad de los resultados de cualquier programa de rescate. Precisamente esto es lo último que hace falta ante una crisis financiera.

En el lado positivo, es cierto que durante este año se han refinado y mejorado los principales instrumentos de política del MEDE. El 5 de diciembre de 2019, el Eurogrupo acordó la “directriz enmendada sobre ayuda financiera de carácter preventivo” y finalizó el documento de trabajo sobre “una metodología común para la sostenibilidad de la deuda y el análisis de la capacidad de reembolso”, preparado por la Comisión y el MEDE.²³ La reforma de la Línea de Crédito Preventivo Condicionado (PCCL) del MEDE aclara su condicionalidad *ex-ante* y reemplaza el controvertido Memorando de Entendimiento (MOU) para una Carta de Intenciones (LOI) en la que el país se compromete al cumplimiento continuo de las directrices políticas del MEDE, pero a cambio de introducir una condicionalidad *ex ante* demasiado estricta.²⁴ Finalmente, el Eurogrupo de

²³ Carta de Mario Centeno, presidente del Eurogrupo a Charles Michel, presidente de la Cumbre del Euro, 5 de diciembre de 2019. https://www.esm.europa.eu/sites/default/files/20191205_letter_president_of_the_eurogroup_to_cm.pdf

²⁴ Estos criterios exigentes serán: (i) una comparativa de deuda (60% del PIB o una reducción anual de 1/20); (ii) un margen de seguridad del balance estructural y el 3% de déficit total; (iii) que el país no experimente desequilibrios excesivos o un procedimiento de déficit; (iv) y que la deuda se considere sostenible.



diciembre también acordó introducir cláusulas de acción colectiva (CAC) *con cláusulas de agregación simples* el 1 enero de 2022, lo cual eliminaría en esencia el poder de bloqueo de los titulares de bonos. Se trata de un cambio positivo pero no fundamental, que no aumenta la posibilidad de una reestructuración de la deuda, pero que sin lugar a dudas la facilita. Las CAC con cláusulas de agregación simples tendrán un impacto limitado sobre el mercado porque en la práctica ya existen, aunque de manera informal, y porque la política monetaria actual las convierte en innecesarias.²⁵ Un ejemplo definitivo de las complejidades y la lentitud de los procesos europeos es que, tras una discusión de tres años sobre una reforma menor y transitoria, el Eurogrupo de 2019 *espera* que las enmiendas al Tratado del MEDE se firmen hacia mediados de 2020.

Finalmente, en cuanto a la unión fiscal, en 2019 la Eurozona trabajó en gran medida para sentar las bases del mecanismo de estabilidad macrofinanciera, a pesar de que se ha distanciado de llamarlo de esta forma y, en su lugar, ha adoptado el título de instrumento presupuestario de convergencia y competitividad (BICC, por sus siglas en inglés). Junto con el marco presupuestario de 2021-2027, que previsiblemente alcanzará el 1,11% del PIB, la UE ha aprobado este nuevo instrumento para sus miembros de la UEM. Todavía debe determinarse la cantidad exacta, aunque en la actualidad se estima en unos 17.000 millones de euros (el 0,14% del PIB de la Eurozona). La mayor parte de su asignación (80%) se destinará a financiar proyectos de inversión en cualquier país de la UEM; “teniendo en cuenta”, pero no necesariamente de forma proporcionada a su población y al PIB per cápita, **lo que abre la posibilidad de que la mayoría** del BICC pueda gastarse con fines de no-estabilización. Solo el 20% del BICC será de naturaleza anticíclica directa y se distribuirá en países con dificultades, para financiar inversiones y reformas sin un programa de rescate formal ni requisitos políticos asociados. Los proyectos deberán estar cofinanciados al menos al 25% por los Estados miembros, con una posible reducción hasta el 12,5% en caso de circunstancias adversas. La necesidad lógica de evitar el riesgo moral explica la cofinanciación, pero perjudica la utilidad del instrumento en una situación de sequía de capital, como la que se sufrió entre 2010 y 2014.

Es más, el nombre de la herramienta política, *Instrumento Presupuestario de Convergencia y Competitividad*, BIIC en sus siglas inglesas es cualquier cosa menos trivial. Refleja la falta de consenso político en la Unión acerca de un mecanismo de estabilización macro-financiera, la ilusión continua de que la unión monetaria traerá la convergencia y la persistente confusión de que la causa de la crisis del euro fue la competitividad. En pocas palabras, la convergencia y la competitividad son esenciales para el éxito de Europa, tanto político como económico. Son características que por sí solas tienen mérito, pero no tienen nada que ver con el problema que nos ocupa, a saber, convertir la UEM en sostenible de forma que pueda sobrevivir a la próxima crisis financiera. Esta es la razón por la que la Eurozona necesita un mecanismo de estabilización macro-financiera, al igual que cualquier otra unión monetaria a largo plazo. En su ausencia, los Estados miembros siempre estarán tentados de incumplir las reglas, de ayudar a sus maltrechas economías,

²⁵ IMF Staff Paper, PPEA2019008, *Fourth progress report on inclusion of enhanced contractual provisions in international sovereign bond contracts*, 6 de marzo de 2019.



expandir su gasto público y, quizás, incluso imprimir su propio dinero. Los mercados lo saben, lo cual provoca ataques de ansiedad y escepticismo, y deja a la Unión a merced de las volátiles expectativas, de los “*animal spirits*”. El hecho de que la Unión sólo haya sido capaz de avanzar en la creación de un mecanismo de estabilización macro-financiera ocultando su verdadera naturaleza, rebajando su potencia y jugando con las palabras es un reflejo de que el capital político es escaso. No se usará para educar a los europeos sobre las exigencias inevitables de la unión monetaria, es decir, para construir una unión política para el Banco Central Europeo, según las lúcidas palabras de Larry Summers. Y sin unión política simplemente no puede existir una unión monetaria sostenible, tal y como hemos expuesto ampliamente desde nuestro primer informe en 2011.

2. EL EURO CUMPLE 20 AÑOS

El Anuario 2020 se organiza alrededor del tema central de la construcción de una unión sostenible por lo menos durante otros 20 años. Empezamos haciendo balance del estado de la Unión y luego nos adentramos en cuestiones importantes de política monetaria, fiscal y bancaria. La primera sección del Anuario proporciona el marco político, económico y financiero. De este modo, los lectores dispondrán de un resumen actualización de los acontecimientos mas importantes del año y también, y quizás más importante, de lo que no ha sucedido.

La segunda sección trata sobre política monetaria. Describe en detalle las medidas políticas concretas adoptadas por el BCE y se extiende a analizar dos cuestiones conceptuales básicas: la posible *japonización* de Europa y la existencia e implicaciones del límite operativo inferior de los tipos de interés, (lo que se conoce como ZLB, por sus siglas en inglés). Japón ha sufrido una deflación durante más de 20 años y el Banco de Japón ha llevado a cabo una agresiva expansión cuantitativa durante casi todo este tiempo, hasta el punto de que su balance se sitúa en el 103% del PIB (frente a “solo” el 40,5% del BCE). Sin embargo, el Banco de Japón ha evitado los tipos de interés negativos más allá del -0,1%, que se aplica con un generoso sistema de dos niveles conocido como “*tiering*”. El “límite cero de los tipos de interés” ha sido el otro tema dominante de la política monetaria, sobre todo a medida que Europa se dirige hacia una clara desaceleración económica, desde un crecimiento potencial ya muy bajo. La cuestión básica a la que nos enfrentamos es sencillamente si el BCE tiene espacio e instrumentos suficientes en su arsenal de políticas para luchar contra una posible nueva recesión.

La tercera sección trata de política fiscal y se centra en dos cuestiones cruciales. En primer lugar, dado que la política fiscal recibe cada vez más atención en el nuevo entorno monetario y de crecimiento, la Unión necesita ser capaz de definir e implementar su política fiscal, “*fiscal stance*” de manera rápida y concertada. En otras palabras, ¿están las normas y las instituciones fiscales europeas, que fueron diseñadas para asegurar la reducción de los déficits, preparadas para articular una expansión fiscal? En segundo lugar, la sostenibilidad de la deuda sigue siendo una preocupación, dados los máximos históricos en la ratio deuda PIB en toda la Eurozona. Sin embargo, algunas “nuevas



teorías” cuestionan su relevancia en un contexto de tipo de interés cercanos a cero durante un prolongado periodo. No solo teorías muy antiguas como el llamado *chartalismo* que esencialmente aboga por la monetización de la deuda pública, sino también nuevas teorías post-keynesianas que presentan recetas políticas similares.

La sección final trata de la banca en sentido general. Empieza con el análisis de la naturaleza cambiante del dinero en un mundo digital, y con una exposición sobre los desafíos y las oportunidades de las monedas digitales, tanto para los usuarios como para las políticas de estabilidad monetaria y financiera. Continúa con la descripción del *paquete bancario de junio*, que puede definirse como la aplicación europea de las reformas Basilea III. Se trata de un proceso que traduce en legislación europea las lecciones aprendidas de la crisis, así como un compendio de las reformas que la Eurozona ha sido capaz de acordar para completar la unión bancaria. Esta parte y por ende el Anuario terminan con un artículo sobre la unión monetaria desde la perspectiva de los EE.UU. Mientras se construye un tipo especial de unión monetaria y se avanza en su reforma, es obligatorio no perder de vista los desarrollos monetarios internacionales, ni las expectativas de los mercados financieros, ni los requisitos impuestos por los distintos actores financieros internacionales. En el capítulo de conclusiones hacemos hincapié en ello, para enfatizar nuestra idea de que la Unión Monetaria Europea solo será satisfactoria en la medida en que refuerce la apertura de Europa y su atractivo ante el resto del mundo. Vale la pena recordar que la UEM no es un fin en sí mismo, sino solo un medio para avanzar hacia la estabilidad y el progreso europeos, para fomentar los intereses y las prioridades de Europa en el mundo, incluido el modelo social europeo y un orden multilateral abierto y basado en reglas.

2.1. EL CONTEXTO

El primer capítulo *El nuevo ciclo político en Bruselas, ¿qué esperar?* lo escriben José Ignacio Torreblanca y Pawel Zerka, del Consejo Europeo de Relaciones Exteriores. Describen de forma positiva las prioridades anunciadas por la nueva Comisión von der Leyden. Según los autores, se trata de una Comisión geopolítica centrada en “usar el poder económico en beneficio político”, que desea revitalizar el “método comunitario” y dejar atrás la era de la formulación de políticas intergubernamentales. Una Comisión que desea “cumplir con Europa” y que ha elegido abordar el cambio climático y la descarbonización de la economía como la medida de su éxito. Un objetivo muy ambicioso, que ha posicionado a Europa como claro líder en este campo, pero que la aleja de las preocupaciones, políticas y prioridades de los otros contendientes mundiales.

Desde nuestra limitada perspectiva de cómo completar la UEM, esta nueva Comisión adoptará una “dimensión geopolítica ante elementos como el comercio, la inversión, el euro y los mercados”. Mientras que esto apasiona a los autores, y a muchos otros comentaristas políticos en Europa, a mí sinceramente me preocupa porque este grandioso objetivo (i) disminuye el interés por completar la unión bancaria y fiscal y, más aún, (ii) añade una amenaza real en la era de Trump a la instrumentalización de las políticas



económicas con fines estratégicos. En cierto sentido, un nuevo mercantilismo subyace a esta idea de una Comisión geopolítica y podría degenerar fácilmente en un orden mundial de represalias unilaterales, sobre todo porque ya contamos en este mundo con unos formidables profesionales de la confrontación: Trump, Putin y Jinping.

Sin embargo, los autores confían en que la reforzada influencia política de Europa en el mundo ayude a hacer avanzar su “poder regulatorio” como la potencia confiable para fijar los estándares internacionales para los nuevos problemas globales, como los de confidencialidad de datos, políticas de competencia, transferencias tecnológicas y propiedad industrial, *shopping* fiscal de las multinacionales y transición energética. Europa se verá sin duda reforzada al promover este orden multilateral, aunque haya dudas razonables sobre su capacidad para imponerlo mientras se encuentra inmersa en un escenario de baja productividad, bajo crecimiento y demografía a movimientos especulativos de capital.

Es más, como destacan Torreblanca y Zerka: “Europa debe aprender a hablar el idioma del poder y a explotar el concepto de soberanía europea”. Buenos pero ingenuos deseos a la luz de las profundas divisiones internas existentes en cada cuestión política relevante: migración, defensa, comercio, ampliación, energía, cambio climático. Se trata de cuestiones donde el progreso se ha detenido, una vez agotada la fase de las vacías declaraciones de principios. La política comercial es un buen ejemplo. Muchos la perciben como una herramienta para recuperar la soberanía económica europea y como un instrumento para impulsar una agenda europea sobre el medio ambiente y los derechos laborales. Así se propone la introducción del ajuste en frontera del impuesto sobre el carbono. Del mismo modo que, hace unos años, se anunció el impuesto sobre las transacciones financieras como remedio de todos los males. Es preocupante la facilidad con la que los europeos están adoptando cada vez más el lenguaje de Trump, desde Macron hasta Borrell, y hablan de forma generalizada de “comercio justo” cuando en realidad quieren decir proteccionismo de nuevo cuño. Lo que esto significaría para el orden multilateral es motivo de considerable preocupación y desde luego no se vendería bien en las economías emergentes y en desarrollo, siempre recelosas de la “Europa Fortaleza”.

En el segundo capítulo, Oscar Arce, Esther Gordo y Javier J. Pérez, del Banco de España, escriben sobre *El estado económico de la Unión: cuáles serán el alcance y la duración de la desaceleración?* Ofrecen al lector un diagnóstico muy útil y completo de los males actuales de las economías europeas y un extenso menú de políticas para abordarlas. A lo largo del último año, la UEM se enfrentó a tensiones comerciales globales e incertidumbres geopolíticas. Tensiones que se vieron agravadas por tendencias de fondo relacionadas con el envejecimiento de la población, la declinante productividad, y por presiones deflacionistas duraderas y tipos de interés muy bajos (e incluso negativos) de forma persistente, en un contexto de incompleta arquitectura institucional de la UEM. Consecuentemente, la previsión de crecimiento se ha deteriorado y el potencial de producción ha disminuido todavía más. Es más, las políticas de demanda tradicionales son cada vez más cuestionadas por ineficaces y se extiende la resistencia política al cambio estructural, como demuestra el fenómeno de los *guillet jaune* en Francia. Es pues fundamental mejorar nuestro entendimiento de esta “nueva normalidad”.



En concreto, las subidas arancelarias y la incertidumbre asociada a posibles aumentos adicionales, han situado al PIB global un 0,35% por debajo del escenario de base en términos acumulativos para el periodo 2019-21 (una contracción del PIB del 0,26% para la Zona Euro). Adicionalmente, el impacto del Brexit en la Eurozona “puede resultar importante”. En consecuencia, el crecimiento real del PIB en la Eurozona se ralentizó desde tasas cercanas al 0,8% en términos inter trimestrales en 2017 hasta el 0,2% en el segundo y el tercer trimestre de 2019. Afortunadamente, los fundamentales domésticos han demostrado una resistencia mayor a la esperada, y la expansión actual se ha mostrado intensiva en términos de empleo y unas condiciones financieras muy acomodaticias han apoyado la fortaleza del consumo privado.

El BCE respondió a las negativas perspectivas económicas europeas en su reunión de septiembre, y este capítulo ofrece una descripción detallada de las medidas adoptadas. Políticas que “han sido efectivas en la flexibilización de las condiciones financieras”. Una cuestión distinta es la de si con tipos de intereses negativos en el 0,5%, a pesar de la introducción del “*tiering*”, el BCE ha podido superar el umbral mínimo de los tipos de interés en el que bajadas adicionales son contraproducentes. Los autores atribuyen claramente el inferior potencial de crecimiento de la Eurozona frente a los EE.UU. a un “crecimiento más bajo de la productividad y una débil inversión “Pienso sin embargo, que estos hechos pueden atribuirse a la resistencia europea al cambio estructural, a una preferencia social por un crecimiento más bajo a costa de menores y desigualdades un sesgo inherente a la formulación de las políticas europeas. En cualquier caso, ambos fenómenos parecen poco sensibles a la política monetaria.

La persistencia de una baja inflación ha dado lugar a un intenso debate sobre sus determinantes, y en particular sobre la curva de Phillips en el contexto de los cambios estructurales inducidos por una población envejecida, la globalización y la digitalización. En consecuencia, cuestionarse el pensamiento macroeconómico tradicional y formular una revisión estratégica de la política monetaria del BCE está plenamente justificado. Como lo está conceder un papel más activo a otras políticas, en particular a la política fiscal. Los argumentos son bien conocidos: (i) la política fiscal es más poderosa cuando la política monetaria se encuentra cerca o en el mismo límite inferior; (ii) los multiplicadores fiscales son más elevados en una unión monetaria, también para los miembros que no implementen la expansión fiscal; (iii) la Eurozona necesita alinear mejor las políticas fiscales nacionales con la política monetaria europea, y (iv) el Pacto de Estabilidad y Crecimiento no está diseñado para fomentar políticas fiscales expansivas. En consecuencia, los autores abogan por una capacidad fiscal central propia de la Eurozona y defienden un fondo vinculado a la inversión, como posiblemente el más efectivo.

Todo esto se ha convertido en doctrina convencional del BCE bajo la dirección de Draghi pero, a mi juicio, no contempla plenamente una cuestión básica. ¿Por qué hay baja inversión en la Eurozona? ¿Por qué el producto potencial es tan bajo? Ciertamente no lo es por el coste del dinero. Tampoco porque las normas fiscales hayan sido demasiado estrictas, ya que raramente se han aplicado, y mucho menos comportado sanciones. Simplemente puede que sea porque la fragmentación financiera impide que el capital privado se mueva libremente por la Eurozona, porque la obsesión con la reducción del



riesgo ha obstaculizado cualquier progreso con el seguro europeo de depósitos, y porque la ausencia de un activo europeo libre de riesgos crea una asimetría estructural en el coste del capital público. Por no mencionar que las regulaciones laborales y medioambientales europeas convierten la inversión en algo costoso en términos globales y que requiere mucho tiempo. En síntesis, la cuestión es ciertamente que la UEM necesita un mecanismo de estabilización fiscal, pero que antes de aumentar más allá la deuda pública y antes de demandar déficits fiscales adicionales en todos los países, la Eurozona acertaría al flexibilizar sus políticas estructurales y al completar la unión bancaria y fiscal. Es posible incluso que el atajo de una expansión fiscal resulte muy peligroso si cambiara el sentimiento del mercado, porque esta vez tampoco es diferente. Volveré sobre ello en la tercera parte de este Anuario, cuando hablemos de política fiscal.

José Manuel Campa, de la Autoridad Bancaria Europea (EBA, por sus siglas en inglés), es el autor del capítulo 3, el último artículo sobre el contexto externo de la UEM, *El estado de la industria bancaria europea*. Una década después de la crisis financiera, la industria ha acometido una importante transformación, limpiando sus balances y reforzando los niveles de capital a la vez que redefinía sus modelos de negocio y su posición competitiva para responder a un marco regulatorio reforzado, a profundas transformaciones tecnológicas, al empoderamiento del consumidor, a la aparición de nuevos competidores y a un desafiante entorno macroeconómico y de tipos de interés. A pesar de que se han logrado avances importantes en la mayoría de áreas, sigue habiendo retos significativos. Campa enfatiza dos en particular: la baja rentabilidad y la calidad del crédito.

Los bancos europeos han aumentado de forma significativa sus niveles de capital durante los últimos cinco años y, con fecha de junio de 2019, su ratio *phase in* de capital ordinario Tier 1 (CET1) era del 14,6% y la ratio de capital total era del 18,9%. La calidad de los activos también ha mejorado: la media ponderada de créditos morosos, NPLs, cayó al 3%, la más baja desde que la EBA introdujo una definición homogénea en 2014; esta mejora se vio acompañada a la vez por la mejora de los ratios de cobertura y de activos adjudicados. La rentabilidad, sin embargo, “se sigue situando por debajo de lo que se consideraría un nivel adecuado”, con una rentabilidad de los recursos propios en el 6,5% (frente al 11,9% de sus homólogos de EE.UU.). Es más, el 80% de los bancos de EE.UU. cotizan a un multiplicador precio/valor contable (PTB, *price to book ratio*) por encima de 1 en julio de 2019, en comparación con menos del 30% de los bancos europeos. Estos no solo son menos rentables, sino que además se espera que lo sigan siendo durante bastante tiempo. Aunque no puede hablarse de un único motivo, “el entorno de bajos tipos de interés prolongados ha sido un factor clave”. Sorprendentemente, o tal vez no tanto, dadas las barreras internas de la UEM que se analizaron ampliamente en el Anuario del año pasado,²⁶ la consolidación de la industria bancaria se ha realizado con mucha mayor rapidez en los EE.UU., tanto en términos de actividad de fusiones y adquisiciones, como en el número de instituciones existentes.

²⁶ Véase en particular, Fernando Restoy, capítulo 10 del Anuario del Euro 2018, *La unión europea bancaria: logros y desafíos*.



En este contexto bancario, la reforma regulatoria continúa y crea demandas adicionales. Este año, no solo en el área de resolución, sino también de los riesgos operacionales. Todavía no se vislumbra el final de este fortalecimiento regulatorio y los bancos deberán adaptarse a (i) el acuerdo final en estándares de capital, (ii) un énfasis más elevado en protección del consumidor, (iii) nuevas prácticas y políticas de conducta y lucha contra el blanqueo de capitales, y (iv) supervisión reforzada del riesgo climático y factores medioambientales, sociales y de gobernanza, factores ESG. Adicionalmente, el nuevo presidente del Mecanismo Único de Supervisión (MUS) y antiguo presidente de la EBA, Andrea Enria, exigió públicamente instrumentos eficaces para aumentar la influencia de las autoridades sobre la gobernanza corporativa. Es un mal augurio para el futuro de la industria financiera que, mientras supervisores y reguladores insisten en aumentar sus poderes y ampliar sus herramientas de intervención, la industria se queje unánimemente de un intrusismo abrumador y de los costes de cumplimiento. Esta reforma regulatoria interminable genera incertidumbre y confusión prolongada, dificulta la planificación estratégica y daña la competitividad internacional de los bancos europeos.

En mi opinión, hemos llegado al punto de inflexión en que la regulación debe detenerse para realizar un análisis en profundidad del coste-beneficio de la misma. La regulación es un bien público, pero no se trata únicamente de asegurar que incorpora cualquier riesgo imaginable, incluidos los riesgos legales de los propios reguladores. Se trata sobre todo de promover la estabilidad financiera. Para ello, las instituciones financieras, los bancos, deben ser parte de la solución, deben ser rentables y prosperar en iguales condiciones competitivas. Sobre todo igualdad en términos de otros competidores financieros a fin de evitar el arbitraje regulatorio, que cada vez es más evidente como se ha puesto en evidencia, entre otros aspectos, por el aumento de los fondos de “*private equity*”. Igualdad también en cuanto a nuevas tecnologías, y algunas regulaciones de la UE, por ejemplo sobre innovación e intercambio de datos, que están claramente sesgadas en contra de los bancos. E igualdad geográfica, tanto interna a escala de la UEM, a fin de evitar el proteccionismo regulatorio nacional, como internacional para garantizar que existirán bancos europeos, sobre todo tras el Brexit.

2.2. CUESTIONES DE POLÍTICA MONETARIA

La segunda parte del Anuario trata sobre política monetaria. Analiza las medidas políticas y pone en contexto la anunciada revisión estratégica del BCE. Por lo tanto, el primer artículo de esta sección, el capítulo 4, se titula *Europa se enfrenta al reto de la japorización*, escrito por José Ramón Díez de Bankia. El objetivo de este artículo es evaluar el riesgo de que Europa caiga en la *trampa japonesa*. Empieza describiendo las características, causas y consecuencias de la situación japonesa. Después de más de una década de un crecimiento del PIB por encima del 4% anual en los ochenta del siglo XX, y de fuertes aumentos en los precios de los activos, una política monetaria contractiva provocó el estancamiento económico, la deflación de precios, el despalancamiento del sector privado y un crecimiento exponencial de la deuda pública que en la práctica ha continuado hasta nuestros días. Una pésima demografía y un comportamiento negativo



de la productividad agravaron la crisis y resultaron en una fuerte caída en el tipo de interés natural. La mayoría de analistas piensa que los problemas permanecieron sin respuesta durante demasiado tiempo y que de hecho las equivocadas políticas económicas transformaron la necesaria consolidación de una economía sobrecaentada en algo muy similar al estancamiento secular. Un ajuste fiscal prolongado, la ausencia de una política ambiciosa de reforma y recapitalización bancaria y una expansión monetaria insuficiente son los factores que se suelen citar para explicar por qué cayó Japón en una trampa de liquidez en la que la expansión cuantitativa se ha convertido en estructural. Finalmente, después de muchas vacilaciones, el Banco de Japón inició una decidida expansión de su balance comprando todo tipo de activos, públicos y privados, deuda y capital, que ha llegado hasta el 103% del PIB.

Según JR Diez son tres las características definitorias de la *japonización*: (i) el colapso secular de la productividad total de los factores (PTF), (ii) un tipo de interés natural negativo como resultado del envejecimiento de la población y del exceso de ahorro, y (iii) unas arraigadas expectativas de deflación. En estas circunstancias, la política monetaria convencional es ineficaz. Una vez identificado el fenómeno, el capítulo se pregunta si la Eurozona está en riesgo de *japonización*. Algunas variables así lo indicarían: bajo crecimiento potencial, tipos de interés reales cercanos a cero, incluso el envejecimiento de la población. Sin embargo, hay algunas diferencias fundamentales. La más importante, según el autor, es que el tamaño y la heterogeneidad de la Eurozona esconden en sus cifras agregadas diferencias muy importantes y significativas del grado de *japonización*²⁷ de los distintos Estados miembros, lo cual en sí mismo ayuda a evitar caer en ella. En segundo lugar, aunque la inflación se ha mantenido sistemáticamente baja en la Eurozona, no ha llegado a ser negativa, y ciertamente nunca tampoco por un tiempo considerable. En tercer lugar, el crecimiento de la población es bajo pero no negativo, y la migración es un factor recurrente y cuantitativamente importante, a diferencia de Japón donde la homogeneidad racial es un valor social secular. Y en cuarto lugar, Europa ha abordado tarde quizás pero de forma bastante expeditiva su problema bancario y, como ya se ha indicado, las ratios de solvencia y calidad de los activos han mejorado mucho desde la crisis.

Evitar la *japonización* de la Eurozona es de suma importancia porque todas las evidencias demuestran que es mucho más fácil que intentar luego salir de ella. Así pues, el resto del capítulo está dedicado a explicar las políticas económicas necesarias para evitar que la UEM caiga en la deflación. La primera de todas es la política monetaria donde, a pesar de la tardanza inicial, el BCE ha adoptado la expansión cuantitativa con una convicción extraordinaria y ha llevado los tipos nominales negativos a niveles nunca vistos (-0,5%), con toda certeza mucho más bajos que en Japón, donde el límite inferior ha sido -0,1%. La cuestión crucial es si Europa ya ha llegado al límite negativo tipo de interés, el llamado tipo de reversión donde descensos adicionales serían contraproducentes, y si los

²⁷ José Ramón Diez toma prestado de Takatoshi Ito (2016) el índice de la *japonización* como la suma aritmética de la brecha de producción, la tasa de inflación y el tipo de interés nominal. Cuanto más cercano a cero, más elevado el grado de *japonización*.



canales de transmisión de la política monetaria todavía son operativos al -0,5%. Nuevas pruebas empíricas muestran que los mecanismos de transmisión solo funcionan si el sistema bancario todavía es fuerte, lo suficientemente rentable y capitalizado. En consecuencia, el objetivo de estabilidad financiera debería tener un lugar prominente en la revisión estratégica del BCE. En segundo lugar, la política fiscal en la Eurozona exige mejor coordinación y un instrumento fiscal común, un tema recurrente en todo este Anuario. Un instrumento que ayudaría tanto a disciplinar a países como España, con déficits estructurales excesivos, como a garantizar la expansión en otros, como Alemania, con superávits estructurales injustificados. Pero de nuevo, el instrumento presupuestario de nueva creación está lejos de cumplir esa función.

El capítulo 5 es *Cómo enfrentarse al límite inferior: ¿qué hará el BCE en la próxima recesión?* Aliénor Cameron, Grégory Claeys y Maria Demertzis de Bruegel, analizan el conjunto de políticas que desarrollaron los bancos centrales después de la crisis y exploran las posibles respuestas a una posible nueva crisis financiera. Los autores, quienes reconocen que el BCE (como todos los principales bancos centrales) cada vez está más limitado por el entorno de tipos de interés muy bajos, ofrecen en su capítulo un análisis exhaustivo de los cambios del marco operativo y del conjunto de instrumentos del BCE desde el inicio de la crisis de 2007 y, finalmente, hacen recomendaciones muy concretas para su revisión.

Cameron, Claeys y Demertzis dejan clara su posición desde el principio. Aunque sería tentador echarle la culpa al BCE en tanto que autoridad monetaria responsable por la tendencia a la baja de los tipos de interés a largo plazo, la verdad hay que buscarla en el comportamiento de “tipo de interés neutral”. Así que es esencial comprender plenamente este concepto, “determinado en su mayor parte por el comportamiento del ahorro de los hogares y la tasa de crecimiento potencial de la economía... en sí misma determinada en gran parte por la productividad y el crecimiento de la población”. Esta es sin duda la definición macro estándar, pero permítanme discrepar con ella, ya que presenta dos grandes inconvenientes. En primer lugar, se basa en variables no observables y, por lo tanto, no es más que un constructo teórico, cuya medición requiere un gran número de supuestos. Y el problema es que, desde estas mediciones subjetivas de tendencias estructurales, los bancos centrales derivan drásticas implicaciones políticas a corto plazo. En segundo lugar, es desconcertante que una variable financiera crucial no cuente en su definición con ninguna referencia a la manera en que funciona o debería funcionar el sector financiero. Para ser más explícitos, es inimaginable que el tipo neutral no se vea afectado por la solvencia y rentabilidad del sector financiero, por su habilidad para intermediar ahorro e inversión, por el funcionamiento del mecanismo de transmisión monetaria; en definitiva, por consideraciones de estabilidad financiera. A la luz de estas reflexiones pienso que la utilidad del tipo neutral está claramente exagerada. Una cierta fijación con este concepto puede explicar gran parte del daño colateral del mantra actual de “tipos negativos más bajos durante más tiempo” que ha impregnado la política del BCE hasta ahora. Y el daño innecesario causado a la recuperación económica y al crecimiento en Europa al ignorar que el llamado tipo de interés neutral es, de hecho,



endógeno y que por lo menos está influido, si no determinado, por las políticas de tipos de interés del banco central.

Permítanme volver ahora a las recomendaciones de los autores. La primera tiene que ver con la necesidad de mitigar los efectos colaterales de los tipos de interés negativos, ya que “el BCE no puede esperar a que la investigación determine de forma concluyente si ya se ha alcanzado el tipo de interés de reversión”. Y el capítulo describe varias formas de compensar a los bancos por el daño que se ha hecho a sus márgenes de tipos de interés y, por consiguiente, a sus resultados de explotación.²⁸ La segunda se centra en la necesaria revisión de los límites de emisor para el programa de compra de activos del BCE a fin de mantener su credibilidad y operatividad en un futuro no demasiado lejano. Para evitar el peligro de la financiación monetaria del déficit, y para suavizar algunas preocupaciones nacionales, los autores abogan por extender el programa a otras clases de activos, como los préstamos bancarios y las acciones, que conducirán al BCE a asumir riesgo crediticio directo.

La tercera recomendación, cara a la revisión del marco de política monetaria, aboga por una doble definición del objetivo de inflación de “cerca del 2%” a fin de establecer una banda de tolerancia alrededor del objetivo, por alargar el periodo en el que se mide la estabilidad de los precios, de 18 a 36 meses y, lo más importante, por cambiar el objetivo de inflación general a inflación subyacente. Todas son propuestas interesantes pero, a mi juicio, no abordan el núcleo del problema. Los bancos centrales deben reconocer que las presiones deflacionistas son un subproducto necesario pero temporal de la globalización, la digitalización y el envejecimiento de la población. Mientras operen estas tendencias positivas, sencillamente los bancos centrales no pueden crear inflación, sino únicamente burbujas de activos y confusión en las primas de riesgo. Así que la revisión estratégica debería actualizar la importancia de la estabilidad financiera en la función de reacción del BCE, en detrimento de la inflación. La cuarta recomendación insta al BCE a estar plenamente preparado para usar las llamadas operaciones monetarias de compraventa (*Outright Monetary Transactions* o OMT como se les conoce habitualmente). Me parece una recomendación razonable, siempre que las OMT no se conciban equivocadamente como una herramienta de crecimiento y no se debilite su vínculo a un programa de ajuste excepcional.

Finalmente, a los autores les gustaría ver al BCE pensar de forma rompedora, ser innovador y, poco convencional y estar dispuesto a poner en marcha políticas extraordinarias de “*helicopter money*”, de reparto indiscriminado de dinero en caso necesario. No obstante, hay que recordar que se trata básicamente de una expansión fiscal, de una forma de crear un impulso fiscal sin *equivalencia ricardiana*, sin que los contribuyentes

²⁸ Permítanme apuntar cuánto ha cambiado el punto de vista dominante sobre esta cuestión en un corto periodo de tiempo, como ha puesto de manifiesto la reciente decisión del Banco Central de Suecia. No fue hace mucho tiempo cuando, en el *Resumen Ejecutivo del Anuario 2016*, la insistencia en los daños colaterales del programa de expansión cuantitativa a la rentabilidad de los bancos y, en consecuencia, a la estabilidad financiera y el crecimiento económico, se recibía con desdén como una opinión de parte.



tengan que pensar ni por una vez en devolverlo. El BCE puede ser instrumental, si las autoridades correspondientes se lo piden, pero nunca un órgano decisorio. Es un ejemplo perfecto de la necesidad de repensar el Estatuto de Autonomía y Limitaciones de los bancos centrales en la nueva situación de normalidad y es algo que no puede tomarse a la ligera.

2.3. CUESTIONES DE POLÍTICA FISCAL

La tercera parte del Anuario trata de política fiscal, que se ha convertido en bastante popular últimamente, sobre todo en la Eurozona. Incluye dos artículos. El primero es un informe detallado de la gobernanza fiscal en la UEM, que repasa la evolución del marco fiscal y ofrece una reforma de las normas fiscales y concluye con un análisis de los desafíos futuros. El segundo ofrece un debate más teórico y provocador sobre el papel de la política fiscal en un entorno de tipos de interés cero y sobre la sostenibilidad de la deuda pública en dicho contexto. No es propiamente una discusión del llamado *chartalismo*, pero se le acerca mucho.

Carlos Martínez Mongay y Mirzha de Manuel, de la Comisión Europea, Dirección General de Asuntos Económicos y Financieros, son los autores del capítulo 6, *Las normas fiscales de la UE durante la Comisión Juncker. Implementación, reforma y desafíos futuros*. El artículo puede leerse como una justificación interna de la Comisión Juncker, pero es mucho más que eso. Cuando Juncker tomó posesión del cargo en 2014, estaba en plena vigencia la reforma del PEC posterior a la crisis, incluida una norma en materia de gasto, un indicador comparativo de la reducción de la deuda y un sistema más gradual de sanciones. Adicionalmente, se había establecido el Semestre Europeo y se habían creado instituciones fiscales independientes.

La Eurozona logró una consolidación fiscal significativa durante el mandato de Juncker. Su déficit fiscal agregado fue del 0,5% en 2018, una disminución significativa desde el 2,4% de 2014, y la deuda pública registró una considerable caída, del 92% del PIB en 2014 al 85% en 2018, pero todavía 20 puntos básicos por encima del nivel anterior a la crisis en 2007. Sin embargo, el ajuste “fue impulsado sobre todo por la expansión económica, más que por las sendas de ajuste fiscal recomendadas”, y el balance estructural siguió prácticamente constante, cercano a un déficit del 1% del PIB y con un aumento previsto en 2019-20, con las peores perspectivas en países como España e Italia. El gasto público en la Eurozona bajó del 49,1% del PIB en 2014 al 46,8% en 2018, aproximadamente el 20% correspondiendo a tipos de interés más bajos. La inversión pública representó el 2,7% del PIB en 2018, solo marginalmente más baja (1/4 puntos porcentuales) que la media de 2010-2014.

Pero tal vez lo que definió a la Comisión Juncker en términos fiscales fue su decisión de favorecer una interpretación flexible del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) para reducir su carácter procíclico, sin cambiar las normas.²⁹ Lo que equivalía a una sus-

²⁹ COM/2015/012. "Communication on making the best use of the flexibility within the



pensión temporal de la senda de ajuste fiscal para llevar a cabo reformas estructurales o proyectos de inversión. Supuso también la introducción de un “margen de discrecionalidad” en la evaluación del grado de cumplimiento de las normas. A pesar de tratarse de medidas controvertidas, los autores las apoyan claramente, como ilustran en su capítulo con “los cinco casos más famosos de algunos desafíos a los que se ha enfrentado la implementación crítica no mecánica del pacto” y que son una lectura muy interesante de lo que se ha denominado la “visión ortodoxa de Bruselas”. Permítanme llamar la atención sobre tres consideraciones que me parecen relevantes. (i) La discrecionalidad en la implementación de las normas abre el debate sobre un “trato justo y equitativo” para todos los Estados miembros, e introduce el riesgo de “politización”, con algunos gobiernos recibiendo un trato más favorable que otros dependiendo de la afiliación política del gobierno nacional o del Comisario a cargo. (ii) El juicio político requiere legitimidad del decisor y la rendición democrática de cuentas, y esto es precisamente un activo con el que la Comisión no cuenta del todo (una buena razón adicional para avanzar hacia la formalización de un Ministerio de Finanzas de la Eurozona). Si las normas requieren discrecionalidad, la reforma política e institucional es obligada. Y (iii) un aspecto económico fundamental: las reformas estructurales y la inversión también necesitan financiación. El dinero es fungible y la deuda pública no está asignada ni sujeta a distintos riesgos soberanos dependiendo de su finalidad. La deuda no se negocia a precios distintos, sea cual sea su destino final.

La Comisión Juncker desplazó de manera correcta el énfasis de la gobernanza fiscal hacia la prevención del déficit, introdujo una referencia de gasto y operacionalizó los objetivos de reducción de deuda. Estas reformas mejoraron la “inteligencia económica” de las normas fiscales, pero a costa de aumentar la complejidad, la discrecionalidad y la pro-ciclicidad. Por consiguiente, no se trataba tanto de una cuestión de normas fiscales “estúpidas frente a inteligentes”, sino más bien de una versión renovada de la antigua discusión “normas versus discrecionalidad”, previsibilidad frente a flexibilidad y ajuste frente a ineludibles necesidades. El triunfo del enfoque neo-keynesiano frente a la antigua escuela alemana. En ningún otro lugar esto es más visible que en el actual énfasis político en la llamada “calidad de las finanzas públicas”, un eufemismo me imagino, para preservar la inversión pública y el gasto social de los caprichos del ciclo económico. Lo que lleva a la histéresis de la deuda pública. Pero eso ya no es un problema para esta escuela de pensamiento, como veremos en el capítulo siguiente.

La mayoría de propuestas de reforma defienden la simplificación de las reglas fiscales, la reducción del número de indicadores, con una preferencia clara por la regla de gasto. Algunas también incluyen un endurecimiento relativo de las normas. Otras propuestas se centran en revisar los brazos corrector y preventivo del PEC, que solo deberían diferir en su grado de intrusismo y su capacidad para imponer sanciones, y no en el conjunto de indicadores usados. Otros autores proponen sustituir las sanciones por condicionalidad económica. Se discute incluso la arquitectura institucional de la gobernanza fiscal, con

existing rules of the Stability and Growth Pact”, Comisión Europea, Bruselas, 13 de enero de 2015.



algunos autores a favor de la descentralización de la supervisión del cumplimiento a las autoridades fiscales independientes nacionales, limitando el papel de las instituciones centrales europeas.³⁰ La Comisión esperaba publicar su revisión del *Two Pact* y del *Six Pact* a finales de 2019, pero se ha pospuesto. De manera preocupante, todavía existen diferencias fundamentales en las opiniones de los Estados miembros.

En la última parte de su capítulo, Martínez-Mongay y de Manuel se centran en la reforma de la gobernanza fiscal desde el punto de vista de los desafíos a los que se enfrenta la UEM. A saber, una ralentización prolongada con profundas raíces estructurales, un orden comercial y económico mundial cada vez más bilateral, así como una conciencia medioambiental reforzada. Estos impactos afectan a los países de la Eurozona de formas diferentes dependiendo de sus estructuras económicas y sociales, y existen importantes incertidumbres respecto y las respuestas políticas nacionales y de la Eurozona. La naturaleza global de estos desafíos exige una respuesta fiscal coordinada, apelando por tanto a mecanismos e instituciones que articulen una respuesta a escala de la UEM. Una respuesta que, en el actual mundo institucional de reglas fiscales asimétricas, solo puede proceder de la voluntad política de los países de la Eurozona para coordinarse dentro del Eurogrupo. No es un entorno muy reconfortante para evitar “el riesgo de la economía del 1%”, como los autores llaman lo que hemos descrito antes como *japonización*. En resumen, afirman que los riesgos “posiblemente requieran mayor gasto público y, en particular, mayor inversión para descarbonizar la economía, mejorar las infraestructuras y mejorar la educación a fin de aumentar la productividad”. No parece una receta muy moderna, en mi opinión, sino más bien algo muy parecido al viejo Mitterrand del “keynesianismo en un único país” a la gran escala europea estilo Macron.

En el capítulo 7, La política fiscal cuando los tipos de interés son cero, Angel Ubide, de Citadel, desarrolla la idea de que hay amplio espacio para la expansión fiscal en la Eurozona. Su punto de partida no deja lugar a dudas: “el marco fiscal que hoy usamos se creó para un mundo que ya no existe, un mundo de tipos de interés positivos, y solo la inercia y los sesgos de comportamiento impiden una política fiscal activa más radical”. Pide que se deje de usar el término “políticas monetarias no convencionales”, porque son ya la nueva normalidad en la teoría y la práctica de los bancos centrales. El tipo de interés natural se calcula cercano a cero o negativo, y las actitudes ante la inflación han cambiado. Los tipos de interés reales muy bajos pueden parecer positivos, pero no lo son, porque aumentan el *output gap* futuro. Lo que lleva a Ubide a concluir que: “en su cruzada por ser conservadores y prudentes, los responsables políticos se equivocan, no son lo suficiente agresivos y aumentan el riesgo a la baja de las nuevas perspectivas”. La inercia de décadas de considerar la política monetaria “el único juego posible” ha pospuesto sin motivo aparente la adopción de una postura fiscal mucho más laxa.

En aras de la discusión y a beneficio del lector, permítanme que invierta sus propios argumentos. Es posible que la inercia política nos haga esperar demasiado de la

³⁰ Viendo la coordinación fiscal que funciona en España y lo que ha hecho por la explosión de la deuda regional, es difícil estar a favor de un enfoque de descentralización como este, salvo que el objetivo sea abandonar la disciplina fiscal.



expansión fiscal; el efecto “dotación inicial”, a creer en los tipos negativos como si los daños colaterales no aumentaran y de hecho no pudieran impedir la recuperación una vez alcanzado el límite inferior en Europa; y los sesgos de comportamiento de los políticos les inducen a ignorar las políticas estructurales, por su incomodidad. Este es el problema de argumentar de forma repetida que “esta vez es diferente”, que lo temporal y extraordinario se convierte en estructural, y de que una anomalía prolongada se toma como la nueva normalidad; tal y como antaño lo fue la *Gran Moderación*.

Sobre la base de que el mundo ha cambiado definitivamente, este capítulo hace un llamamiento a una drástica revisión del marco fiscal. En primer lugar, la política fiscal debería coordinarse con la monetaria y no verse como una herramienta de compensación. En segundo lugar, cuando las expectativas inflacionarias están por debajo del objetivo y los tipos de interés ya están a cero o son negativos, “la política fiscal debe liderar con una postura expansiva y la política monetaria debe cooperar”. En tercer lugar, los tipos de interés deberían mantenerse bajos lo máximo posible, dado que la expansión fiscal no tendría coste alguno y sí grandes efectos multiplicadores. En cuarto lugar, el espacio fiscal es una función de la voluntad de los gobiernos de ajustarse durante las malas épocas, “de la elección política sobre la asignación de los costes del ajuste entre acreedores y contribuyentes”. En quinto lugar, los cálculos modernos del límite de la deuda se sitúan entre el 150% y el 200% del PIB, estando la media en el 180%, de manera que las preocupaciones europeas sobre la sostenibilidad de la deuda, incluso en países periféricos, son claramente exageradas. En sexto lugar, el espacio fiscal, como la sostenibilidad de la deuda, es un concepto de flujo, no de stock. La variable crucial es el servicio de la deuda, y es sostenible si permanece por debajo del 15% del PIB en los países desarrollados. En séptimo lugar, con el *forward guidance* del BCE comprometido en mantener los tipos de interés actuales, la inversión pública financiada con deuda mejora la trayectoria de la deuda, su sostenibilidad. Y, en octavo lugar, a los bonos gubernamentales se les aplica un precio de bonos y, por lo tanto, como una función de la senda esperada de tipos a corto y de la prima de madurez. Solo se deprecian como un crédito en circunstancias excepcionales. Típicamente solo ocurre cuando la deuda se emite en moneda extranjera, lo que no parece ser el caso de los países miembros de la Zona Euro, o cuando fuerzas externas obligan al país a la suspensión de pagos.

Permítanme expresar un cierto escepticismo acerca de esta tierra prometida de un nuevo pensamiento económico que, sin embargo, se parece tanto al de mediados de los años sesenta. Mientras los bancos centrales se adaptan y den la bienvenida a los tipos de interés cero, vale la pena un programa de inversión bien diseñado, y los gobiernos inteligentes liderados por economistas también inteligentes deberían embarcarse en un ambicioso programa de inversión pública financiado con deuda. La descarbonización de la economía europea ofrece la justificación moral necesaria. Sin embargo, el problema es que (i) no existe garantía de que los tipos de interés se mantengan a este nivel por un periodo de tiempo suficiente, ¿y qué pasará si y cuando aumenten, o si lo hacen de forma repentina? (ii) Las fuerzas estructurales que empujan a la deflación no durarán para siempre, de la misma forma que las fuerzas que inflaron la burbuja inmobiliaria en España solo duraron un tiempo, aunque fuese largo. (iii) Los mayores déficits no



tienen como resultado ratios más elevadas de deuda/PIB, ni servicios de la deuda más altos, fundamentalmente porque los mercados son demasiado comprensivos, complacientes y racionales. No comparan países, no tienen incertidumbres políticas ni dudas persistentes, y aceptan de forma unánime al BCE como el único creador de mercado. La cuestión es por cuánto tiempo. (iv) En la Eurozona persisten importantes riesgos de redenominación y, por lo tanto, los dos casos en los que bonos se precian como crédito están o pueden estar muy presentes. En definitiva, Ubide y con él algunos muy destacados economistas, como Blanchard,³¹ establecen que los encargados de formular políticas monetarias y fiscales en Europa deberían tener más fe en que los mercados confían en el apoyo continuado del BCE, el eterno *Greenspan put*, y que los distintos gobiernos nacionales de la Eurozona, cuando se ven forzados a un default para mantenerse en el euro, prefieren defraudar a sus propios contribuyentes nacionales que a sus acreedores extranjeros. No hay duda de que es una apuesta arriesgada.

Pero a pesar de mis comentarios escépticos, este capítulo presenta una visión muy potente de la idea cada vez más popular entre algunos académicos y actores políticos de que la Eurozona necesita una expansión fiscal financiada con deuda y establece una nueva dimensión para las normas fiscales en la UEM. Lo pasado, pasado está en relación con las ratios de deuda/PIB. La inversión pública neta debería financiarse con deuda porque con los tipos en cero, un programa de inversión multianual bien diseñado se amortiza solo. Los aumentos en el gasto corriente o los recortes de impuestos impulsan la demanda y deberían pagarse (compensarse con gastos más bajos o impuestos más altos) a futuro sobre una base de 5 años o más, dependiendo del tamaño de la recesión, y los estados miembros de la Eurozona deberían embarcarse en una revisión obligatorio del gasto público para mejorar la calidad de las finanzas públicas. Todo esto se resume en una norma muy simple, mientras la política monetaria continúe asegurando tipos cero, el presupuesto debería garantizar que el superávit primario no conduce *ex-ante* a la reducción de la ratio deuda/PIB. Es algo bastante distinto de la regla actual, e incluso de todas las reformas que hay en la agenda, lo que nos garantiza que los debates sobre política fiscal serán intensos y emocionantes en el futuro inmediato, además de crear tensiones adicionales entre los Estados miembros.

2.4. CUESTIONES BANCARIAS

La parte III trata de la banca. Incluye tres artículos desde perspectivas muy diferentes. Empezamos fijándonos en el concepto de dinero y su futuro en el mundo digital. Básicamente queríamos analizar si las nuevas tecnologías, como la tecnología de registros distribuidos (DLT, por sus siglas en inglés) y la inteligencia artificial (IA), podrían cambiar de forma radical lo que entendemos por dinero y cómo funciona la banca. En segundo lugar, centrándonos en el propio sector, analizamos el llamado “paquete bancario de

³¹ Blanchard y Ubide 2019, *Why critics of a more relaxed attitude on public debt are wrong*, PIIE Real Time Economic Issues, 15 de julio de 2019



junio”, la legislación aprobada por la Unión Europea para incorporar el acuerdo final de Basilea III al Derecho europeo. El tercer y último artículo aporta una perspectiva internacional, siempre necesaria, y analiza la banca europea desde la perspectiva de los EE.UU., poniendo de relieve las diferencias y los posibles puntos de conflicto regulatorio, para concluir con una discusión sobre los méritos y los obstáculos de la consolidación bancaria.

Manuel Conthe es el autor de *El futuro del dinero*, el capítulo 8. Empieza con un interesante debate sobre los orígenes y la naturaleza del dinero, remontándose al concepto que tenían los filósofos y moralistas clásicos. El dinero es un “producto sumamente poderoso de la civilización”,³² una construcción que combina dos funciones separadas: estándar de valor y medio de pago. Ambas funciones están sujetas a “externalidades de red” (cuantas más personas las usan, más útiles se vuelven) y juntas dan lugar a lo que llamamos dinero. Existen dos fuerzas gravitatorias recíprocas que tienden a agrupar estas dos funciones: la aparición de medios de pago expresados en el estándar de valor y la tendencia natural a que las unidades del medio de pago se conviertan en la unidad en la que se fijan precios y deudas, es decir, a que se conviertan en el estándar de valor.³³ Sin embargo, el dinero también se puede definir a través del papel del gobierno en su creación o, que por lo menos que facilita su uso general, sobre todo desde que se convirtió en “dinero fiduciario” y los objetos que se usaban como dinero perdieron cualquier valor intrínseco y dejaron de apoyarse en activos reales, como fue por ejemplo el oro.

Este artículo incluye un interesante análisis de las dos escuelas de pensamiento complementarias sobre el dinero, los “metalistas” y los “chartalistas”. Según los metalistas, la visión hasta hace poco dominante, el dinero surgió como una innovación espontánea, de mercado, que evitaba los problemas prácticos de una economía de trueque. Sin embargo, algunos economistas e historiadores cuestionan este relato, subrayando que desde tiempos inmemoriales deudas y créditos desempeñaron un papel esencial en la creación de dinero, y que el papel del gobierno en ello, a través de la deuda pública y los impuestos fue definitiva.

El dinero moderno solo tiene algún valor mientras la gente confíe en su aceptación general. Una característica que de forma tradicional pero no necesaria, ha garantizado el gobierno. Sin embargo, no ha sido así con todos los gobiernos, de ahí el fenómeno de la dolarización. Los gobiernos han protegido este privilegio a través del monopolio legal de “imprimir dinero”, confiándose a una institución ad hoc, el banco central. No obstante, las nuevas tecnologías suponen un desafío a este monopolio, ya que las monedas digitales prometen mejor “usabilidad, fiabilidad y credibilidad” que las monedas de curso legal. En cierto sentido, la digitalización está haciendo posible la “desnacionalización del dinero”, que Hayek defendió hace mucho tiempo. Y, tras sus muchas dudas iniciales

³² Véase Niall Ferguson, *The ascent of money*, Penguin, octubre de 2009

³³ Una fuerza tan potente a día de hoy que probablemente el dólar estadounidense sea uno de los mejores ejemplos. Una característica que ha dado pie a un debate económico interesante sobre la facturación comercial. Véase Gita Gopinath y Jeremy Stein, 2018, *Trade Invoicing, Bank Funding and Central Bank Reserve Holding*, AER Papers and Proceedings, 108, mayo.



y la lógica tendencia a la protección, los bancos centrales se están enfrentando a la realidad y adoptando las nuevas tecnologías. El 2019 puede definirse como el año de Libra, un experimento fallido, pero también del ascenso de las monedas digitales emitidas por bancos centrales (CBDC, por sus siglas en inglés), con la mayoría de bancos centrales ya experimentando con ellas.

En la actualidad, el dinero consiste sobre todo en efectivo, un crédito contra el banco central emisor, pero también en dinero bancario, el saldo acreedor de los depósitos a la vista formalizados por el público con los bancos comerciales. Este capítulo describe los medios de pago existentes y potenciales de acuerdo con las distintas características que pueden incorporar, porque esto es precisamente lo que hacen las nuevas tecnologías. Permiten distintas agrupaciones o desagrupaciones de las funciones y características separadas que tiene el dinero, dando lugar de este modo a diferentes tipos de dineros. También hacen posible pensar en un mundo sin moneda de curso legal e incluso sin efectivo. En 2016, un economista ortodoxo como Kenneth Rogoff, antiguo director de investigación del FMI, se manifestó a favor de que las economías avanzadas eliminaran la moneda en papel para combatir la evasión de impuestos y el blanqueo de capitales, y sobre todo para permitir que los bancos centrales superaran el límite inferior de los tipos de interés y ganaran margen de libertad en sus política monetarias. . Otro importante economista, el antiguo director de investigación del BCE, Otmar Issing, criticó duramente esta idea y describió la moneda en papel como “libertad acuñada”, porque en su opinión muchos nuevos tipos de dinero, y la mayoría de los que los promueven, subestiman los poderes de Leviatán que asignan al emisor.

Otro economista, James Tobin, había ido mucho más lejos ya en 1985 y defendía que se debía permitir a los individuos particulares ser titulares de depósitos a la vista en los bancos centrales, eliminando de esta forma el papel de intermediarios de los bancos comerciales, garantizando la seguridad total de los depósitos y la ausencia de crisis bancarias. Sin embargo, tendría el coste de otorgar a los bancos centrales un papel protagonista en la concesión de créditos, sobre todo en tiempos de estrés. La idea de proporcionar mayor acceso a los pasivos de los bancos centrales ha vuelto a surgir con la digitalización y ha conducido a un mercado en ebullición, el de la moneda digital de curso legal, los CBDC. Un mercado que la aventura de Facebook con Libra ha convertido en más real. Las criptomonedas estables han venido para quedarse; aunque aún no sabemos muy bien si como dinero o como otro activo regular. El Banco de Pagos de Basilea ha subrayado que los beneficios de las CBDC serían limitados si ya se contara con medios de pago rápidos y eficientes para minoristas privados, o si estos se desarrollaran pronto, enfatizando por consiguiente la necesidad de mejorar la función de pagos de las monedas actuales. Sin embargo, una CBDC con finalidades generales, en competencia con los depósitos bancarios garantizados, tendría graves implicaciones en el coste y forma de financiarse los bancos, aumentando la fragilidad del sistema bancario y contribuyendo a la huida hacia la seguridad, sobre todo a escala internacional. En conclusión, cualquier paso hacia un posible lanzamiento de una CBDC debería ser considerado con sumo cuidado. El debate sobre el dinero está muy vivo y va más allá de las nuevas tecnologías y de



la pura economía, hasta adentrarse en cuestiones políticas más fundamentales. Entronca de hecho con el concepto básico de libertad.

El capítulo 9, *El paquete bancario de junio*, describe la reforma regulatoria de la Unión Monetaria Europea. Sofía Rodríguez Rico, Enrique Corcóstegui y Josep M^a Vendrell de Banco Sabadell, analizan la legislación bancaria, promulgada en 2019, que busca reducir riesgos en el sector financiero a través de un fortalecimiento del capital, exigencias de apalancamiento y liquidez, y mejoras en la resolución bancaria. Aunque la UE ha hecho progresos significativos, los autores concluyen que el marco regulatorio y supervisor todavía no es suficiente para facilitar el negocio transfronterizo y sigue habiendo incentivos para barreras protectoras y sesgos nacionales.

Con la crisis, las autoridades europeas descubrieron que para funcionar adecuadamente, la UEM exigía una Unión Bancaria, ya que en una unión monetaria el sector financiero crea externalidades de gran alcance y traslada el riesgo de los contribuyentes más allá de sus fronteras domésticas. Los tres pilares de la Unión Bancaria son bien conocidos, al igual que la falta de avance alguno en el tercer elemento, el SEGD. Desde una perspectiva regulatoria internacional, la crisis dio como resultado Basilea III, adoptados en la UE a través de dos paquetes legislativos: el paquete CRD IV/CRR de 2013 (directiva y reglamento sobre requisitos de las entidades de crédito) y la Directiva sobre reestructuración y resolución bancarias (BRRD) de 2014. Adicionalmente, la protección del consumidor se ha convertido en una pieza central de la legislación (MiFID), los mercados y las infraestructuras de financiación mayorista se han hecho más transparentes (EMIR) y las consideraciones macroprudenciales se han convertido en prominentes.

Ya en 2015, el informe de los Cinco Presidentes había sugerido que los bancos europeos necesitaban seguir reduciendo sus riesgos a fin de que los riesgos residuales pudieran mutualizarse. Sin embargo, el paquete de reducción de riesgos no se promulgó hasta junio de 2019. Este paquete incluye tres elementos: enmiendas y aclaraciones a los estándares de Basilea, cuestiones específicas de la UE y un marco de resolución revisado. Los estándares de Basilea incluyen una ratio de apalancamiento, el coeficiente de financiación estable neta, un marco de grandes exposiciones, una revisión fundamental de la cartera de negociación y una revisión del enfoque del modelo interno, así como un planteamiento estándar del riesgo de crédito de contraparte.

Las cuestiones específicas de la UE incluyen separar el requisito de capital del Pilar 2 en un requisito vinculante, P2R, que puede satisfacerse parcialmente con instrumentos de capital que no sean CET1, y un componente recomendado, P2G, como una guía. Adicionalmente, el paquete de reducción de riesgos (i) extendía la reducción de los requisitos del capital a algunas exposiciones de pymes; (ii) adaptaba el marco prudencial a la introducción de las NIIF9, un modelo de pérdidas esperadas en el crédito con impacto sobre el capital; (iii) preveía el tratamiento regulatorio de software como un activo intangible; (iv) incluía consideraciones de lucha contra el blanqueo de capitales en el proceso de revisión y evaluación supervisora (SREP); (v) requería que los grupos de terceros países que operasen en la UE establecieran una IPU, *Intermediate Parent Undertaking*, en la UE para permitir una supervisión holística; (vi) dio a la EBA el mandato de incluir consideraciones medioambientales, sociales y de gobernanza en el SREP; y



(vi) simplificó los procedimientos de difusión y presentación de la información para los bancos pequeños y menos complejos.

Finalmente, el paquete de reducción de riesgos incorporó la exigencia de TLAC, “la capacidad total de absorción de pérdidas”, para los bancos globales de importancia sistémica (G-SIB) y desarrolló un marco de resolución específico para Europa a través de la revisión de la Directiva sobre reestructuración y resolución bancaria (BRRD) y del Reglamento del Mecanismo Único de Resolución (SRMR). Como consecuencia, los bancos europeos deberán alcanzar un nivel objetivo intermedio en el “requisito mínimo de fondos propios y pasivos admisibles” (MREL) en 2022, cuyo cumplimiento completo será vinculante en 2024. Para facilitar el cumplimiento de estos objetivos, la Directiva 2017/2399 creó una nueva figura de deuda subordinada apta para TLAC/MREL llamada “*senior non-preferred*” que se sitúa en términos de solvencia por delante de los fondos propios pero por debajo de otros pasivos senior. Incumplir los requisitos de MREL/TLAC implicará restricciones sobre la distribución de los dividendos y el pago de los AT1. La BRRD 2 también incluye mecanismos para evitar la comercialización inadecuada de instrumentos MREL a inversores minoristas.

El paquete de reducción de riesgos representa un hito importante en la prevención de las crisis bancarias y en el traslado de sus costes a los contribuyentes. Sin embargo, en algunos aspectos, el planteamiento adoptado no es el adecuado y puede penalizar a los bancos europeos, generando una desventaja competitiva respecto a los bancos de otras jurisdicciones. Por ejemplo, “parece que la regulación ha ido demasiado lejos al establecer el requisito mínimo del MREL”. Más allá de la lógica discusión entre la industria y los reguladores, parece de la máxima importancia la necesidad de evitar desventajas regulatorias a los bancos europeos, una industria ya castigada por los tipos de interés negativos, la falta de progreso en completar la unión bancaria y de mercado de capitales, así como la amenaza de una regulación excepcionalmente laxa en el Reino Unido post-Brexit.

La implementación del paquete de reducción de riesgos de junio no pone fin a la reforma regulatoria en la UE. En diciembre de 2017, el Comité de Basilea publicó su documento final sobre Basilea IV. Su adaptación debería iniciarse ya en 2022. Tendrá un impacto sobre el enfoque estándar del riesgo crediticio, sobre el enfoque IRB, basado en modelos internos, en la calibración final y el diseño del suelo “output floor”, en el tratamiento del riesgo operativo y en la cuantificación del riesgo AVC, el ajuste de valoración del crédito. Por último, y a pesar de todos los esfuerzos por evitarlo, la fragmentación financiera se ha hecho crónica en la Eurozona. (i) Todavía hay demasiado espacio para las discrecionalidades nacionales, en particular en el área de las grandes exposiciones, las exposiciones soberanas, los regímenes de liquidez y los *waiivers*, exenciones, de requisitos prudenciales. (ii) Los países han mantenido las medidas de compartimentación (*ring-fence*) adoptadas durante la crisis, obstaculizando el libre flujo de capital y liquidez de los grupos bancarios transfronterizos, en particular aquellos afectados por una única supervisión consolidada, como es el caso de los grupos bancarios españoles. (iii) Todavía no se ha diseñado ni implantado un Seguro Europeo de Depósitos de pleno derecho. Y (iv) La UE todavía carece de un régimen común de insolvencia. Los bancos y reguladores europeos necesitan reducir la incertidumbre y acotar los costes de cumplimiento



para ser capaces de centrar sus estrategias y su capital en la manera de abordar competitivamente los riesgos globales más urgentes, la digitalización, ciberseguridad, descarbonización y empoderamiento del cliente. Y la regulación bancaria de la UE debe moverse con rapidez y decisión desde la reducción del riesgo hasta su mutualización para estar mejor preparados cuando golpee la siguiente crisis.

En el capítulo final, el capítulo 10, *Consolidación de la industria bancaria europea: obstáculos y políticas*, Martín Boer y Andrés Portilla del IIF, Instituto Internacional de Finanzas, ofrecen una perspectiva internacional muy necesaria sobre los esfuerzos reguladores en Europa. Empiezan evaluando la salud de la industria bancaria europea, sus desafíos y oportunidades, para luego centrarse en una pregunta básica: ¿está Europa saturada de bancos? Aunque el argumento comercial de la consolidación está claro para los autores, todavía permanecen varios obstáculos significativos a la actividad de fusiones y adquisiciones en Europa.

Los bancos europeos han reforzado sustancialmente sus posiciones de liquidez y capital. Sin embargo, una serie de factores han incidido negativamente en su rentabilidad. En este momento, son muchos los bancos que no pueden cubrir sus costes de capital. Las autoridades europeas han adoptado sistemáticamente el punto de vista de que los problemas de rentabilidad nacen de una pobre base de capital, del deterioro de la calidad crediticia y, sobre todo, del exceso de oferta bancaria, del exceso de capacidad en la industria, ya que los bancos débiles no abandonan el mercado³⁴ y de la falta de progreso en completar la unión bancaria y en que los bancos siguen operando sobre una base nacional, en su mayoría minorista. Boer y Portilla ofrecen algunas cifras muy llamativas para apoyar sus conclusiones: (i) los créditos transfronterizos en la Zona Euro y la cuota de mercado de las sucursales extranjeras han caído desde el año 2008; (ii) la consolidación ha sido importante en Europa, el número de instituciones ha caído en un 29% desde 2009, prácticamente equivalente al 31% de los EE.UU., pero se ha llevado a cabo sobre todo de forma doméstica; (iii) la ratio de activos bancarios/PIB en Europa es del 250% en comparación a únicamente el 80% en los EE.UU., pero los cinco mayores bancos estadounidenses suponen el 50% de los activos bancarios, mientras que en Europa esta cifra es inferior al 25%, y (iv) solo el 1% de los hogares europeos y el 9% de las corporaciones no financieras pidieron un préstamo transfronterizo y casi ningún hogar y solo el 8% de las corporaciones realizaron depósitos transfronterizos.

Los beneficios de la consolidación transfronteriza son bien conocidos. Los ahorradores tendrían más opciones de inversión, habría más fuentes de financiación disponibles para las empresas y mejoraría la diversificación de riesgos, disminuyéndose de esta forma los riesgos idiosincráticos para bancos y fondos soberanos. Es más, se disociaría el consumo nacional del ingreso nacional. Un mercado bancario europeo consolidado permitiría también nuevas oportunidades y nuevos modelos de negocio. Incluso existen ventajas relacionadas con el comercio para las fusiones transfronterizas. Aunque se

³⁴ Véase Danièle Nouy 2017, *Too much of a good thing? The need for consolidation in the European banking sector*. 27 de septiembre. O Andrea Enria, *The banking union - a personal view on its past, present and future*, 30 de octubre de 2019.



supone con frecuencia que las consolidaciones son sobre todo defensivas, la evidencia demuestra que fusiones y adquisiciones son fundamentalmente procíclicas, ya que las fusiones implican riesgos y son mucho más frecuentes durante periodos de fuerte confianza y desempeño económicos, cuando también existe una probabilidad más alta de conseguir rentabilidades elevadas.³⁵

Frente a estos antecedentes teóricos, económicos y financieros para la consolidación, este capítulo presenta una extensa lista de obstáculos políticos. En particular, el distinto trato político y jurídico de los bancos de propiedad privada y los de propiedad estatal, sus distintos objetivos de rentabilidad de los recursos propios y sus diferentes estructuras de gobierno, “lo cual dificulta la adquisición de bancos públicos y cooperativos”. Se trata de modelos bancarios especialmente frecuentes en algunos países centrales que, a pesar de la crisis, han logrado evitar una profunda reestructuración de su sistema bancario. De modo similar, las diferentes tenencias de deuda soberana nacional se explican en parte por “la escasez y la provisión asimétrica de activos seguros libres de riesgo”. Sin embargo, tal vez el mayor obstáculo político haya sido y todavía siga siendo, como se ha analizado extensamente en este informe, la falta de acuerdo para completar la Unión Bancaria Europea.

La fragmentación de los mercados financieros europeos es el resultado de decisiones políticas que mantienen importantes obstáculos regulatorios. Los Estados miembros aplican medidas estrictas de capital y liquidez a sucursales y filiales, y no al grupo bancario.³⁶ La propuesta de la Comisión Europea de otorgar *waivers* de capital a los grupos bancarios intra europeos habría solucionado este punto, pero el Reglamento europeo sobre Requisitos de Capital, CRR, no la incluyó finalmente. Los autores también argumentan con razón que la regulación bancaria internacional debería tratar a la Unión Europea como una jurisdicción y un área geográfica única; por ejemplo, a la hora de calcular los recargos de capital de los bancos de importancia sistémica global. Para finalizar, sigue habiendo incertidumbre en cuanto al momento y el modo en que se aplicarán nuevas normativas. La implementación de la revisión fundamental de la cartera de negociación (FRTB por sus siglas en inglés), del paquete final Basilea III³⁷, la adopción de los requisitos de TLAC,³⁸ las medidas de compartimentación domésticas y la capacidad de decisión nacional sobre las medidas macro prudenciales, son buenos ejemplos de ello.

³⁵ BCE 2018, *Financial Integration in Europe*, mayo de 2018

³⁶ Luis de Guindos 2018, “Euro area banking sector: current challenges”, 15 de noviembre de 2018

³⁷ Boer y Portilla destacan que los cálculos de la EBA publicados en agosto de 2019 concluyeron que, bajo suposiciones conservadoras, la implementación completa de Basilea III aumentaría los requisitos de capital mínimo para los bancos europeos en un 24,4% de media, un déficit agregado de unos 135.100 millones de euros. Se trata de un impacto significativamente más elevado que el de otras jurisdicciones.

³⁸ Hasta ahora, la UE es la única jurisdicción que ha elegido un 90% para calibrar el TLAC, y un 100% para los bancos de la UE. Hong Kong, el Reino Unido y los EE.UU. han propuesto calibrar el TLAC en el extremo más bajo del intervalo acordado de 75%-90%.



El capítulo final del Anuario concluye que las decisiones políticas tendrán un papel significativo para provocar cambios en la industria y reducir la fragmentación financiera en Europa. Si las autoridades consideran conveniente la consolidación bancaria, e incluso necesaria para asegurar la solvencia, rentabilidad y sostenibilidad de las instituciones financieras, y del sistema en conjunto, las políticas deben cambiar. Debe prevalecer una perspectiva paneuropea y la Unión Bancaria debe culminarse con urgencia. De lo contrario, persistirán las vulnerabilidades, se consolidará la fragmentación y se convertirá en una característica estructural del mapa financiero europeo. Todo ello en detrimento de la ciudadanía europea, incapaz de recoger todos los beneficios potenciales del euro.

3. LAS 10 LECCIONES EUROPEAS DE LOS 20 AÑOS DEL EURO

Este Anuario se ha diseñado como un “Policy paper” y ha sido concebido para ilustrar e influir sobre el debate europeo sobre la naturaleza, las carencias e implicaciones de la Unión Europea Monetaria. Sobre esta base, hemos seleccionado autores y temas para reflejar las distintas posturas en los debates políticos relevantes en la actualidad. Nunca hemos perseguido la unanimidad, ni siquiera el acuerdo fundamental en nada más que la necesidad de completar el proyecto del euro para convertirlo en estable y permanente. Las cuestiones están sobre la mesa, hay abundancia de opiniones y propuestas. La discusión se encuentra ya en el nivel político y de toma de decisiones, dado que los economistas hemos agotado nuestros argumentos y capacidad de persuasión. Este es el cambio fundamental, positivo, respecto a ediciones anteriores.

Sin embargo, el compromiso político necesario, lo que hemos llamado la “gran negociación” sobre completar la UEM, todavía parece demasiado distante. El euro a sus 20 años sigue pareciendo un niño necesitado de cuidados, creciendo poco a poco para enfrentarse a la realidad. Es costumbre terminar el Anuario con las diez lecciones del año. Esta vez hemos optado por un horizonte más amplio, por enfocarnos en cómo debería ser el euro. El motivo es que tener claro el destino, el dibujo final, el “estado estacionario” facilita encontrar el camino y el acuerdo y trazar la hoja de ruta necesaria. Es lo que hemos intentado en esta sección final.

Primera, culminar el euro necesita acciones decisivas. El aplazamiento ya no es una opción, ni política ni económica. Desde el punto de vista político se ha abusado de las grandes y vacías declaraciones de principios y la ciudadanía se está alejando del proyecto europeo, tentada por el populismo. Europa necesita dirección y liderazgo. ¿Lo proporcionará la nueva Comisión? Desde el punto de vista económico, mientras la ralentización actual parece solo cíclica, el entorno exterior se ha convertido en más exigente que nunca. Europa corre el riesgo de quedarse marginada económicamente en un mundo cada vez más bipolar. El poder blando europeo, un mundo multilateral de reglas, no puede desplegarse con éxito sin una fuerte cohesión interna. Reforzar el papel de Europa y del euro en la economía global no es posible sin antes haber culminado la unión bancaria y fiscal. Ya se han diagnosticado con creces los cambios necesarios. Siempre existirá cierto desacuerdo sobre los detalles técnicos y distintas sensibilidades nacionales sobre los



méritos relativos de las distintas opciones, pero existe un gran consenso técnico sobre la arquitectura de una unión monetaria estable, a pesar de que existen distintas interpretaciones legítimas sobre cómo lograrla. La hoja de ruta está sujeta a la negociación; el resultado final no puede estarlo.

Segunda, la economía europea necesita crecimiento económico. El estancamiento es una amenaza real. El bajo crecimiento de la productividad, una población que envejece rápidamente y una cierta pérdida de ambición y liderazgo tecnológico se han conjurado para reducir el producto potencial. Las políticas industriales y de competencia necesitan redefinirse a escala europea. La liberalización del mercado de trabajo es obligatoria. Las políticas de inmigración deben vincularse a la economía. El Estado del bienestar europeo debe repensarse. El maltusianismo está reviviendo como consecuencia de una cierta histeria medioambiental. El cambio climático es un hecho y exige políticas inteligentes que combinen crecimiento, creación de puestos de trabajo, estabilidad fiscal y los incentivos adecuados, y sobre todo coordinación internacional. Sin crecimiento, las políticas de inclusión y redistribución solo crean confrontación, dentro de cada uno de los países y entre los países de la Eurozona. Esto solo debilitaría a la Unión.

Tercera, la prevista revisión estratégica de la política monetaria es una buena noticia. Debe ser ambiciosa e ir más allá de los cambios menores sobre cómo y durante cuánto tiempo deberá medirse el objetivo de inflación. El BCE debe repensar su función de reacción y las ponderaciones relativas de inflación, desempleo, crecimiento y estabilidad financiera. Debe mostrar humildad y reconocer que la globalización, la digitalización y el envejecimiento de la población son fuerzas estructurales muy potentes que impulsan la desinflación pero son temporales. Son fuerzas para las que la política monetaria, sin importar cuán poco convencional pueda llegar a ser, es una respuesta débil. Y debe reconocer que un periodo largo de tipos de interés negativos no solo perjudica al sistema financiero, sino también a la economía real. Facilita el crecimiento del endeudamiento, distorsiona las valoraciones del riesgo y crea una peligrosa dependencia de los mercados financieros respecto al banco central, una nueva forma de riesgo moral. La política monetaria es un pobre sustituto de las políticas estructurales.

Cuarta, la Unión Europea necesita reducir su dependencia del BCE como el único instrumento de política económica, la única autoridad económica dispuesta y capaz de operar a escala europea. El activismo amenaza a la independencia del Banco Central, ya que se está convirtiendo en una institución casi-fiscal. El intento decidido de usar la política monetaria para la descarbonización de la economía europea es un ejemplo perfecto. Las decisiones fiscales y políticas, sin importar cuán relevantes o urgentes, no son el reino de la política monetaria, ni deberían serlo jamás. Disfrazar la decisión política como una cuestión crítica desde el punto de vista macro es una vía ya transitada por muchos bancos centrales y que llevó a su uso y abuso político. El BCE debe contener su alcance y preocuparse por su eficiencia. Para ello, necesita una contraparte fiscal.

Quinta, la Eurozona necesita definir y aplicar su política fiscal. Desarrollar una capacidad fiscal y las instituciones y gobernanza fiscal adecuados para la Unión no puede esperar. Ya se ha perdido mucho tiempo. La inacción siempre se ha justificado por la falta de progreso suficiente en la reducción de riesgos. La reciente aprobación del



instrumento presupuestario de convergencia y competitividad (IPCC) queda muy lejos del mecanismo de estabilización de carácter macrofinanciero necesario. Además se echan en falta detalles operativos esenciales. Continúan los debates sobre la simplificación de las normas fiscales en la Eurozona, mientras la implementación cada vez es más discrecional. No se han realizado avances en la creación de instituciones fiscales en la Zona Euro a fin de conceder legitimidad al necesario proceso de transferencia de soberanía en materia de política fiscal. No hay nada acerca de la creación de un Tesoro del Euro. No se ha realizado progreso alguno con el activo europeo libre de riesgo, un elemento esencial de la política monetaria normalizada con obvias implicaciones fiscales. Parece que la Eurozona esté esperando a la próxima crisis antes de realizar pasos serios hacia la Unión Fiscal.

Sexta, los mecanismos de prevención y resolución de crisis de la Unión, a pesar de su reforma, siguen siendo insuficientes. El Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) no puede ser un procedimiento multinacional, externo a la UE, que se asimile a un FMI europeo. No puede estar sujeto al control político nacional, ni a procesos presupuestarios ni asignaciones *ad hoc*. Requiere una institución de la UE con capacidad ilimitada, con acceso directo al crédito y al dinero de los contribuyentes para ser creíble en tiempos de crisis o para enfrentarse a debilidades en un país grande. Su vinculación con el mecanismo de resolución bancaria también es controvertida y solo puede ser temporal. En cada gran jurisdicción, las autoridades de resolución bancaria tienen acceso directo a financiación, si así lo necesitan. Especialmente después de que el Mecanismo y Fondo de Resolución se financia directamente mediante un gravamen a las entidades bancarias, y por tanto el acceso al contribuyente es una posibilidad de última instancia.

Séptima, también falta hacer progresos en la Unión Bancaria. El Sistema Europeo de Garantía de Depósitos se ha vuelto a posponer *sine die*. Es un juego peligroso que retrasa la creación de igualdad de condiciones para los bancos de la Zona Euro, prolonga la fragmentación financiera y confía demasiado en la complacencia de los mercados y la disposición del BCE a seguir actuando como el creador de mercado y fijador de precios. El riesgo de redenominación no desaparecerá hasta que no se apruebe un Sistema Europeo de Garantía de Depósitos. Precisamente porque la incapacidad de ponerlo en marcha refleja de forma demasiado evidente la falta de voluntad y compromisos de algunos Estados miembros para mutualizar el riesgo bancario en la Eurozona. Esta es una característica necesaria de cualquier unión monetaria con aspiraciones de durabilidad.

Octava, la consolidación transfronteriza de la industria bancaria europea es una consecuencia deseable de la unión monetaria. Una respuesta lógica de las instituciones financieras a su reducida rentabilidad en un mundo de competidores digitales, clientes empoderados y tipos de interés muy bajos durante mucho tiempo. Sin embargo, no se produce porque quedan obstáculos legales y políticos y desincentivos regulatorios. La Unión Europea no se ha mostrado dispuesta ni capaz, desde un punto de vista supervisor y regulatorio, de tratar las transferencias transfronterizas de capital y liquidez en la Zona Euro, dentro de filiales y sucursales bancarias exactamente igual que las transferencias dentro de un mismo país en cuanto a las provisiones de riesgo y los recargos de capital. ¿Cómo puede esperar que otras jurisdicciones lo hagan? ¿Y cómo puede nadie esperar



que los bancos actúen como si existiera, y fusionarse y operar de manera transfronteriza? ¿Por cuánto tiempo puede sobrevivir la unión sin bancos minoristas a escala europea?

Novena, la fragmentación del sistema financiero europeo sigue siendo una realidad. A pesar de las reformas y las mejoras recientes, los sesgos nacionales al ahorro y la inversión siguen siendo omnipresentes. Los movimientos transfronterizos de capital dentro de la UEM no han alcanzado los niveles vistos antes de la crisis. Parte de esto puede ser un reflejo de la creciente renacionalización de la política y la economía europeas. En este sentido, las autoridades monetarias poco pueden hacer. Sin embargo, hasta cierto punto, la fragmentación todavía es un daño colateral de la falta de voluntad por culminar la Unión Bancaria, de la aplicación insuficiente del *Single Rule Book*, de la falta de progreso en el reparto de riesgos, de una implementación dubitativa y poco ambiciosa de las políticas existentes en materia de supervisión y resolución. Esto se añade a las vulnerabilidades de la Eurozona, complica su estabilidad y priva a los ciudadanos europeos de los beneficios de acceder a un gran mercado financiero único; en consecuencia, se convierte a la unión monetaria en una institución menos accesible y poco popular.

Décima, la digitalización del sistema financiero es un hecho. Ya está cambiando la forma de pensar en el dinero, la política monetaria y la banca. Y pronto va a cambiar la forma en que se realizan las operaciones de política monetaria y funciona la banca. Las autoridades europeas están reaccionando a este nuevo entorno intentando lograr un equilibrio adecuado entre fomentar la innovación y asegurar la estabilidad y la igualdad de trato. Los beneficios de la innovación financiera son claros en la mejora del sistema de pagos, en particular de los pagos minoristas transfronterizos, y para fomentar la inclusión financiera y aumentar las opciones de ahorro e inversión. Sin embargo, los costes en términos de seguridad, transparencia y protección del consumidor y de privacidad de los datos son también importantes. Las monedas digitales de bancos centrales son un campo prometedor digno de estudio, pero el riesgo para la estabilidad financiera y para el papel fundamental de la banca comercial en la titularidad de los depósitos y la concesión de créditos son demasiado grandes para ignorarlos; estando demasiado presente el camino hacia la servidumbre del banco central.

PARTE I
ENTORNO POLÍTICO, ECONÓMICO Y FINANCIERO



1. EL NUEVO CICLO POLÍTICO DE BRUSELAS: ¿QUÉ PODEMOS ESPERAR?

**JOSÉ IGNACIO TORREBLANCA Y PAWEL ZERKA¹,
EUROPEAN COUNCIL OF FOREIGN RELATIONS**

1.1. EXTRACTO

La nueva Comisión se ha fijado una agenda ambiciosa, tanto hacia adentro como hacia fuera.

Puertas adentro, su objetivo es restablecer la conexión con los ciudadanos e inducir el aislamiento o la marginalización de unas fuerzas populistas que han cuestionado profundamente el proyecto de integración de Europa en los últimos 10 años. Además, tiene la intención de corregir el atraso digital en que se encuentra Europa en relación con EE. UU. y China, que se considera una de las mayores debilidades que amenazan a la economía europea. Su objetivo es garantizar el progreso mínimo que asegure la transición con éxito de Europa hacia una economía verde. En lo que a la legislación se refiere, la Comisión ha redoblado el compromiso manifestado por la Comisión de Jean Claude Juncker de reducir la burocracia, estableciendo el ambicioso y difícil objetivo de eliminar dos normas existentes por cada nuevo reglamento que se introduzca.

Puertas afuera, la Comisión quiere abordar el reto planteado por el aumento del proteccionismo, el unilateralismo y el nacionalismo ampliando sus capacidades en términos de política exterior y de seguridad, además de adoptar una perspectiva más estratégica sobre la dimensión geopolítica de aspectos como el comercio, el euro, la inversión y los mercados. Hasta ahora, el crecimiento y el bienestar de Europa se han apoyado en la existencia de un orden multilateral abierto y basado en normas. Sin embargo, ese orden se está viendo cada vez más presionado por la reaparición de la competencia de grandes potencias y las medidas corrosivas de los actuales líderes de EE. UU., China y Rusia. Casi

¹ José Ignacio Torreblanca es director de la oficina de Madrid del European Council on Foreign Relations (ECFR), Pawel Zerka es coordinador de programa European Power del ECFR.



todos los aspectos en los que se sostiene la globalización (comercio, inversión, divisas, tecnología, migración) se están empleando como armas y se han convertido en elementos de competencia geopolítica.

El mandato de la nueva Comisión es claro: recuperar a la ciudadanía, garantizar el éxito de la transición hacia una economía verde y digital y corregir la trayectoria de descenso del peso y el papel de Europa en el mundo. Es importante señalar que las dimensiones externa e interna de esa agenda deben considerarse dos caras de una misma moneda. No obstante, queda por ver si Ursula von der Leyen y su equipo serán capaces de afirmar su liderazgo en la UE en un contexto de creciente fragmentación política en el Consejo, el Parlamento Europeo y los propios Estados miembros.

Dos eventos en particular serán los primeros en poner a prueba tanto su liderazgo como la relación entre la Comisión, el Parlamento y el Consejo: las negociaciones del marco financiero plurianual (MFP) de la UE, que entran en una fase decisiva, y el Reino Unido, que abandonará el grupo a finales de enero de 2020, dos situaciones que propician el intento por los Estados miembros de mayor tamaño de fortalecer su posición en las luchas de poder de la UE. Con todo, en este momento parece que Bruselas se fortalecerá en este nuevo ciclo político de la UE, con la consiguiente frustración de aquellos Estados miembros que están más habituados al método intergubernamental.

Palabras clave: Comisión Europea; Geopolítica; Opinión pública, Multilateralismo; Nuevo acuerdo ecológico; Revolución digital; Soberanía europea.

1.2. INTRODUCCIÓN

La nueva Comisión se ha fijado una agenda ambiciosa, tanto hacia adentro como hacia fuera.

Puertas adentro, su objetivo es restablecer la conexión con los ciudadanos e inducir el aislamiento o la marginalización de unas fuerzas populistas que han cuestionado profundamente el proyecto de integración de Europa en los últimos 10 años. Además, tiene la intención de corregir el atraso digital en que se encuentra Europa en relación con EE. UU. y China, que se considera una de las mayores debilidades que amenazan a la economía europea. Su objetivo es garantizar el progreso mínimo que asegure la transición con éxito de Europa hacia una economía verde. En lo que a la legislación se refiere, la Comisión ha redoblado el compromiso manifestado por la Comisión de Jean Claude Juncker de reducir la burocracia, estableciendo el ambicioso y difícil objetivo de eliminar dos normas existentes por cada nuevo reglamento que se introduzca.

Puertas afuera, la Comisión quiere abordar el reto planteado por el aumento del proteccionismo, el unilateralismo y el nacionalismo ampliando sus capacidades en términos de política exterior y de seguridad, además de adoptar una perspectiva más estratégica sobre la dimensión geopolítica de aspectos como el comercio, el euro, la inversión y los mercados. Hasta ahora, el crecimiento y el bienestar de Europa se han apoyado en la existencia de un orden multilateral abierto y basado en normas. Sin embargo, ese orden se está viendo cada vez más presionado por la reaparición de la competencia de grandes



potencias y las medidas corrosivas de los actuales líderes de EE. UU., China y Rusia. Casi todos los aspectos en los que se sostiene la globalización (comercio, inversión, divisas, tecnología, migración) se están empleando como armas y se han convertido en elementos de competencia geopolítica.

Así, el mandato de la nueva Comisión es claro: recuperar a la ciudadanía, garantizar el éxito de la transición hacia una economía verde y digital y corregir la trayectoria de descenso del peso y el papel de Europa en el mundo. Si duda, es un enorme desafío. ¿Se ganará? Veamos cómo podrían evolucionar los retos nacionales e internacionales a los que se enfrenta la Comisión.

1.3. UNA COMISIÓN GEOPOLÍTICA

Cuando asumió su cargo en 2014, el presidente Juncker anunció que la suya iba a ser una Comisión “política”. Lo que quería decir es que la Comisión iba a dejar de considerarse meramente un órgano tecnocrático, encargado de mantener los Tratados y encontrar soluciones técnicas o legislativas para dar respuesta a las necesidades y las demandas de los Estados miembros reunidos en el Consejo, como había actuado en general la Comisión Europea tras la salida de Delors. Y, efectivamente, fue política, especialmente cuando el enérgico Vicepresidente de Junckers, el socialista Frans Timmermans, asumió la lucha sobre los valores de la UE con Polonia y Hungría y puso en marcha el proceso de sanciones contemplado por el artículo 7 del Tratado de la UE. En ese momento, la Comisión no solo trasladó a la primera línea de sus medidas la batalla contra las fuerzas populistas y antiliberales existentes en el seno de la UE, sino que también se aseguró de que las elecciones de 2019 se celebrarían al amparo del tema más emocional de los valores democráticos de la UE y la lucha contra el nacionalismo y el populismo. A juzgar por los malos resultados de las fuerzas antieuropeas y el aumento de movilización de los votantes, que se tradujo en una inversión de la histórica tendencia bajista de las elecciones al Parlamento Europeo (PE), se diría que la politización consiguió su objetivo, al menos en parte, e hizo que algunos ciudadanos se reconciliaran con el proyecto de la UE y, lo que es aún más importante, con sus instituciones.

Sin duda, la nueva Comisión dará nuevos pasos hacia la politización y la política, y esa situación se dejará sentir especialmente en el frente de las relaciones exteriores, un contexto en el que la UE se ve atenazada por los acontecimientos geopolíticos actuales.

En la historia de la UE, los principales retos planteados a los europeos han tenido un origen interno. Su prosperidad se ha basado más en su capacidad de reconciliar a sus miembros, superar el pasado, abrir sus fronteras, derribar las barreras a la libre circulación de bienes, capital, servicios y personas y establecer una moneda común que en su habilidad para relacionarse con el resto del mundo. De hecho, en el siglo pasado se acusó con frecuencia a la Comunidad Europea de ser una fuerza proteccionista que socavaba regímenes comerciales, como el Acuerdo General sobre Aranceles Aduaneros y Comercio (GATT), con sus elevados aranceles y sus subsidios a las exportaciones. Hasta hace muy poco, la UE no contribuyó demasiado a sostener el orden económico multila-



teral del que tanto se beneficiaba, como lo ilustra la acusación de “Fortaleza Europa” que se le achacó hasta la década de 1990, cuando se lanzó el Acta Única Europea para impulsar un proceso de reforma y apertura que completara el mercado único e hiciera realidad los cuatro aspectos del libre movimiento: bienes, capital, trabajadores y servicios.

Hoy, la situación es muy distinta, ya que muchos de los problemas que sufre la UE surgen de dinámicas cuyo origen se encuentra fuera de sus fronteras y de su control. Por ejemplo, el cambio climático, que es una de las prioridades que se ha establecido la nueva Comisión. Aunque la UE tenga éxito en lograr sus objetivos de descarbonización y transición hacia una economía limpia, su esfuerzo no logrará evitar el calentamiento global si EE. UU., China, la India y otras economías mundiales no se embarcan en la tarea o incumplen sus compromisos de reducción de emisiones. Eso significa que (como está ocurriendo en el ámbito digital, donde la UE, casi imperceptiblemente, se ha convertido en una superpotencia reguladora capaz de establecer normas globales de privacidad y de exportar con éxito sus normas sobre competencia a las grandes empresas multinacionales que dominan el mercado digital) la UE debe decidir muy cuidadosamente cómo utilizar el potencial de su normativa y reglas de mercado internas para diseñar los incentivos que harán falta para atraer a otros países al tablero de juego, así como las multas que será capaz de imponer (impuestos al carbono, límites al comercio o la inversión) a quienes no estén dispuestos a jugar y a alinear las políticas con los objetivos de la Declaración de París.

Tanto la seguridad de Europa como la prosperidad europea se están viendo amenazadas en este momento por el unilateralismo y el proteccionismo. Si la política exterior de Trump está minando sistemáticamente el sistema de seguridad transatlántico establecido por el Tratado de la OTAN y su artículo 5, además de introducir riesgo y tensiones en cuestiones de vital importancia para Europa (como el acuerdo nuclear con Irán o el conflicto palestino-israelí), sus políticas también están socavando instituciones económicas multilaterales clave, especialmente a la OMC, y toda una serie de tratados que van del control de armas al cambio climático.

Cada día que aumenta el proteccionismo y se erosiona más el orden multilateral basado en normas, la UE descubre cómo su bienestar y su prosperidad, que descansan básicamente en el buen funcionamiento del mercado único, dependen de que ese orden se sostenga o, cuando las cosas empeoran, de su capacidad de preservar sus intereses frente a los intentos de otras grandes potencias de imponerle políticas unilaterales o, incluso, de imponer ella misma costes simétricos o disuasorios a quienes intentan someterla de algún modo. No sorprende que el mandato encomendado al nuevo alto representante de la Unión Europea para Asuntos Exteriores y Política de Seguridad (AR), Josep Borrell, por la presidenta de la Comisión, Ursula van den Leyden, incluya una clara línea sobre la defensa del multilateralismo. En su carta de misión al AR, la Presidenta declaró que no solo está en nuestro ADN, sino que también es el único modo de garantizar que la globalización proceda de forma justa e inclusiva en beneficio de Europa y del resto del mundo.

Dado que el unilateralismo y las guerras comerciales (que los europeos no han buscado ni deseado) imponen un coste negativo a los intereses económicos de Europa, a sus



ciudadanos no les queda otra opción que “aprender a usar el idioma del poder”, como dijo claramente Borrell en su discurso de presentación ante el Parlamento Europeo. De hecho, resulta revelador que los europeos hayan empezado a hablar abiertamente de un concepto que se suponía que había de superarse con la integración europea: soberanía.

El presidente de Francia, Emmanuel Macron, fue quien volvió a poner en circulación el concepto de soberanía, utilizado sobre todo por los antieuropeístas y, habitualmente, con displicencia por los proeuropeístas. Sin embargo, como suele ocurrir con los partidos populistas radicales, que no dudan en pasar por encima de las trincheras enemigas y disputarles sus conceptos por excelencia (democracia o laicismo, por ejemplo), Macron ha tratado de robar a los populistas el concepto de soberanía para adjudicarle una escala europea y posibilitar su uso por las fuerzas proeuropeístas. Como declaró en su discurso de 26 de septiembre de 2017 en la Sorbona, pese a lo que aducen los nacionalistas, solo Europa puede garantizar una auténtica soberanía que proteja a sus ciudadanos: “La vía para asegurar nuestro futuro es la de la reconstrucción de una Europa soberana unida y democrática”.

Concretamente, Macron mencionó seis dimensiones de soberanía: la primera, la seguridad, que según dijo requeriría, entre otras cosas, el fortalecimiento del sector de defensa de Europa; la segunda, mejores políticas de inmigración y control de fronteras; la tercera, una política exterior más fuerte y unida; la cuarta, garantizar el éxito de la transición ecológica; la quinta, conseguir la soberanía digital promocionando a las grandes empresas digitales de Europa; y la sexta y última, “el poder económico, monetario e industrial”². Un poder económico a largo plazo que permita a Europa competir con EE. UU. y China, dijo Macron en La Sorbona, “solo puede construirse en torno a una moneda única”, una idea que explicó más por extenso en el Parlamento Europeo el 17 de abril de 2018 para incluir la defensa de los sectores estratégicos del comercio, la inversión y la energía de Europa³.

Las propuestas de “soberanía europea” de Macron han generado una gran controversia. Hay quienes han cuestionado la necesidad de utilizar un término tan cargado de connotaciones y se han refugiado en otro más seguro: “autonomía estratégica”. En cualquier caso, el llamamiento a la acción y a una mayor capacidad de actuar se ha incorporado al debate europeo y ha encontrado hueco entre las prioridades de la nueva Comisión Europea.

Este hecho se hizo evidente en la declaración de apertura de Ursula von der Leyen de 16 de julio de 2019 en el Parlamento Europeo⁴ y en su carta de misión al AR Josep

² “Initiative for Europe”. Discurso de M. Emmanuel Macron, Presidente de la República Francesa. París, 26 de septiembre de 2017. Service de Presse de la Présidence de la République. https://www.diplomatie.gouv.fr/IMG/pdf/english_version_transcript_-_initiative_for_europe_-_speech_by_the_president_of_the_french_republic_cle8de628.pdf

³ Discurso de Emmanuel Macron, Presidente de la República Francesa, en el Parlamento Europeo, el 17 de abril de 2018. <https://www.elysee.fr/emmanuel-macron/2018/04/17/speech-by-emmanuel-macron-president-of-the-republic-at-european-parliament.en>

⁴ https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/speech_19_4230



Borrell, que establecía las directrices políticas de la Comisión y conminaba a Europa a ser asertiva en el mundo en defensa de sus valores y sus intereses (“Creemos en el multilateralismo porque funciona. Nos aporta seguridad, prosperidad y una mayor capacidad de aprovechar al máximo las grandes transiciones de nuestro tiempo”). También fue obvio cuando habló de “soberanía tecnológica”⁵ y, de un modo aún más significativo, cuando lanzó el concepto de una “Comisión geopolítica”⁶.

¿A qué se refería exactamente la presidenta Von der Leyen con ese concepto? En primer lugar, a tomar conciencia del hecho de que “nuestro trabajo interno y externo son las dos caras de una misma moneda”. En segundo lugar, a “fortalecer la capacidad de la Unión de actuar con autonomía y promover sus valores e intereses en el mundo”. En tercer lugar, a garantizar “que nuestros instrumentos financieros externos se utilicen estratégicamente, contribuyan a nuestros objetivos políticos en general y mejoren el liderazgo y la influencia de Europa en el mundo”.

Como señalan algunos observadores, su énfasis en los instrumentos económicos (aunque también puso sobre la mesa la llamada “Unión Europea de Defensa”) supone que, en realidad, puede estar hablando de una Comisión geoeconómica, más que de una Comisión geopolítica. Como han escrito Jana Puglierin y Niklas Helwig: “En lugar de fortalecer la política exterior y la diplomacia tradicionales de la UE, la próxima Comisión se propone reforzar la presencia de Europa en aquellas áreas en las que la UE es más fuerte y cuenta con una auténtica ventaja competitiva [...] La UE no puede escapar a la tendencia de aumento de la competencia global; debe afilar su espada económica”⁷.

Dicho de otro modo, la UE se siente vulnerable en el extranjero. Ve cómo algunos de sus principales valores e intereses están siendo amenazados por el deterioro del orden internacional basado en normas y el aumento del proteccionismo y la competencia de las grandes potencias. Y observa cómo otros países, especialmente EE. UU., China y Rusia, se dedican a emplear sus economías como armas de competencia geopolítica. Cuando el comercio, las divisas, la inversión, las sanciones, la política de competencia y los temas digitales se convierten en munición, la Comisión se ve participando en un gran juego de poder con una mano atada a la espalda y siente que ha llegado el momento de cambiar esa situación de un modo fundamental. ¿Cómo? Intentando vincular mejor las políticas económicas internas con la política exterior y de seguridad (una frase que Borrell resumió acertadamente en su declaración de que “La Unión Europea debe aprender a usar el idioma del poder” y que “La geopolítica empieza en casa”).

⁵ https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP_19_5542

⁶ https://ec.europa.eu/commission/sites/beta-political/files/mission-letter-josep-borrell-2019_en.pdf

⁷ <https://dgap.org/en/think-tank/publications/further-publications/europes-geo-economic-commission>



1.4. RECUPERAR A LA CIUDADANÍA

Además de la racionalidad geopolítica que domina las prioridades de la nueva Comisión Europea, también existe un argumento de política interna que subyace a la reorganización de las prioridades de la UE en el nuevo ciclo institucional del grupo.

Los votantes europeos han dado un claro mensaje a los nuevos líderes europeos: esperan un “cambio” y quieren que la UE “cumpla” sus expectativas. Por primera vez en su historia, los dos principales grupos políticos de la UE (EPP y S&D) consiguieron menos de la mitad de los escaños del nuevo Parlamento Europeo, en parte porque los votantes los castigaron por sus posturas poco decididas sobre cuestiones tales como el cambio climático, la emigración o el estado de derecho. Al mismo tiempo, ganaron importancia dos grupos inequívocamente proeuropeístas (Liberales y Verdes). Pero también se hicieron más fuertes otros partidos antieuropeístas diversos, que obtuvieron casi un tercio de los escaños. Y todo esto ocurrió con una impresionante participación del 51% (un aumento de 9 puntos porcentuales respecto a 2014).

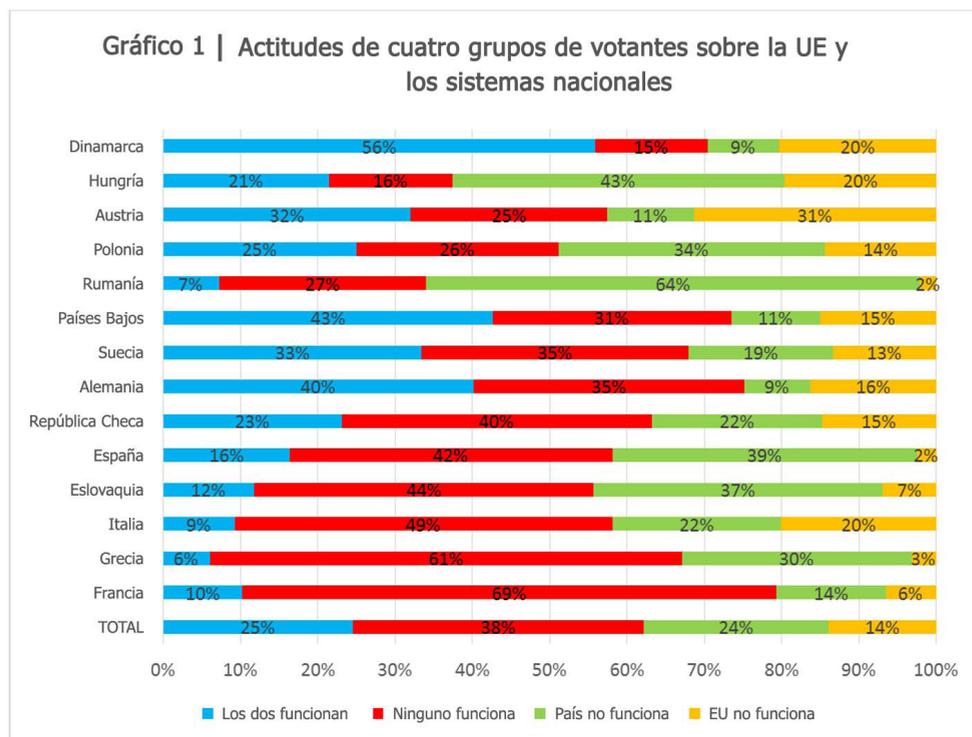
A juzgar por lo anterior, lo expresado en las urnas por los votantes puede parecer contradictorio. Por una parte, se sienten cada vez más frustrados por la política en general, incluida la de la UE. En los 14 países que participaron en el sondeo preelectoral del ECFR⁸, un 38% de los encuestados creía que ni la UE ni su sistema político nacional funcionaban, mientras que solo un 25% consideraba que ambos funcionaban bien [Gráfico 1]. Por otra parte, los votantes también son cada vez más conscientes de que cumplir sus numerosas expectativas de política requeriría algo más que iniciativas únicamente nacionales. Según la encuesta postelectoral realizada por el ECFR en 6 Estados miembros de mayor tamaño⁹, un 69% de los votantes opina que las que consideran las mayores amenazas para Europa tendrían que abordarse únicamente por la UE o a escala tanto nacional como europea [Gráfico 2]. Este dato difiere considerablemente según el tema: por ejemplo, existe una gran resistencia entre los europeos a aceptar que la emigración deba ser gestionada por alguien distinto de su gobierno nacional. Pero, en general, en cada uno de los temas hay una mayoría que reconoce la necesidad de abordar cuestiones clave a escala (al menos parcialmente) europea.

Ursula von der Leyen puede haber comprendido que, para ella, esa mezcla paradójica de altas expectativas y creciente impaciencia del electorado europeo constituye tanto un desafío como una oportunidad. Concretamente, puede proporcionarle más margen para dar forma a la agenda de la UE, siempre que pueda argumentar que ha recuperado apoyo de los ciudadanos para el proyecto europeo. Aunque el nombramiento de un “Comisario de Modo de Vida Europeo” encargado de gestionar varios puntos sensible de la agenda, como la emigración, puede parecer una salida en falso, resultó revelador oírle

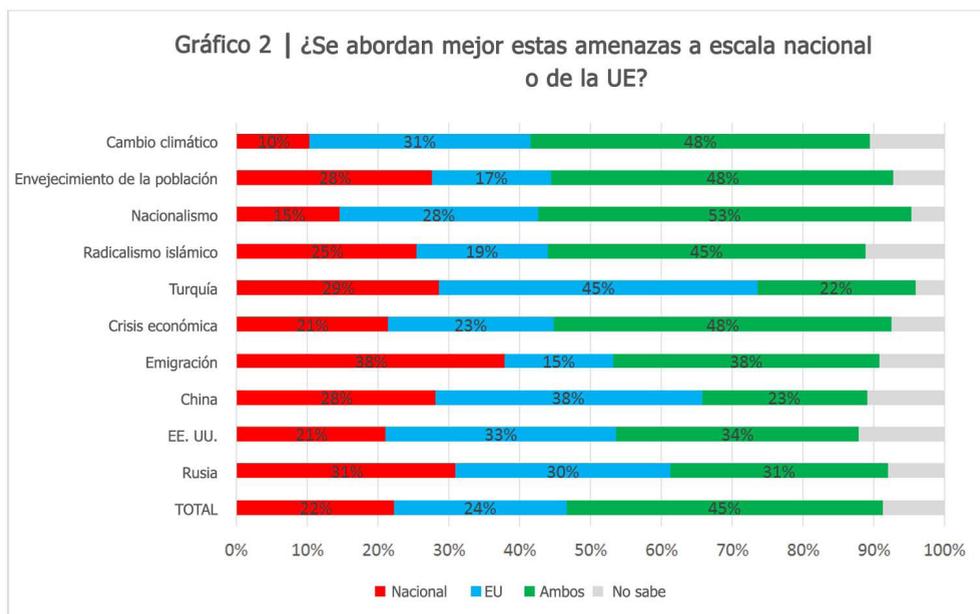
⁸ I. Krastev, M. Leonard, S. Dennison, *What Europeans really want: five myths debunked*, Informe de Política del ECFR, abril de 2019.

⁹ S. Dennison, P. Zerka, *The 2019 European election: How anti-Europeans plan to wreck Europe and what can be done to stop it*, Documento de Política del ECFR, febrero de 2019.

explicar que su intención había sido reclamar de los populistas el concepto del modo de vida europeo¹⁰. Al mismo tiempo, sus cartas de misión a los futuros Comisarios contenían distintas promesas (como las de buscar mayor transparencia en la política comercial, introducir un principio de “entra uno, sale otro” en la legislación de la UE o reabrir el debate sobre listas transnacionales en las elecciones al Parlamento Europeo) que, de tener éxito, podrían fortalecer la credibilidad de la UE a los ojos de los votantes europeos.



¹⁰ Z. Sheftalovich, *Von der Leyen on 'European way of life': We can't let others 'take away our language'*, Politico, 16 de septiembre de 2019.



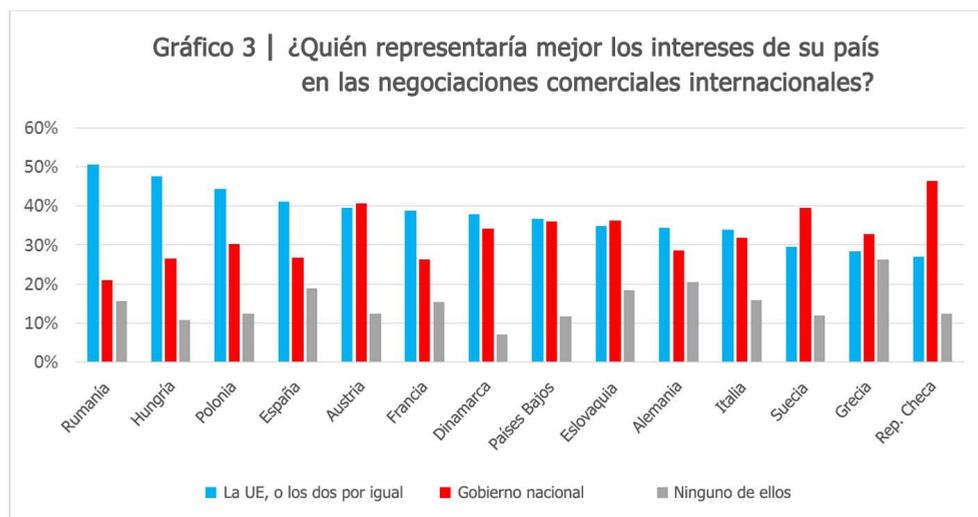
El hecho de que la nueva Comisión haya colocado el “nuevo acuerdo ecológico” en un lugar predominante de la agenda también puede considerarse una respuesta a las expectativas populares, y no solo a las presiones y las urgencias del contexto ecológico. Según el análisis postelectoral del ECFR, el 62% de los nuevos diputados representan a partidos que, durante la campaña electoral, prometieron más cooperación europea sobre el cambio climático; de modo similar, un 56% representa a quienes defienden avanzar en la transición de la UE hacia una economía baja en emisiones. Ningún otro tema (salvo la defensa de la democracia y el estado de derecho en la UE, con un 65%) ha obtenido tanto apoyo, a juzgar por los destinatarios del respaldo de los votantes en mayo de 2019¹¹.

De modo similar, la política exterior se ha convertido en un ámbito en el que –en contra de la percepción general– los líderes de la UE deberían poder contar con la adhesión del electorado europeo. Según el análisis que hizo Susi Dennison de los datos de la encuesta del ECFR, “la opinión pública ya no es impedimento para la creación de una política exterior europea más coherente y efectiva (si es que alguna vez lo fue)”¹². Los votantes podrían incluso aceptar una mayor coordinación entre los Estados miembros sobre la política exterior de la UE, aunque aún será necesario convencerles del motivo.

¹¹ Ibidem.

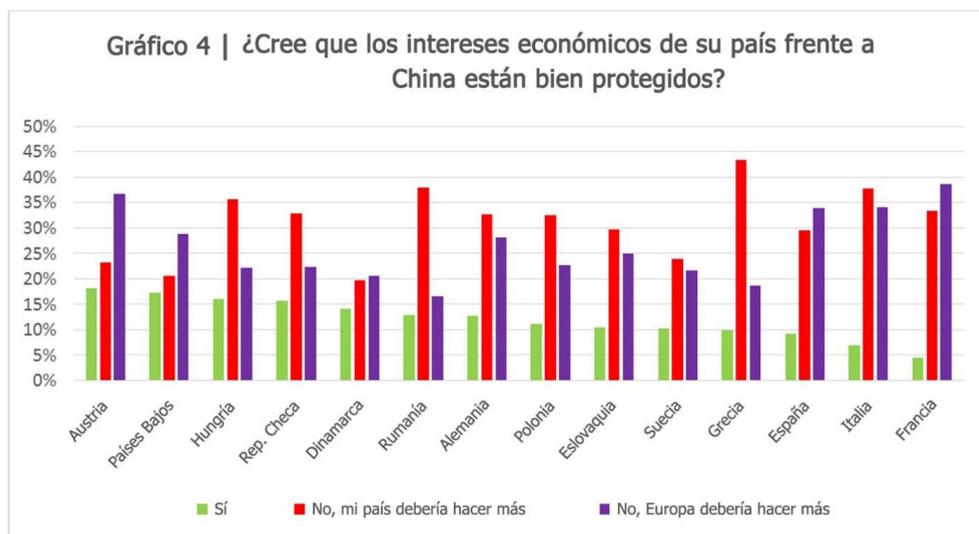
¹² S. Dennison, *Give the people what they want: Popular demand for a strong European foreign policy*, Informe de Política del ECFR, septiembre de 2019.

Una vez más, el rango de ese respaldo difiere según el tema. Hay una sensación extendida de que la UE debería establecer su propio curso y convertirse en un actor independiente, con una estrategia que no busque la confrontación y que le permita evitar tomar postura en conflictos que impliquen a otras grandes potencias, ya se trate de EE. UU. y Rusia o de EE. UU. y China. También existe un fuerte apoyo a iniciativas de la UE en áreas en las que esta ya ha demostrado eficiencia, como las sanciones a Rusia o el acuerdo nuclear con Irán. El comercio y la ampliación, no obstante, son dos notables excepciones.



En el primer caso, muchos europeos no parecen haber reconocido o aceptado la autoridad exclusiva de la UE sobre la política comercial [Gráfico 3]¹³. En países como Suecia, Austria, Eslovaquia o la República Checa existe incluso una mayoría que cree que el gobierno nacional sería el más adecuado para representar los intereses de su país en las organizaciones de comercio internacionales. De modo similar, aunque son pocos los europeos que creen que los intereses de su nación están bien protegidos frente a China, no necesariamente esperan que la UE vaya a servir de ayuda en ese frente [Gráfico 4].

¹³ P. Zerka, *Tricks of the trade*, Comentario del ECFR, 13 de septiembre de 2019.

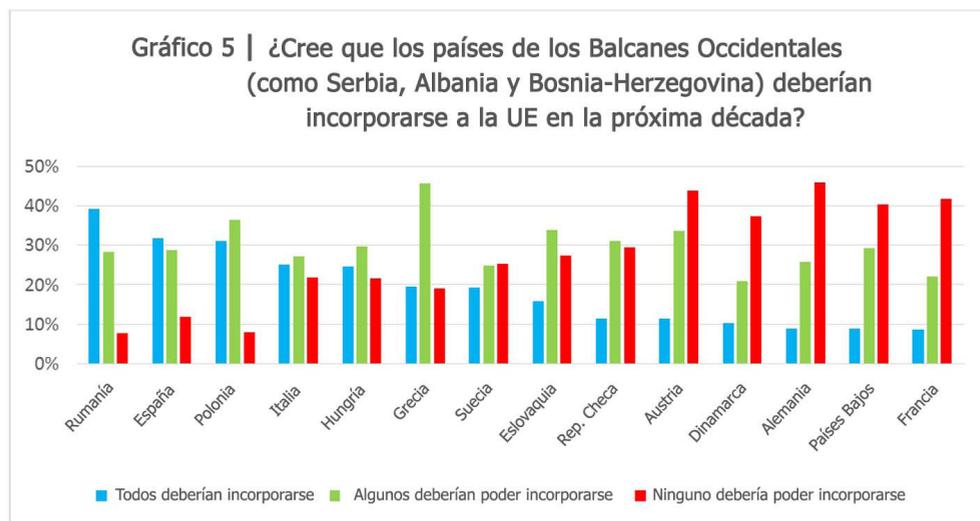


Las divisiones –y las reservas– son incluso mayores en lo relativo a la política de ampliación. Aunque algunos países (entre los que cabe mencionar a Rumanía, Polonia, España y Grecia) apoyan firmemente la entrada en la UE de todos los países de los Balcanes Occidentales o de algunos de ellos, este apoyo puede resultar insuficiente para que ese proyecto se lleve a efecto en un futuro próximo. Recientemente, el grueso de la culpa se ha achacado a Emmanuel Macron, que bloqueó la apertura de las conversaciones de acceso con Albania y Macedonia del Norte. Sin embargo, puede que haya otros gobiernos cómodamente instalados en la misma postura detrás del presidente de Francia. Aunque esas decisiones se tomaran por una mayoría de votos cualificados (la postura defendida por el comisario Johannes Hahn¹⁴), aún sería difícil reunir la mayoría necesaria. Según el análisis de 14 Estados miembros del ECFR, frenar la entrada de cualquiera de los países de los Balcanes Occidentales en la UE sería la opción preferida por el electorado de los partidos gobernantes de Alemania, Francia, Austria, Países Bajos y Dinamarca. Juntos, estos países representan más del 35% de la población de la UE, lo que equivale a una minoría con capacidad de bloqueo en el Consejo.

Y esta es una de las grandes trampas que amenazan a la UE en su nuevo ciclo político. Si la Comisión Europea, además de los gobiernos nacionales, se obsesiona demasiado con la necesidad de satisfacer las expectativas de los votantes, podría perder determinación a la hora de encarar problemas como la emigración, el comercio o la ampliación, temas en los que la opinión pública mantiene su división o su ambigüedad. En última instancia, corre el riesgo de decepcionar la expectativa más generalizada de que es capaz de cumplir el proyecto de una “Europa que protege”, un objetivo que podría exigir

¹⁴ Declaración del comisario Hahn sobre el movimiento hacia la votación por mayoría cualificada sobre cuestiones de ampliación, Parlamento Europeo, 3 de abril de 2019.

hacer compromisos sobre esos temas complejos. Así, buena parte de la tarea de la nueva Comisión será establecer un curso entre las inquietudes internas y externas de la UE y defender los intereses del conjunto frente a los de cualquier Estado miembro en particular.



1.5. CASO DE ESTUDIO: LA POLÍTICA COMERCIAL DE LA UE EN EL NUEVO CICLO POLÍTICO

El comercio es un buen ejemplo de los retos que esperan a la nueva Comisión. Durante muchas décadas, la política comercial estuvo separada del ámbito político y se consideró en general una cuestión técnica que debía proporcionar acceso al mercado a las empresas y protección a los consumidores. Sin embargo, recientemente la política comercial se ha entremezclado con otras muchas áreas de política, desde los asuntos exteriores hasta la seguridad o el clima, que, a su vez, son altamente políticas. Concretamente, la política comercial está sufriendo una gran transformación en tres dimensiones.

La primera, el vínculo creciente entre la esfera económica y la geopolítica. Se trata de un fenómeno mundial, pero resulta especialmente destabilizador para Europa. Por una parte, el principal aliado de Europa, EE. UU., aprovecha abiertamente su centralismo económico para imponer sus propias preferencias de seguridad (como se observó, por ejemplo, cuando amenazó con utilizar sanciones secundarias contra cualquier empresa que siguiera comerciando con Irán). Por otra parte, el principal proveedor comercial de Europa, China, se ha apartado de la doctrina según la cual las decisiones de inversión deben guiarse exclusivamente por criterios económicos. A su vez, esa circunstancia le da la capacidad de comprar el apoyo discreto de algunos países y de sembrar discordia dentro de la UE (como ocurrió, por ejemplo, en 2017, cuando Grecia bloqueó la declaración crítica sobre el historial de derechos humanos de China en la ONU).



Según Philippe le Corre, “El mayor desafío es que las inversiones chinas en sectores estratégicos pueden generar dependencia económica, especialmente entre países pequeños y economías con problemas, y esa relación puede extenderse al ámbito político”¹⁵.

Como ya se ha mencionado, la UE está comprendiendo de un modo repentino que debe recuperar soberanía económica. Los posibles modos de conseguirlo son: diseñar medidas de represalias económicas para responder a sanciones unilaterales; control del apoyo estatal que no se limite a empresas de la UE; capacitar al Consejo para que pueda bloquear inversiones extranjeras que se consideren especialmente peligrosas; y hacer crecer el papel internacional del euro¹⁶. Cabe señalar que Ursula von der Leyen, en su carta de misión al próximo comisario de Comercio de la UE, Phil Hogan, reconoce abiertamente que “El comercio es algo más que un simple intercambio de bienes y servicios. También es un activo estratégico para Europa”. Parece evidente que ha situado la política comercial en el centro de sus planes para la UE, no solo porque puede utilizarse para otros fines (incluida la seguridad), sino además porque es un área en la que la UE disfruta de competencias exclusivas, por lo que debería ser mucho más fácil actuar y progresar (al menos en teoría) en ese ámbito que en otros, como la integración de la defensa.

La segunda dimensión es que la política comercial se percibe cada vez más como uno de los medios para aplicar una agenda ambiental, del clima y de los derechos laborales progresiva. De nuevo, el fenómeno no es exclusivamente europeo. En EE. UU., Elisabeth Warren (que podría representar a los Demócratas en las próximas elecciones presidenciales) promete establecer una política comercial que responda a un “diverso conjunto de intereses”¹⁷, centrándola particularmente en el avance de los objetivos medioambientales y de protección de los derechos laborales, a expensas del objetivo tradicional de ampliar el acceso de los exportadores estadounidenses a mercados extranjeros. Paradójicamente, gracias a Donald Trump, otros políticos de EE. UU. han redescubierto el potencial de utilizar la política comercial para esos objetivos, dado el enorme poder discrecional que ostentan los presidentes estadounidenses en esta área.

Un cambio de patrón similar puede observarse en la UE, que ya lleva algún tiempo utilizando sus acuerdos comerciales para promover normas medioambientales y laborales. Sin embargo, no se ha prestado suficiente atención a implementar y aplicar esas disposiciones. Por ese motivo, se está preparando el nombramiento de un responsable de la aplicación de cuestiones comerciales cuya tarea incluiría controlar la implementación de medidas de protección del clima, el medio ambiente y los derechos laborales incorporadas en los acuerdos comerciales de la UE. Al mismo tiempo, la alta prioridad actualmente asignada a los temas climáticos en la agenda de la UE debería motivar a la

¹⁵ P. Le Corre, *On China's Expanding Influence in Europe and Eurasia*, Carnegie, 9 de mayo de 2019.

¹⁶ J. Pisani-Ferry, M. Leonard, J. Shapiro, E. Ribakova, G. Wolff, *Redefining Europe's economic sovereignty*, Informe de Política del ECFR, 25 de junio de 2019.

¹⁷ M. Yglesias, *Elizabeth Warren's vision for changing America's trade policy, explained*, Vox, 29 de julio de 2019.



nueva Comisión para experimentar con nuevas soluciones de política, como el ajuste en frontera del impuesto sobre el carbono, cuya introducción ya se está debatiendo seriamente en Bruselas.

La tercera dimensión, que es en buena parte consecuencia del vínculo entre comercio y medio ambiente, es que también está produciéndose una especie de “democratización del comercio”. Dicho de otra forma: el comercio está cada vez más sujeto a consideraciones de legitimidad democrática. En Europa y EE. UU., ello se debe, en parte, a las recientes controversias en torno a la Asociación de Comercio Transatlántico e Inversión y la Asociación Transpacífica (TTIP y TPP), que hicieron comprender a muchos que la política comercial es profundamente política. En Europa, más concretamente, existe la necesidad comprendida de recuperar la confianza de los ciudadanos en la UE. Si la nueva Comisión fuera capaz de demostrar que la política comercial puede ser una herramienta eficiente para que Europa combata el cambio climático y promueva normas medioambientales y laborales en el mundo, ello no solo cuestionaría la desconfianza generalizada sobre el comercio, sino que (aún más importante) repararía la deslustrada imagen de Europa a los ojos de sus ciudadanos. Como explicamos antes, en casi todos los Estados miembros, una clara mayoría de los votantes dice que su gobierno nacional representaría mejor los intereses de su país en las negociaciones comerciales internacionales que la UE.

Queda por ver si la política comercial de la UE bajo el liderazgo del nuevo Comisario podrá cumplir todas las esperanzas depositadas en ella. Lo que sí sabemos es que la cambiante percepción del propósito de la política comercial probablemente afectará a las prioridades de Bruselas en años venideros. El próximo año debería publicarse una nueva estrategia comercial que, previsiblemente, se centrará en cuatro desafíos.

El primero, preservar un sistema de comercio internacional basado en normas. La UE presentará nuevas ideas sobre la reforma de la OMC en 2020, y Ursula von der Leyen ha definido claramente esta cuestión como la tarea más importante de su nuevo comisario de Comercio.

El segundo, la aplicación de una política comercial que continúe generando oportunidades comerciales, pero que preste mucha más atención a la implementación y la aplicación que a las conversaciones sobre el comercio. Esta circunstancia surge de la simple constatación de que ya quedan menos mercados en los que la UE pueda negociar nuevos acuerdos, lo que vuelve aún más crucial garantizar que los que ya existen estén aprovechando su potencial.

El tercero, garantizar un comercio abierto y justo, que es el discurso empleado por Bruselas para fortalecer la caja de herramientas defensivas de la UE, no solo en conflictos comerciales bilaterales, sino también en mercados de terceros países o en la defensa del Mercado Europeo frente a operaciones subvencionadas por otros actores globales.

Y el cuarto, el tratamiento de cuestiones de clima y sostenibilidad a través del comercio.

Sin duda, existe cierto riesgo de que las expectativas excesivas en torno al comercio puedan dar lugar a decepciones, a críticas sobre soluciones de fachada o incluso a una nueva reacción negativa de los ciudadanos. Los detalles serán realmente importantes:



sobre las nuevas normas de control estatales, la reforma de la Zona euro o el impuesto en frontera sobre el carbono, si la UE desea escapar a su utilización por intereses específicos o a un movimiento hacia el proteccionismo. Pero también existe una oportunidad para que Bruselas vuelva más ecológica, más justa y más aceptada democráticamente la política comercial, al tiempo que desempeña un papel internacional más responsable en su intento de reformar la OMC. Un momento fascinante para todos los aficionados al comercio.

1.6. LA CONTRADANZA DE LOS ESTADOS MIEMBROS

Mientras tanto, es probable que dos eventos internacionales clave acaparen la atención de las capitales europeas. En un momento en que las negociaciones del marco financiero plurianual (MFP) de la UE entran en una fase decisiva y el Reino Unido abandonará el grupo a finales de enero de 2020, los Estados miembros de mayor tamaño de la UE están tratando de fortalecer su posición dentro de las luchas de poder de la UE.

El Presidente de Francia, en particular, ha incrementado su participación en la política institucional de la UE, lo que ya ha dado sus frutos en la formación de una nueva agrupación liberal en el Parlamento Europeo y el nombramiento de un nuevo liderazgo en la UE que (con independencia de lo que se opine sobre Ursula von der Leyen como líder de la Comisión, Charles Michel como Presidente del Consejo Europeo, Josep Borrell como Alto Representante o Christine Lagarde al frente del Banco Central Europeo) se perciben como aliados cercanos de Macron. Frustrado por los escasos avances conseguidos por el tándem franco-alemán en la puesta en práctica de las numerosas ideas que lanzó en su discurso de la Sorbona, Macron ya no disimula su confrontación con Berlín¹⁸, pero, además, está provocando una mayor resistencia de otras capitales que observan cómo la creciente asertividad de París (evidenciada por las ideas de Macron sobre Rusia, el Brexit, la ampliación o la OTAN) constituye una clara amenaza a la unidad de Europa.

Mientras tanto, los Países Bajos, muy expuestos a las consecuencias económicas y políticas del Brexit, están buscando modos de ampliar el rango de sus socios más allá de la denominada “Nueva Liga Hanseática” (Dinamarca, Estonia, Finlandia, Irlanda, Letonia, Lituania, Países Bajos y Suecia) que, por el momento, no tiene peso suficiente en el Consejo Europeo. El gobierno de Ley y Justicia (PiS) de Polonia, que consolidó su poder tras las elecciones nacionales parlamentarias de octubre de 2019, previsiblemente mostrará una actitud de mayor colaboración con Europa, y de hecho podría recibir algo de confianza de otras capitales que reconocen que tendrán que convivir con PiS cuatro años más. España e Italia (bajo el nuevo gobierno) están en buena posición para presentarse como representantes del sur de Europa, aunque hasta ahora la política interna está impidiendo a Madrid participar plenamente en los asuntos de la UE.

¹⁸ C. Demesmay, *Macron on the Move*, Berlin Policy Journal, 31 de octubre de 2019



Las negociaciones del MFP, donde los tres problemas centrales por resolver son las dimensiones del presupuesto, quién debería pagar y a dónde debe ir el dinero, no son solo el escenario de esas luchas de poder intergubernamentales; también sentarán la base de la política de la UE en los próximos años. Como algunos expertos ya han observado¹⁹, en la UE está apareciendo una división entre los países del sur y del este (como Polonia), que siguen alimentando una visión de la UE como prácticamente una “máquina de convergencia económica”, y los Estados miembros del oeste de la UE, que en general han dejado atrás esa línea de pensamiento.

A su vez, los países del lado occidental cada vez están más centrados en fortalecer la posición de la UE en el orden político y económico global, lo que implica la puesta en marcha de un nuevo modelo económico (basado en nuevas tecnologías y bajas emisiones) y un fuerte enfoque en el estado de derecho como condición *sine qua non* para la cohesión interna del grupo. Esto también podría contemplar nuevos pasos en la integración de la Zona euro, lo que ensancharía la distancia entre sus miembros y los no miembros. Como señala otro experto, “La búsqueda de más resiliencia frente a las amenazas externas empieza en casa”²⁰. Por ejemplo, si la UE ha de ser creíble en su apoyo a la democracia y a un orden basado en normas, también puede tener que encontrar modos más efectivos de sancionar las infracciones del estado de derecho y los principios democráticos por los Estados miembros. De modo similar, si Europa desea ser menos dependiente del dólar estadounidense, es posible que deba completar la arquitectura institucional de la Zona euro.

Lo más importante: las prioridades de la nueva Europa son, en gran medida, un reflejo de ese nuevo modo de pensar sobre la UE, y si la Comisión elige representar un papel menos vocal sobre el estado de derecho, como temen algunos, sin duda el nuevo Parlamento Europeo acudirá al rescate. En conclusión, parece que, en general, Bruselas se fortalecerá en este nuevo ciclo político de la UE, con la consiguiente frustración de aquellos Estados miembros que están más habituados al método intergubernamental. La salida del Reino Unido dejará al país más aislado que nunca, lo que a su vez puede provocar nuevas tensiones en los asuntos internos de la UE.

1.7. FRAGMENTACIÓN Y LIDERAZGO

En general, la tensión básica de la UE en los próximos años estará entre la fragmentación y el liderazgo.

Como observó el ECFR varios meses antes de las elecciones al Parlamento Europeo de 2019, si la fragmentación política estaba aumentando en la UE, el fenómeno no tenía por qué ser necesariamente un mal augurio. Al contrario, podría tener como consecuencia útil que el debate político en el Viejo Continente se vuelva más plural, además

¹⁹ S. Ananicz, *Unia sprzecznych modeli* ('The Union of contradictory models'), Batory Foundation, Varsovia, noviembre de 2019 (solo en polaco)

²⁰ J. Puglierin, *A Question of Survival*, Berlin Policy Journal, 31 de octubre de 2019



de requerir que un espectro más amplio de partidos proeuropeístas “se abran más al compromiso entre ellos” si de verdad quieren defender colectivamente el proyecto europeo²¹. El análisis postelectoral del ECFR, basado en un sondeo de opinión del día después realizado en seis Estados miembros, apuntaba a una necesidad clara de “regeneración” expresada por los votantes europeos, que no solo recompensaba a los Liberales y los Verdes (es decir, dos grupos proeuropeístas no incluidos en la composición general del Parlamento Europeo), sino que también supuso la aparición de muchas caras jóvenes y nuevas²².

Ya era obvio entonces que la nueva Comisión Europea necesitaría ofrecer esa regeneración y dar más prioridad a una “Europa de resultados” que a “más Europa”, sabiendo que cinco años después los votantes europeos podrían estar menos dispuestos a perdonar, y que muchos podrían volverse hacia partidos antieuropeístas si la UE no cumplía sus expectativas. El reconocimiento general de esa necesidad de introducir “cambio” en la política europea fue uno de los factores clave (junto al inigualable compromiso de Emmanuel Macron en el frente europeo y el papel de bisagra del nuevo grupo liberal que incluía a los diputados de *La République en Marche*) para la designación de Ursula von der Leyen como candidata a la dirección de la nueva Comisión Europea, aunque no hubiera sido la principal candidata de ninguno de los grupos políticos durante las elecciones.

Cuando presentó su Comisión, en septiembre de 2019, se hizo evidente que comprendía la necesidad de conseguir que la fragmentación política de la UE operara a su favor. Una posición de mayor fortaleza de los Liberales y los Verdes frente al centro-derecha (EPP) y el centro-izquierda ((S&D) tradicionales le ha permitido colocar los temas del clima, la competencia y la economía en los puestos más altos de la agenda. Frans Timmermans, Margrethe Vestager y Valdis Dombrovskis, responsables de esas tres cartaras, pasarán a ser vicepresidentes ejecutivos en la nueva Comisión. Al mismo tiempo, las cartas de misión a los Comisarios designados expresaban una preferencia por iniciativas del ámbito económico (donde la UE sí tiene fuertes competencias) en lugar, por ejemplo, de las áreas de defensa y seguridad (donde la cooperación en la UE es mucho más difícil).

Aunque aún está por ver si la nueva Comisión podrá realmente cumplir las numerosas expectativas del electorado europeo, es obvio que los primeros meses del nuevo ciclo político de la UE han sido accidentados. O, como dice uno de los observadores más brillantes de la UE, “justo cuando se suponía que la Unión Europea iba a avanzar como un grupo más unido, sus tres grandes instituciones se han debilitado y están en guerra unas con otras”²³. No solo el nuevo Parlamento Europeo rechazó tres candidatos de la nueva Comisión, en parte respondiendo al desprecio por el proceso de “candidato principal”

²¹ S. Dennison, P. Zerka, *The 2019 European election: How anti-Europeans plan to wreck Europe and what can be done to stop it*, Documento de Política del ECFR, febrero de 2019.

²² S. Dennison, M. Leonard, P. Zerka, *How to govern a fragmented EU: What Europeans said at the ballot box*, Documento de Política del ECFR, junio de 2019.

²³ P. Taylor, *The EU transition that wasn't*, *Politico*, 4 de noviembre de 2019.



(*Spitzenkandidaten*), sino que, además, los tres grupos proeuropeístas del Parlamento (o cuatro, si se incluyen los Verdes) no lograron llegar a un acuerdo de coalición, lo que dificultará la implementación de la nueva y ambiciosa agenda. Sin un acuerdo, por burdo que sea, existe el riesgo de que los grupos políticos peleen entre sí, más atentos a mostrar sus diferencias que a trabajar pragmáticamente para convertir ideas prometedoras (como la del ajuste en frontera del impuesto sobre el carbono) en instrumentos viables. Un Parlamento desorganizado y enfrentado a la Comisión solo puede dar la razón a los críticos de la UE, y las múltiples divisiones existentes entre los Estados miembros podrían incluso empeorar las cosas.

No obstante, si Ursula von der Leyen consigue reafirmar su liderazgo –lo que ya está intentando mediante un decidido compromiso con las políticas de clima, comercio y competencia–, también sería posible imaginar algún tipo de alto el fuego en Bruselas. Dadas las altas expectativas actuales sobre la UE, sin duda se le ha concedido más poder discrecional sobre el diseño de la nueva Comisión, así como en la dirección general que quiere adoptar para la UE. Tampoco puede acusársele de falta de inventiva, ya que la presentación de su Comisión ha evidenciado muchas diferencias respecto a las anteriores. En cierta medida, la fragmentación del Parlamento y el Consejo puede operar en beneficio de Ursula von der Leyen si consigue posicionarse como una “leader from within” sensata. Sin embargo, en la mayoría de las ocasiones, ya sea su política comercial, el nuevo presupuesto plurianual o el estado de derecho–, la UE, desde luego, va a necesitar a tres para bailar el tango: los tres mayores grupos políticos y las tres principales instituciones²⁴.

1.8. CONCLUSIÓN

La Comisión Europea de 2019-2024 ha empezado su recorrido accidentadamente. El desafío abierto del Presidente francés al sistema de “candidato principal” llevó al rechazo de su candidata a comisaria, Silvie Goulard, por el Parlamento Europeo. Este hecho demuestra que los juegos de poder entre los partidos, países y líderes proeuropeístas también pueden poner en peligro el funcionamiento eficiente de las instituciones de la UE, y que las fuerzas populistas antieuropeístas ya no son la única amenaza. Aparentemente, la Comisión está totalmente decidida a cumplir una ambiciosa agenda política que cuenta con un respaldo de base amplia entre los principales grupos políticos. Sin embargo, como se ha dicho antes, el camino hacia ese cumplimiento podría ser accidentado.

²⁴ Ibidem.



2. EL ESTADO DE LA ECONOMÍA DE LA UNIÓN: ¿CÓMO SERÁ LA DESACELERACIÓN Y CUÁNTO DURARÁ?

OSCAR ARCE, ESTHER GORDO, JAVIER J. PÉREZ, BANCO DE ESPAÑA¹

2.1. RESUMEN:

El euro celebra su 20º aniversario en un entorno económico difícil. Desde el segundo semestre de 2018, la Unión Económica y Monetaria (UEM) se ha visto seriamente afectada por las tensiones comerciales globales y por las incertidumbres geopolíticas, como bien ilustran los conflictos comerciales entre Estados Unidos y China y el proceso del *brexit*, que reflejan cierto agotamiento del orden económico y comercial abierto y multilateral de las últimas décadas. La confluencia de los estos factores con algunas tendencias seculares relacionadas con la evolución demográfica (envejecimiento de la población) y la caída de la productividad ha transformado radicalmente el escenario macroeconómico mundial. Aunque estos fenómenos son comunes a las principales economías avanzadas, no cabe duda de que parecen estar afectando con más intensidad al área del euro. El deterioro de las expectativas de crecimiento a largo plazo, la aparición de prolongadas presiones desinflacionistas y la persistencia de tipos de interés muy bajos plantean importantes retos. En este contexto es necesario reconsiderar el marco de política macroeconómica del área del euro, con el fin de responder de la manera más adecuada. La arquitectura incompleta de la Unión Económica y Monetaria y las dificultades generalizadas para avanzar en este ámbito hacen que el reto sea aún mayor.

Palabras clave: área del euro, política monetaria, política fiscal, gobernanza de la UEM.

¹ Oscar Arce es Director General, D. G. Economía y Estadística, Esther Gordo, Jefa de la División de Economía del Área del Euro, Javier J. Pérez, Director del Departamento de Economía Internacional y Área del Euro, Banco de España



2.2. INTRODUCCIÓN

El euro celebra su 20º aniversario en un entorno económico difícil. Desde el segundo semestre de 2018, la Unión Económica y Monetaria (UEM) se ha visto seriamente afectada por las crecientes tensiones comerciales globales y las incertidumbres geopolíticas, como bien ilustran los conflictos comerciales entre Estados Unidos y China y el proceso del *brexit*. Estos acontecimientos reflejan, en parte, cierto agotamiento del orden económico y comercial abierto y multilateral de las últimas décadas. La confluencia de estos factores con otros de naturaleza más persistente, entre ellos una evolución demográfica adversa y el estancamiento de la productividad, ha transformado radicalmente el escenario macroeconómico general del área del euro. Aunque estos fenómenos son comunes a las principales economías avanzadas, se están manifestando con especial intensidad en el área del euro.

El deterioro de las expectativas de crecimiento a largo plazo y la persistencia de tasas de inflación reducidas y, por lo tanto, de tipos de interés muy bajos plantean importantes retos. Es necesario comprender mejor este escenario denominado «nuevo normal», con el fin de reconsiderar el marco de política macroeconómica para responder de la manera más adecuada. La arquitectura incompleta de la Unión Económica y Monetaria, junto con diversos obstáculos políticos y económicos que impiden alcanzar mayores niveles de integración económica y financiera en el área del euro, acrecientan los retos anteriormente mencionados.

En este capítulo desarrollamos los argumentos anteriores comenzando con un análisis de las actuales condiciones cíclicas en el área del euro (sección 2). A continuación consideramos el papel específico de la política monetaria común y los retos que afronta (sección 3), y los desafíos que el área del euro debe abordar a medio plazo (sección 4).

2.3. LA DESACELERACIÓN ECONÓMICA DEL ÁREA DEL EURO

2.3.1. EL EFECTO MODERADOR DE FACTORES EXTERNOS

El crecimiento mundial se ha debilitado de forma acusada y geográficamente generalizada desde mediados de 2018. Las proyecciones más recientes de los principales organismos internacionales indican que el avance del PIB mundial se ralentizará hasta situarse en torno al 3 % en 2020, la tasa de crecimiento anual más baja desde la crisis financiera global. Esta situación se debe, en gran parte, a la aplicación de medidas proteccionistas y al aumento de la incertidumbre sobre la evolución de las políticas comerciales en el futuro². La decisión de la Administración de Estados Unidos de alejarse del

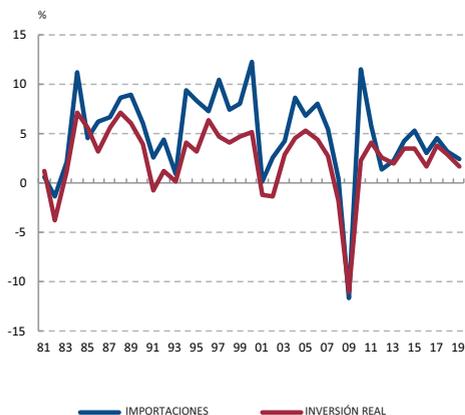
² Evidencia empírica reciente indica que la incertidumbre sobre la política comercial contribuye a explicar más del 70% del pronunciado aumento de la incertidumbre económica global observado desde 2018 (véase Ahir, Bloom y Furceri, 2019), con un impacto considerable sobre las decisiones de inversión y de consumo de los agentes económicos.

sistema de comercio multilateral y de emprender una «guerra comercial» bilateral contra China está afectando de forma significativa a la economía global, con implicaciones que van mucho más allá de los flujos comerciales bilaterales entre ambas economías. Las continuas tensiones comerciales se han extendido a la UE, México, Canadá y Japón, y han generado un escenario de fragilidad ensombrecido por riesgos de magnitud sin precedentes, en especial para economías en las que el comercio constituye el núcleo de su modelo económico, como es el caso de Europa. Las cadenas globales de producción de tecnología también se han visto amenazadas ante la perspectiva de que Estados Unidos imponga restricciones a empresas tecnológicas chinas.

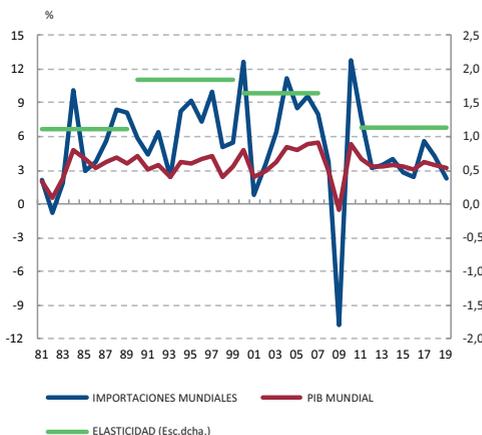
Sin entrar en la compleja cuestión de juzgar los motivos subyacentes que han dado lugar a esta situación, no cabe duda de que estas tensiones han sido uno de los principales determinantes de la considerable desaceleración mundial de la inversión, de los flujos comerciales y de la producción industrial a escala global, que están estrechamente interrelacionados (véase gráfico 1.1). El comercio está experimentando un retroceso mayor que la economía mundial y, a su vez, las interconexiones entre el crecimiento y el comercio globales han intensificado la contracción económica (véase gráfico 1.2).

GRAFICO 1. INVERSIÓN, COMERCIO, PIB MUNDIAL Y EFECTOS MACROECONÓMICOS DE LOS ARANCELES

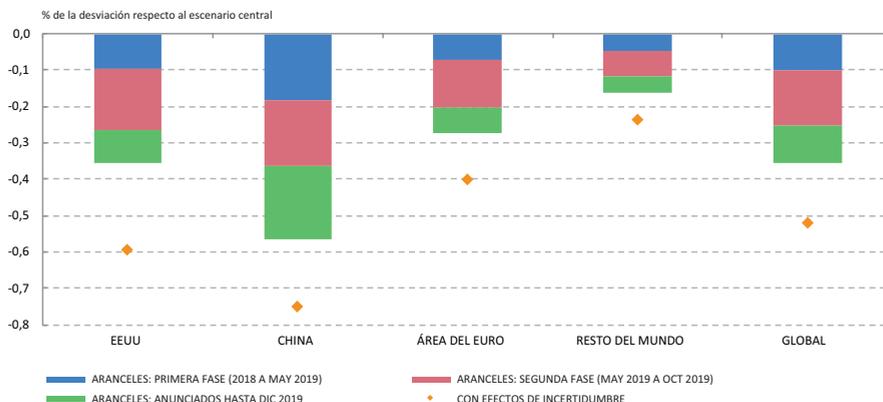
1 INVERSIÓN Y COMERCIO EN LAS ECONOMÍAS AVANZADAS



2 COMERCIO Y PIB MUNDIAL



3 TENSIONES COMERCIALES: EFECTO SOBRE EL PIB EN IV TR 2021



FUENTES: OCDE y Banco de España.

Con los datos disponibles es difícil determinar con precisión el impacto específico de las subidas arancelarias sobre la actividad económica mundial. Los modelos macroeconómicos estimados ayudan a aproximar la magnitud de dicho impacto. En concreto, en el gráfico 1.3 se muestra el efecto de los aranceles aplicados o anunciados por Estados Unidos y China desde mediados de 2018 utilizando el modelo NIGEM³. El primer escenario muestra los canales directos, es decir, los que discurren a través de los cambios en los intercambios comerciales bilaterales entre los dos países, así como los efectos de segunda asociados a la caída de la demanda mundial (distinguiendo entre las sucesivas rondas de aumentos de los aranceles). Por su parte, el segundo escenario incorpora los posibles efectos derivados de un aumento de la incertidumbre y del consiguiente endurecimiento de las condiciones financieras globales⁴. Según las simulaciones realizadas, en el primer escenario, los efectos macroeconómicos podrían ser significativos y dar lugar a una reducción del PIB mundial de un 0,35 % con respecto al escenario central, en términos acumulados, en 2019-2021. En la economía mundial, los países más afectados serían Estados Unidos y China. En cuanto al área del euro, su PIB disminuiría un 0,26 % durante ese período, reflejando su elevado grado de apertura comercial, lo que la hace más vulnerable a la caída de la actividad global. Además, en el segundo escenario se muestra cómo los efectos confianza podrían generar impactos adversos adicionales de magnitud considerable.

³ El modelo NiGEM ha sido desarrollado por el National Institute of Economic and Social Research del Reino Unido. La documentación del modelo puede consultarse en <https://nimo-del.niesr.ac.uk/>. Para un análisis más detallado de las simulaciones relacionadas, véase Banco de España (2019a).

⁴ Este canal se aproxima a través de un incremento *ad hoc* de 25 puntos básicos (pb) en la prima de riesgo de inversión en Estados Unidos y China, y de 10 pb en la del resto de las economías; véase Banco de España (2019a).



Por otra parte, se ha de destacar que las repercusiones del proteccionismo pueden ser más duraderas e incidir bastante más que el actual efecto adverso sobre la demanda y la confianza, en particular si se tiene en cuenta que podrían alterar las cadenas de producción globales, reduciendo la entrada de nuevas empresas en los mercados afectados e incidiendo adversamente en la productividad y la difusión de tecnología (véanse Handley y Limao, 2017).

La desaceleración de la actividad comercial e industrial se ha propagado con rapidez a través de las cadenas de producción globales a importantes economías avanzadas y emergentes, aunque es posible que factores asociados a sectores específicos también hayan contribuido a su intensificación. En concreto, la caída generalizada de la demanda de vehículos podría haberse visto influida por una actitud de mayor cautela por parte de los consumidores en un contexto de cambios tecnológicos y de nueva regulación relacionada con las normas sobre emisiones contaminantes.

El proteccionismo ha contribuido asimismo a intensificar la desaceleración en China, un importante motor del crecimiento económico mundial desde mediados de la década de 2000. Es obvio que la ralentización de este país se debe no solo a las tensiones comerciales, sino también a la transformación estructural de su economía para adoptar un modelo menos centrado en las exportaciones y en las manufacturas y más orientado internamente a los servicios. No obstante, estos desarrollos están afectando a la actividad manufacturera en todo el mundo, dada la importancia de China en la demanda de manufacturas, en particular de bienes de equipo, y su elevada participación en las cadenas globales de valor (véase, entre otros, Bing *et al.*, 2019).

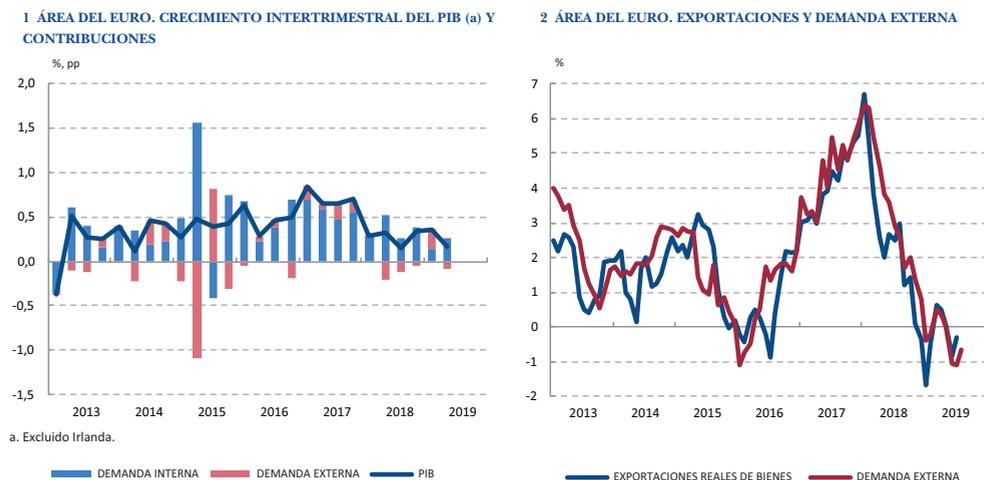
Otros acontecimientos que han tenido un efecto más idiosincrásico sobre la economía del área del euro son los que se derivan de la situación de algunas economías emergentes, en concreto Turquía (que reflejan vulnerabilidades internas), y, sobre todo, de la decisión del Reino Unido de abandonar la UE. Aunque todavía existe mucha incertidumbre en torno a la naturaleza de las relaciones futuras entre este país y la UE, los costes económicos del *brexit* para el Reino Unido son cada vez más evidentes⁵, y su impacto sobre el área del euro puede ser significativo, habida cuenta de los estrechos vínculos entre ambos a través del comercio, de los flujos migratorios y de los mercados financieros.

En síntesis, el área del euro ha estado especialmente expuesta a todas estas perturbaciones (véase gráfico 2). El elevado grado de apertura comercial de los países que la integran, su alta participación en las cadenas globales de valor y su especialización

⁵ Por ejemplo, Born *et al.* (2019) utilizan métodos de control sintético y llegan a la conclusión de que la decisión del *brexit* provocó una pérdida de producto del 2% en el Reino Unido al final del primer trimestre de 2019, que podría incrementarse hasta alrededor del 4% del PIB al final de 2020. La inversión ha experimentado la mayor caída (11%) con respecto a un escenario sin *brexit*, con un retroceso significativo de la inversión directa de empresas de la UE en el país. Un *brexit* desordenado sería especialmente perjudicial para el Reino Unido, pero también tendría efectos negativos en el área del euro. Véase, entre otros, Vega *et al.* (2019), y las referencias citadas en ese trabajo.

geográfica y en productos (bienes de equipo, automóviles) han acrecentado la debilidad de las exportaciones y de la producción industrial.

GRAFICO 2. ÁREA DEL EURO. PIB Y EXPORTACIONES



FUENTES: Eurostat y CPB.

En consecuencia, el ritmo de crecimiento de la economía del área del euro ha ido perdiendo dinamismo y ha pasado a ser muy lento. El avance del PIB real se redujo desde unas tasas intertrimestrales próximas al 0,8 % en 2017 hasta el 0,4 % en 2018 y el 0,2 % en el segundo y tercer trimestre de 2019 y el 0,1 % en el cuarto.

2.3.2. LAS CONDICIONES INTERNAS SE HAN MANTENIDO

Pese a la evolución adversa de la demanda externa, los fundamentos económicos internos de la UEM siguieron mostrando una elevada resistencia durante la mayor parte de 2018 y 2019. En concreto, la fortaleza del crecimiento del empleo —aunque se ha frenado en los últimos trimestres— ha sostenido, por ahora, las rentas de las familias. Desde que registró un mínimo a principios de 2013, el empleo ha aumentado en más de once millones de personas en el área del euro, mientras que la tasa de paro ha disminuido constantemente hasta el 7,5 %, aproximándose a los niveles previos a la crisis. En la expansión actual se ha creado más empleo que en fases expansivas anteriores (véase, por ejemplo, Botelho y Dias da Silva, 2019). Las causas de esta evolución son diversas. La literatura reciente la atribuye a las reformas estructurales dirigidas a dotar de más flexibilidad a los mercados de trabajo y el incremento de la oferta de trabajo relacionado con la mayor participación de trabajadores de más edad y la afluencia de inmigrantes.



Con todo, pese a las notables mejoras del empleo total y a la disminución del desempleo, el número de horas trabajadas se ha mantenido por debajo del nivel anterior a la crisis, lo que refleja un descenso continuado de las horas medias trabajadas por persona ocupada. Aunque esta tendencia se inició bastante antes de la crisis y probablemente refleje algunos factores estructurales (como el aumento de la oferta de mano de obra femenina que tiende a trabajar a tiempo parcial), también podría tener su origen en la infrautilización del factor trabajo, dado el elevado número de personas en el área del euro que trabajan a tiempo parcial pero que desearían trabajar más.

La creación de empleo, unida a la mejora de los balances de los hogares y a unas condiciones financieras muy favorables, ha seguido sosteniendo el consumo privado. Los tipos de interés a largo plazo han descendido gradualmente y en 2019 registraron mínimos históricos, y el rendimiento de la deuda soberana a diez años de Alemania incluso pasó a ser negativo en 2019. Por el contrario, la contribución de la política fiscal ha continuado siendo prácticamente neutral en 2019 para el área del euro en su conjunto, tras varios años de saneamiento de las finanzas públicas.

No obstante, no todos los componentes de la demanda interna han mostrado la misma capacidad de resistencia. La inversión privada se ha desacelerado de forma sustancial desde principios de 2018, reflejando un deterioro progresivo del clima empresarial a medida que se ha hecho evidente que las tensiones comerciales no eran una tendencia pasajera y se ha arraigado la incertidumbre. El actual retroceso de la utilización de la capacidad productiva en los sectores industriales, la reducción de los márgenes empresariales y la debilidad de la demanda esperada dan lugar a un escenario complejo para la inversión.

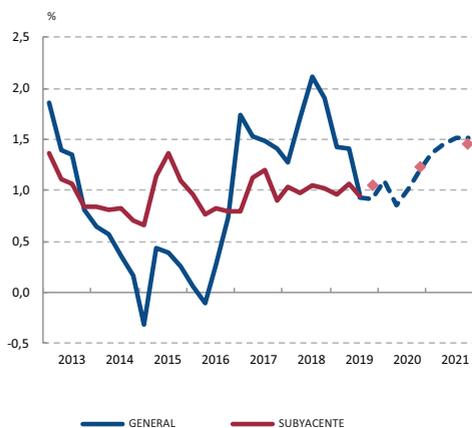
Por otro lado, los factores que han sostenido la demanda interna en los últimos años han ido perdiendo impulso desde finales de 2019. En particular, los servicios se están viendo cada vez más afectados por la prolongada debilidad de las manufacturas —habida cuenta de los estrechos vínculos existentes entre ambos sectores— y el crecimiento del empleo se ha reducido.

2.4. LA POLÍTICA MONETARIA COMO INSTRUMENTO CLAVE DE APOYO AL CRECIMIENTO ECONÓMICO DEL ÁREA DEL EURO

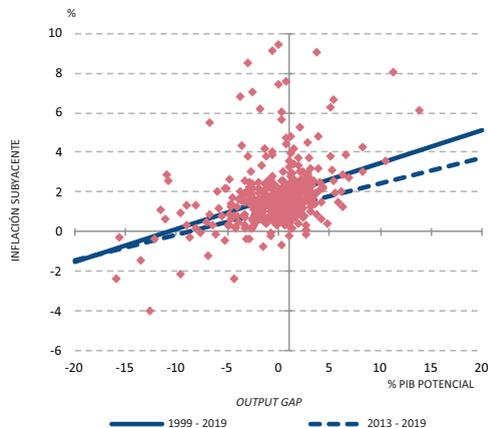
Además del escaso dinamismo del crecimiento, el período reciente se ha caracterizado por la persistencia de unos niveles bajos de inflación. La inflación general lleva tiempo situada por debajo del objetivo del Banco Central Europeo (BCE), con algunas fluctuaciones resultantes, en su mayor parte, de variaciones transitorias de los precios de la energía (véase gráfico 3.1). La inflación subyacente ha permanecido en tasas pertinazmente reducidas que han oscilado en torno al 1 % en los últimos años y se han mantenido de forma continuada por debajo de las previsiones del Eurosistema y de su objetivo de inflación (véase Banco de España, 2019b). En este contexto, la política monetaria del BCE ha proporcionado estímulos considerables (véanse gráficos 4.1 y 4.2) que han sostenido el crecimiento económico del área del euro en los últimos años y que continúan haciéndolo, como se analizará más adelante.

GRAFICO 3. ÁREA DEL EURO. INFLACIÓN

1 INFLACIÓN Y PROYECCIONES DEL EUROSISTEMA



2 INFLACIÓN SUBYACENTE Y OUTPUT GAP



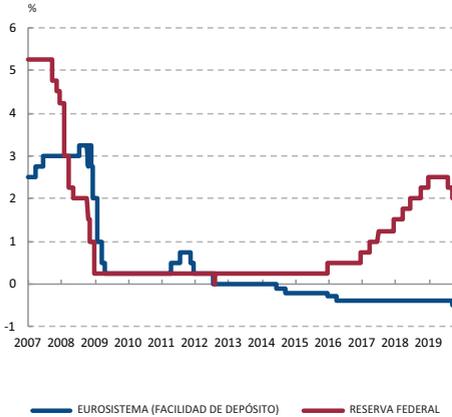
FUENTES: Eurostat, Comisión Europea y BCE.

Los bajos niveles de inflación han persistido en muchas economías avanzadas y en el área del euro, pese a la sustancial caída del desempleo y de las brechas de producción negativas (véase gráfico 3.2). Esto ha desencadenado un intenso debate sobre los determinantes de la inflación, y en concreto sobre el vínculo entre la inflación y la actividad económica, esto es, la denominada curva de Phillips. Esta relación se sustenta en diversos modelos teóricos, como el modelo neo-keynesiano híbrido, que describe la dinámica de la inflación como una función de tres factores principales: los costes marginales de las empresas (a menudo aproximados por una medida de la holgura de la economía); un indicador de la inflación pasada, que trata de captar el hecho de que algunas empresas ajustan sus precios de forma gradual con arreglo a reglas mecánicas o a través de la indexación, y las expectativas de inflación de carácter prospectivo. Aunque las conclusiones de la literatura empírica son heterogéneas, la mayor parte de la evidencia confirma la existencia de una relación sistemática entre la holgura cíclica y la inflación después de la Gran Recesión, tanto para el área del euro como para Estados Unidos, aunque con una relevancia cuantitativa relativamente escasa. Se han identificado varios factores estructurales que, en parte, explican la debilidad del vínculo entre el tensionamiento del mercado de trabajo y la inflación. Entre ellos destacan las implicaciones sobre el crecimiento económico y el cambio estructural provocado por el envejecimiento de la población, la globalización (con mayor apertura comercial y exposición a la competencia internacional), y el impacto de las nuevas tecnologías (digitalización y nuevas formas de comercio)⁶.

⁶ Véanse Banco de España (2019b), Hooper *et al.* (2019) y Moretti *et al.* (2019), y las referencias citadas en esos trabajos. Estudios empíricos sugieren que al estimar curvas de Phillips se han de

GRAFICO 4. POLÍTICA MONETARIA

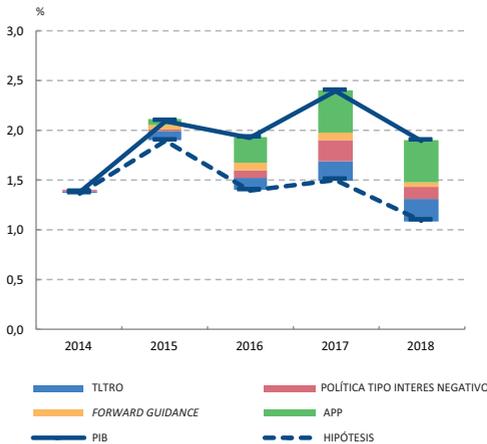
1 TIPOS DE INTERÉS OFICIALES



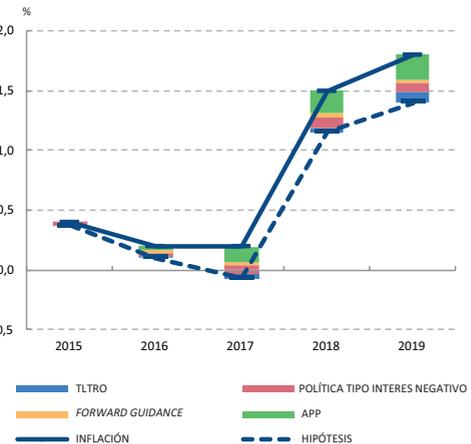
2 BALANCE DEL BANCO CENTRAL



3 ÁREA DEL EURO. IMPACTO DE LAS MEDIDAS NO CONVENCIONALES DEL BCE EN EL PIB



4 ÁREA DEL EURO. IMPACTO DE LAS MEDIDAS NO CONVENCIONALES DEL BCE EN LA INFLACIÓN



FUENTES: BCE, Reserva Federal, Eurostat y Rostagno et al. (2019).

La literatura ha demostrado asimismo que las expectativas de inflación son un determinante clave de la inflación observada en muchas economías avanzadas y

tener en cuenta diversos factores, como la incertidumbre en torno a las estimaciones empíricas de la holgura de la economía, el impacto de cambios en los impuestos indirectos y en los precios administrados, el efecto de los precios de la energía y la relevancia de los precios internacionales de las materias primas alimenticias, entre otros. No se dispone de evidencia concluyente que confirme la teoría de un aplanamiento de la curva de Phillips, aunque algunos trabajos señalan la presencia de no linealidades asociadas a la existencia de rigideces a la baja en los salarios o en los precios.



emergentes. La cuestión de si estas expectativas presentan un vínculo más estrecho con elementos prospectivos (el objetivo del BCE) o con la inflación resulta esencial para explicar la evolución reciente de la inflación, ya que determina la persistencia de las perturbaciones que afectan a la tasa de inflación⁷. A este respecto es especialmente importante que las expectativas de largo plazo permanezcan firmemente ancladas, ya que las desviaciones persistentes de la inflación con respecto a la tasa de referencia o el objetivo de la política monetaria pueden acabar afectando a las expectativas de largo plazo.

El deterioro de las condiciones macroeconómicas, el aumento de los riesgos a la baja para las perspectivas de crecimiento, la moderada inflación y unas expectativas de inflación en niveles históricamente reducidos llevaron a reconsiderar la política monetaria del BCE en marzo de 2019, y en especial durante el verano. En marzo, el Consejo de Gobierno del BCE decidió reforzar sus indicaciones sobre la orientación futura de la política monetaria (*forward guidance*) señalando que los tipos de interés se mantendrían constantes «al menos hasta el final de 2019», y también decidió poner en marcha una nueva serie de operaciones trimestrales de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III), que se llevarían a cabo entre septiembre de 2019 y marzo de 2021, todas con vencimiento a dos años.

Posteriormente, en septiembre de 2019, el Consejo de Gobierno del BCE introdujo un paquete integral de medidas para apoyar la convergencia de la inflación hacia el objetivo. En concreto, el Consejo de Gobierno decidió reducir en 10 puntos básicos, hasta el -0,5 %, el tipo de interés aplicable a la facilidad de depósito, tratando de inducir un nuevo descenso de los costes de financiación de las empresas y de los hogares con el fin de facilitar su toma de decisiones de inversión y de consumo.

Además, el paquete de medidas adoptado por el Consejo de Gobierno contribuyó a reducir la incertidumbre sobre las condiciones financieras futuras modificando su *forward guidance* de diversas maneras. En primer lugar, reforzó las indicaciones condicionadas a la situación económica anunciando que esperaban que «los tipos de interés oficiales del BCE continúen en los niveles actuales, o en niveles inferiores, hasta que se observe una convergencia sólida de las perspectivas de inflación hasta un nivel suficientemente próximo, aunque inferior, al 2 % en el horizonte de proyección, y dicha convergencia se haya reflejado de forma consistente en la evolución de la inflación subyacente». Con estas palabras, el BCE expresó su firme compromiso de alcanzar una tasa de inflación acorde con el nivel de referencia de forma sostenida antes de empezar a subir los tipos de interés. La trayectoria de la inflación subyacente debería respaldar esta valoración. En segundo lugar, mantuvo un sesgo expansivo al indicar que esperaban que los tipos de interés continuaran en los niveles actuales o inferiores. Por último, la parte condicionada a una fecha de las indicaciones se eliminó, al considerar que la formulación actual proporciona orientación suficiente a los mercados sobre el curso futuro de la política monetaria.

⁷ Véase, de nuevo, Banco de España (2019b).



El Consejo de Gobierno decidió también reanudar las compras netas de activos a un ritmo mensual de 20.000 millones de euros a partir de principios de noviembre. Las compras continuarán durante el tiempo que sea necesario para reforzar el impacto acomodaticio de los tipos de interés y finalizarán poco antes de que comiencen a subir los tipos de interés oficiales del BCE. Además, el Consejo de Gobierno reiteró su decisión de seguir reinvertiendo íntegramente el principal de los valores que vayan venciendo durante un período prolongado tras la fecha en la que empiecen a incrementar los tipos. Al influir en las primas por plazo, el programa de compra de activos (APP) complementa el impacto sobre los tipos de interés a largo plazo derivado de la modificación de la *forward guidance*, y lo que es más importante, la reanudación del APP muestra claramente el compromiso del Consejo de Gobierno de utilizar todos los instrumentos a su disposición para alcanzar su objetivo, un elemento que podría tener un fuerte impacto en la formación de las expectativas de inflación. Al mismo tiempo, los tipos de interés negativos brindan apoyo al canal de recomposición de carteras del APP incentivando a los bancos a conceder crédito a la economía real en lugar de mantener liquidez.

Para asegurar una transmisión fluida de la política monetaria, el Consejo de Gobierno decidió ajustar los parámetros de la nueva serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III) anunciada en marzo. La primera serie de operaciones TLTRO se anunció en junio de 2014 y la segunda en marzo de 2016. Son operaciones con objetivo específico porque el importe que las entidades de crédito pueden tomar prestado, así como el tipo de interés aplicable a la financiación, están ligados a los préstamos que concedan a las sociedades no financieras y a los hogares (excluidos los préstamos para adquisición de vivienda). Estas operaciones tienen como finalidad específica preservar unas condiciones de crédito bancario favorables y respaldar la orientación acomodaticia de la política monetaria. En cuanto a la tercera serie de TLTRO, en septiembre, el Consejo de Gobierno decidió reducir los costes iniciales de financiación de estas operaciones eliminando el diferencial de 10 puntos básicos por encima de los tipos de interés oficiales y ampliando el plazo de vencimiento de dos a tres años. Las operaciones comenzaron en septiembre de 2019 y finalizarán en marzo de 2021. Cabe destacar que, para mitigar posibles efectos colaterales de la política monetaria del BCE sobre las entidades de crédito, se decidió introducir un sistema de dos tramos para la remuneración de las reservas, con arreglo al cual a una parte del exceso de liquidez mantenido por las entidades de crédito (esto es, las reservas por encima de las exigencias de reservas mínimas) no se le aplicará la remuneración negativa al tipo de interés de la facilidad de depósito. Esta decisión trata de apoyar la transmisión de la política monetaria a través del canal bancario, al tiempo que se mantiene la contribución positiva de los tipos negativos a la orientación acomodaticia de la política monetaria.

La evidencia presentada en Rostagno *et al.* (2019) y Banco de España (2016) muestra que las medidas no convencionales de política monetaria han sido eficaces a la hora de relajar las condiciones financieras y han contribuido notablemente a las sendas de crecimiento y de inflación (véanse gráficos 4.3 y 4.4). Según Rostagno *et al.*



(2019), sin las medidas no convencionales del BCE, el tipo de interés a largo plazo a diez años habría sido 1,4 puntos porcentuales (pp) superior en 2016, 2017 y 2018. Una parte significativa de este efecto —casi el 60 %— puede atribuirse al APP y el resto a la política de tipos de interés negativos y a la *forward guidance*. También llegan a la conclusión de que la tasa de inflación anual habría sido, en promedio, 0,4 pp más baja esos tres años, mientras que el crecimiento del PIB habría sido unos 0,8 pp inferior cada año desde 2016⁸.

En síntesis, se espera que este paquete de medidas de política monetaria contribuya a favorecer la convergencia de la inflación a niveles acordes con la tasa de referencia de la política monetaria de manera sostenida. No es de extrañar que haya un amplio consenso en que la política monetaria ha desempeñado un papel extraordinario durante los diez últimos años. El balance del BCE representa alrededor del 40 % del PIB del área del euro y los tipos de interés se sitúan en niveles históricamente bajos, lo que suscita preocupación sobre la estabilidad financiera.

2.5. NIVELES MÁS BAJOS DURANTE MÁS TIEMPO: ¿UN «NUEVO NORMAL» PARA EL ÁREA DEL EURO?

2.5.1 ¿NOS ESTAMOS ACERCANDO A UN «NUEVO NORMAL» DE LA ECONOMÍA?

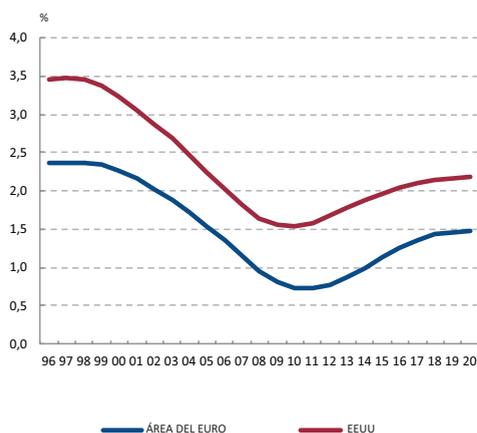
La incertidumbre comercial y geopolítica han ido aparejadas de otras importantes fuentes de incertidumbre relacionadas con la necesidad de comprender si nos estamos acercando a una nueva «normalidad económica» (véase Eggertson *et al.* 2017). Hay un consenso cada vez mayor que sugiere que el crecimiento moderado y las escasas presiones inflacionistas han estado determinadas por algunos factores estructurales interrelacionados que podrían estar configurando las perspectivas ma-

⁸ Otros trabajos en los que se estudia la transmisión de las medidas no convencionales de política monetaria utilizando microdatos relativos al sector bancario confirman la eficacia de las medidas no convencionales del BCE. Estos trabajos incluyen el de Andreeva y García Posada (2019), en el que se evalúa el impacto de las TLTRO del Eurosistema sobre las políticas crediticias de las entidades del área del euro y se llega a la conclusión de que los programas de financiación han contribuido a mejorar las condiciones de financiación y a estimular la concesión de crédito. A su vez, Arce, Gimeno y Mayordomo (2018) muestran que las compras de bonos corporativos en el marco del APP tuvieron efectos positivos en la oferta de crédito bancario a pequeñas y medianas empresas. Los efectos de los tipos de interés negativos son más difíciles de valorar, pero la evidencia disponible tiende a confirmar su eficacia: Altavilla *et al.* (2019) y Arce, García-Posada, Mayordomo y Ongena (2018), empleando datos de entidades de crédito del área del euro, muestran que las entidades solventes trasladan los tipos de interés negativos a sus depósitos de empresas sin que la financiación experimente una contracción, y que la tendencia a aplicar tipos negativos aumenta a medida que los tipos de interés oficiales se adentran más en terreno negativo. Por el contrario, Heider, Saidi y Schepens (2019) sugieren que los tipos negativos podrían haber incidido adversamente en la oferta de crédito, lo que implica riesgos para la estabilidad financiera.

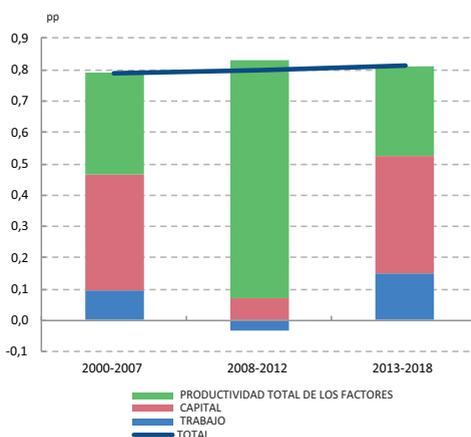
croeconómicas futuras de forma permanente. Este es el caso, en particular, del área del euro, en vista de que registra un crecimiento potencial persistentemente más bajo que el de Estados Unidos, lo que se debe sobre todo al menor avance de la productividad y a la debilidad de la inversión (véase gráfico 5).

GRAFICO 5. PIB POTENCIAL Y TENDENCIAS DEMOGRÁFICAS

1 CRECIMIENTO DEL PIB POTENCIAL



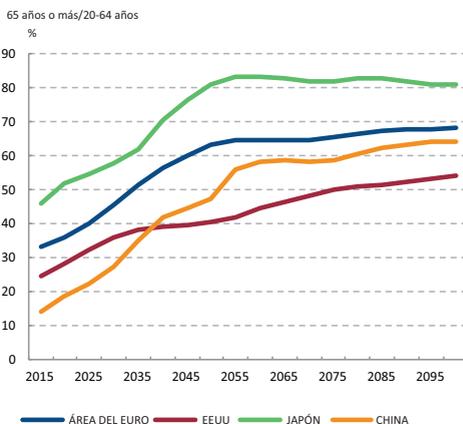
2 DIFERENCIAL DE CRECIMIENTO DEL PIB POTENCIAL EEUU - ÁREA DEL EURO



3 PRODUCTIVIDAD TOTAL DE LOS FACTORES



4 RATIO DE DEPENDENCIA



FUENTES: Comisión Europea, Perspectivas de la Población Mundial Naciones Unidas (2019) y Banco de España.

En primer lugar, la transición demográfica está teniendo consecuencias de amplio alcance para el área del euro y para otras economías avanzadas. Sus efectos sobre la población activa y sobre la tasa de dependencia implican no solo un aumento de los compromisos por pensiones y de los costes de la atención sanitaria, sino



también retos importantes en términos de productividad y crecimiento⁹. Como se observa en el gráfico 5.4, Europa tendrá una población mucho más envejecida que Estados Unidos y China.

Otro elemento fundamental es el prolongado descenso del crecimiento de la productividad y, en particular, de la productividad total de los factores (PTF) en muchas economías avanzadas y en el área del euro desde la década de 1990¹⁰. Los principales factores determinantes de esta tendencia están asociados al menor progreso técnico y, en el caso de la eurozona, a la escasa inversión en activos intangibles, a la digitalización y a otros cambios organizativos ligados a estas tecnologías¹¹, a la ineficiente asignación de los recursos entre empresas (Bartlesman *et al.*, 2018), a las barreras regulatorias existentes en el entorno empresarial y a la baja cualificación de la fuerza laboral en algunos países (Consejo Nacional de Productividad de Francia, 2019).

Por último, existe una amplia literatura que documenta la debilidad de la inversión en el área del euro y en otras economías avanzadas desde la crisis financiera¹². En el área del euro, la tasa de inversión permanece por debajo del 5 % del valor añadido neto, mientras que la media entre 1999 y 2008 fue superior al 7 %. Algunos de los motivos pueden estar relacionados con la debilidad cíclica o con el aumento de la incertidumbre, pero otros autores subrayan el papel de los cambios permanentes que se han producido en las propensiones al ahorro y a invertir en los países industriales, que hacen que la economía sea proclive a registrar un estancamiento secular (véase Lukasz y Summers, 2019).

2.5.2. ¿CÓMO ADAPTAMOS EL MARCO DE LAS POLÍTICAS MONETARIA Y FISCAL A ESTA SITUACIÓN?

Como han señalado Blanchard y Summers (2017 y 2019), todos estos factores hacen necesario replantear el pensamiento macroeconómico y reconsiderar el papel que pueden desempeñar las políticas monetaria y fiscal para estabilizar la economía y ofrecer la respuesta adecuada. La arquitectura de la UEM hace que este reto sea aún mayor.

⁹ Véase, entre otros, Aksoy *et al.* (2015) y Börsch-Schupan *et al.* (2019). Estos últimos autores muestran que el proceso de envejecimiento podría reducir el PIB per cápita del área del euro (aproximado por el agregado de sus tres economías más importantes, Francia, Alemania e Italia) un 8,7%, en términos acumulados, entre 2015 y 2030.

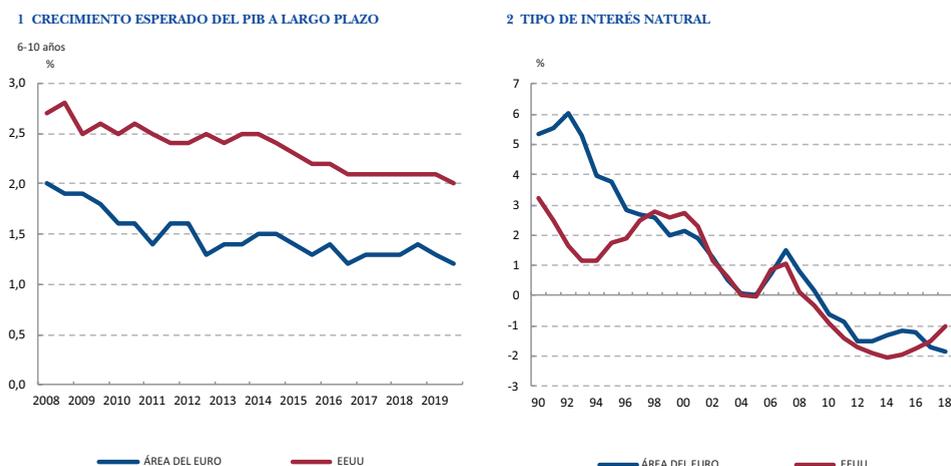
¹⁰ Véanse, p. ej., Bergeaud *et al.* (2017) y Díaz del Hoyo *et al.* (2017).

¹¹ Según la encuesta del Banco Europeo de Inversiones, en comparación con Estados Unidos, en la UE hay más empresas que no innovan y menos que se consideren líderes en innovación, que inviertan en I+D y que introduzcan nuevos productos. Para conocer argumentos relacionados, véase también Elding y Morris (2018).

¹² Véanse, entre otros, Dottling *et al.* (2017) y Banco de España (2018b), y las referencias citadas en esos trabajos.

La persistencia de bajos niveles de crecimiento y de inflación durante un largo período se ha traducido en una disminución secular del tipo de interés natural en las economías avanzadas y en el área del euro (véase gráfico 6)¹³. Esto también se ha debido, entre otros factores potenciales, a la menor tasa de crecimiento tendencial de la productividad, a factores demográficos (Fiorentini *et al.* 2018) y a la mayor preferencia por activos seguros (Caballero *et al.*, 2017).

GRAFICO 6. EXPECTATIVAS DE CRECIMIENTO A LARGO PLAZO DEL PIB Y TIPO DE INTERÉS NATURAL



FUENTES: Consensus y Banco de España (Informe Anual 2018).

Las consecuencias de una reducción permanente del tipo de interés natural para el diseño de la política monetaria son significativas (véase, p. ej., Jordà y Taylor, 2019). Si este escenario persiste, el margen para responder con una medida convencional podría ser más limitado que en el pasado, ya que los tipos de interés nominales se situarían en el límite inferior efectivo con más frecuencia y el espacio para reducir los tipos de interés en respuesta a crisis futuras se vería restringido. La primera consecuencia es que la política monetaria tendrá que recurrir más a menudo a medidas no convencionales para lograr su objetivo. Con todo, en la situación actual, caracterizada por una orientación extremadamente expansiva de la política monetaria, el margen de actuación no utilizado podría ser más limitado que en circunstancias normales.

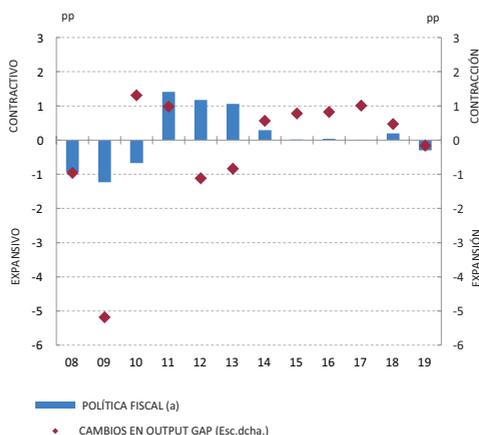
¹³ El tipo de interés natural es el tipo que equilibra el ahorro y la inversión deseados en la economía. Véanse Laubach y Williams (2016), y del Negro *et al.* (2017).

Todo ello ha hecho que algunos bancos centrales, como la Reserva Federal y el Banco de Canadá, consideren posibles alternativas al marco actual de política monetaria, incluidas la estrategia, los instrumentos y la comunicación¹⁴. El BCE ha comunicado que la estrategia se revisará bajo el mandato de la nueva presidenta, aunque el alcance y el calendario concretos todavía no se han completado. En este contexto, hay literatura cada vez más abundante en la que se exploran posibles alternativas [véase Banco de España (2019c)].

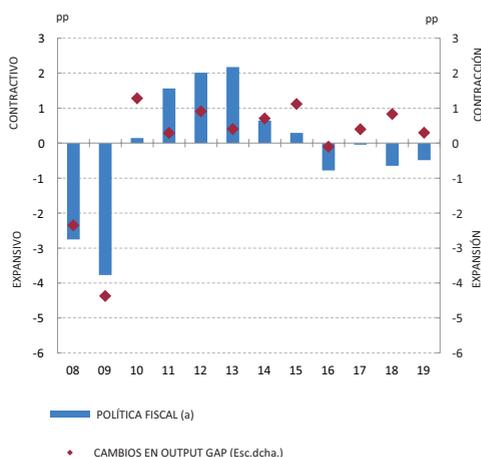
Además de la revisión de los marcos de política monetaria, cada vez hay más autores que defienden que, para que la política monetaria logre alcanzar su objetivo de inflación, es necesario que otras políticas, y en particular la política fiscal, jueguen un papel más activo¹⁵. Este es el caso, en particular, del área del euro. En el gráfico 7.1 se muestra que, tras el ajuste procíclico de la orientación general de la política fiscal durante la crisis de deuda soberana (2011-2013), dicha política ha sido prácticamente neutral a nivel agregado, lo que contrasta con el tono más expansivo seguido en Estados Unidos (véase gráfico 7.2).

GRAFICO 7. TONO DE LA POLÍTICA FISCAL Y OUTPUT GAP

1 ÁREA DEL EURO



2 ESTADOS UNIDOS



a. El tono de la política fiscal se aproxima por la variación del saldo presupuestario ajustado de ciclo.

FUENTES: Comisión Europea y FMI.

¹⁴ Clarida (2019) menciona que la evidencia de un tipo de interés natural más bajo en Estados Unidos ha sido una razón fundamental de la revisión actual de la estrategia de la Reserva Federal.

¹⁵ Véanse, por ejemplo, Blanchard (2019), Sims (2016) y Leeper (2019a).



Se han presentado diversos argumentos a favor de que la política fiscal desempeñe un papel más activo en las circunstancias actuales. En primer lugar, la política fiscal es más eficaz si los tipos de interés oficiales están próximos al límite inferior efectivo y es bastante seguro que los tipos de interés no se incrementarán (véase, p. ej., Arce, Hurtado y Tomas, 2016). En el caso de una unión monetaria, el tamaño de los multiplicadores fiscales (es decir, el impacto positivo sobre el producto de una expansión fiscal determinada) es mayor no solo para el país que aplica las medidas de estímulo fiscal, sino también para el resto de los países que integran dicha unión monetaria.

Una pregunta importante es si los dos marcos de política (fiscal y monetaria) son coherentes entre sí a la hora de tener en cuenta la necesidad de mayor coordinación durante largos períodos de inflación y tipos de interés en niveles muy bajos¹⁶. Existe una literatura creciente que aboga por que las instituciones y los marcos estén diseñados para tener presentes las interacciones entre las políticas monetaria y fiscal¹⁷. El reto para la eurozona es aún mayor, dado que la política monetaria se instrumenta a nivel agregado, mientras que la política fiscal es competencia nacional.

El marco de gobernanza incompleto del área del euro conduce a una falta de mecanismos que garanticen una alineación más adecuada de las políticas monetaria y fiscal incluso en condiciones normales (véase, p. ej., Banco de España, 2017). El marco fiscal de la UE previsto en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento está dotado de las herramientas necesarias para prevenir déficits excesivos, pero carece de un instrumento que incentive la aplicación de una política fiscal más activa en caso de necesidad. El debate sobre la orientación de la política fiscal a escala del área del euro y sobre la combinación adecuada de políticas no formó parte del diseño de la política del área hasta la creación del Consejo Fiscal Europeo en 2014, un órgano de carácter consultivo. En concreto, el marco no contempla ningún mecanismo para presionar a los países que cuentan con margen de maniobra fiscal con el fin de que lo utilicen o para implementar una política fiscal a escala del área del euro.

En este sentido, una capacidad fiscal centralizada a escala del área del euro podría contribuir no solo a amortiguar perturbaciones que afectan a países concretos, sino también a la estabilización macroeconómica si se produce una perturbación económica común y el margen fiscal nacional es limitado. El nuevo instrumento presupuestario de convergencia y competitividad (Eurogrupo, 2019) es un paso en la dirección correcta, pero no es suficiente. En concreto, su función anticíclica de estabilización será bastante limitada.

¹⁶ Como señala Sims (2016), tanto durante los períodos de rápido crecimiento de la inflación como durante períodos prolongados de inflación y de tipos de interés muy bajos es necesario coordinar las políticas monetaria y fiscal. Los bancos centrales que se encuentren en tales condiciones deben explicar las conexiones entre las políticas monetaria y fiscal, y dejar claros los límites a su capacidad para controlar la inflación sin el respaldo fiscal adecuado.

¹⁷ Leeper (2019b) propone rediseñar las reglas fiscales para tener en cuenta la interacción entre las políticas monetaria y fiscal.



Mientras tanto, la medida más eficaz sería probablemente un estímulo impulsado por la inversión a escala del área del euro. A este respecto hay razones de peso para establecer una capacidad de inversión europea común. Ciertamente, la inversión pública cuenta con mayores multiplicadores y efectos de contagio transfronterizos que otros instrumentos fiscales (Alloza *et al.*, 2019). Por ejemplo, en un análisis basado en modelos efectuado por el BCE se llega a la conclusión de que un aumento del 1 % de la inversión durante cinco años en una economía como Alemania podría incrementar en un 2 % el crecimiento del PIB a largo plazo con respecto al escenario central, con un impacto transitorio del 0,6 % sobre la tasa de crecimiento del PIB del resto de los países del área del euro (Jong *et al.*, 2017). En este contexto, ni el Plan de Inversiones para Europa (IPE)¹⁸ que se puso en marcha en 2015 (denominado Plan Juncker) ni su sucesor, el programa InvestEU, han sido plenamente satisfactorios, ya que la mayor parte de los proyectos presentados no cumplen el criterio de ser inversiones que en cualquier caso no se hubieran llevado a cabo por parte del sector privado. En el caso del IPE, según la evaluación del Tribunal de Cuentas europeo, muchos de los proyectos habrían sido emprendidos por el sector privado, con independencia de la implicación del IPE.

Un plan de inversión pública mejor diseñado podría contribuir a reducir la brecha de inversión en áreas fundamentales como las infraestructuras, la investigación y la innovación, y la transformación digital, ámbitos en los que la UE en su conjunto va a la zaga de otras economías avanzadas. Ello contribuiría a acelerar la transformación que requieren algunos sectores industriales. La inversión suele ser una de las categorías de gasto que más sufre en caso de consolidación fiscal. Además, la participación de la inversión pública productiva (infraestructuras, I+D y educación) en el gasto primario total ha disminuido en las economías del área del euro, debido no solo a los procesos de consolidación fiscal (véase Consejo Fiscal Europeo, 2019), sino también a una caída secular resultante de las presiones demográficas sobre otros tipos de gasto (como el destinado a pensiones y sanidad; véase Banco de España, 2019d).

2.5.3. AUMENTAR LA CAPACIDAD DE RESISTENCIA Y MEJORAR EL FUNCIONAMIENTO DE LA UNIÓN MONETARIA

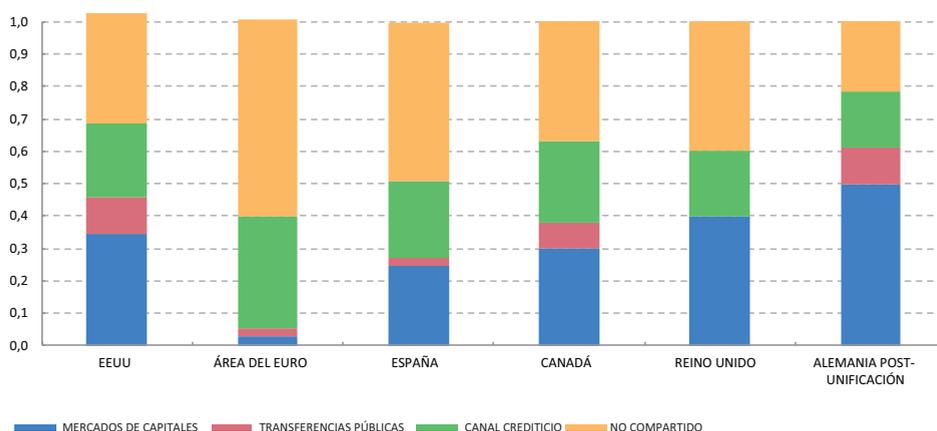
En cualquier caso, para lograr una mejora significativa en el diseño de las políticas de estabilización durante el ciclo habría que reforzar otros aspectos de la

¹⁸ El Plan de Inversiones para Europa estaba integrado por tres pilares: i) primero, el Fondo Europeo para Inversiones Estratégicas (FEIE), que proporcionaba una garantía de la UE para movilizar inversiones privadas; la Comisión trabaja junto con su socio estratégico, el Grupo del Banco Europeo de Inversiones (BEI); ii) segundo, el Centro Europeo de Asesoramiento para la Inversión y el Portal Europeo de Proyectos de Inversión, que brindaron asesoramiento técnico y dotaron de más visibilidad a las oportunidades de inversión, contribuyendo así a convertir en realidad las propuestas de proyectos de inversión. El Centro Europeo de Asesoramiento fue una iniciativa conjunta con el Grupo BEI; iii) tercero, la mejora del entorno empresarial mediante la eliminación de las barreras regulatorias a la inversión, a escala tanto nacional como de la UE.

arquitectura de la UEM, con el fin de aumentar la capacidad de resistencia ante perturbaciones asimétricas serias. Desde la crisis se han dado pasos importantes para mejorar la capacidad general de gestión de crisis e incrementar la fortaleza del área del euro. El Mecanismo Europeo de Estabilidad (EME) se creó con el objeto de aumentar la capacidad de la eurozona para afrontar problemas de deuda y de liquidez y perturbaciones asimétricas muy graves. Para limitar las dinámicas perversas de realimentación entre riesgo bancario y riesgo soberano y las implicaciones sistémicas de entidades con fuertes vínculos transfronterizos, el Mecanismo Único de Supervisión y el Mecanismo Único de Resolución han contribuido a que se hayan realizado avances significativos en la creación de la Unión Bancaria. Por último, se ha progresado de forma sustancial en la reducción de los riesgos bancarios y de los préstamos dudosos (*non-performing loans*).

Con todo, al mismo tiempo, se ha avanzado poco en algunos aspectos muy relevantes de la reforma de la gobernanza del área del euro. Los avances insuficientes en la integración financiera y la inexistencia de instrumentos fiscales de carácter supranacional hacen que el área del euro sea vulnerable a perturbaciones económicas. Ciertamente, según estimaciones recientes de Cimadomo *et al.* (2019) y Banco de España (2017), solo alrededor del 40 % de las perturbaciones económicas se mitigan a través de los mercados de crédito y de capitales en el área del euro, mientras que, en Estados Unidos, los mercados financieros amortiguan en torno al 60 % de este tipo de perturbaciones. Además, en este último país, las transferencias del presupuesto federal suavizan entre el 10 % y el 15 % del efecto de una perturbación, mientras que, en el área del euro, este canal no existe. En consecuencia, en el área del euro, prácticamente el 60 % de una perturbación en países concretos queda sin suavizar, frente a solo el 30 % en Estados Unidos.

GRAFICO 8. POTENCIA DE LOS CANALES DE COMPARTICIÓN DE RIESGOS



FUENTES: Cimadomo *et al.* (2019).



Por consiguiente, un reto fundamental es cómo integrar los sistemas bancarios y los mercados de capitales para incrementar los canales privados de compartición de riesgos en el área del euro. En los últimos años hemos observado un aumento del crédito interbancario entre los países del área del euro, pero la integración de la banca minorista y la concentración transfronteriza han seguido siendo limitadas. Aunque no hay barreras formales a la entrada de bancos extranjeros, todavía hay diferencias sustanciales en la regulación bancaria, por ejemplo en la legislación sobre insolvencias y sobre liquidación, entre unos países y otros. Pese a la baja rentabilidad y al exceso de capacidad del sector bancario europeo, algunas cajas de ahorro y bancos regionales están protegidos por la normativa nacional y carecen de incentivos para fusionarse o estudiar nuevas oportunidades en otros países (Restoy, 2018).

También es necesario completar la Unión Bancaria. Un verdadero Sistema Europeo de Garantía de Depósitos (SEGD) es la única forma de equiparar el nivel de confianza de los depositantes en todo el mercado único, lo que contribuiría a disociar la protección de los depositantes de su ubicación y a reducir el vínculo entre riesgo bancario y riesgo soberano. En consecuencia, el SEGD reforzará la estabilidad financiera en Europa y mermará los incentivos para realizar retiradas masivas de depósitos bancarios y la severidad de las crisis financieras. La literatura ha sugerido elementos de diseño alternativos que podrían minimizar las subvenciones cruzadas entre países en caso de producirse una crisis bancaria (Carmasi *et al.*, 2018)¹⁹.

En cuanto a los mercados de capitales, el recurso a la financiación mediante acciones por parte de las empresas europeas sigue siendo la excepción y todavía persiste un sesgo nacional considerable en la eurozona en comparación con Estados Unidos (Gonçalves-Raposo y Lehmann, 2019). Es esencial realizar avances en la Unión de los Mercados de Capitales (UMC), pero por ahora han sido demasiado lentos. La mayoría de las empresas y de las familias continúan dependiendo en gran medida de la financiación facilitada por sus sistemas bancarios nacionales. La falta de fuentes de financiación alternativas puede estar dificultando especialmente determinadas inversiones, como las destinadas a activos intangibles o a otras inversiones más innovadoras, y obstaculizando la creación de *start-ups* exitosas que generalmente recurren al capital riesgo (*venture capital*) en las primeras fases de su existencia.

La Directiva de la UE para reformar los regímenes de insolvencia europeos es un importante paso para reducir la fragmentación. No obstante, algunos autores abogan por la adopción de medidas más ambiciosas, como el establecimiento de un sistema europeo de tribunales especializados en quiebras, que ya existen en Estados Unidos. Una supervisión europea de los mercados de capitales única o unificada, la revisión del sesgo a la financiación con deuda existente en la mayor parte de los sistemas tributarios y la armonización de la regulación en áreas como la legislación sobre insolvencia, podrían contribuir a alcanzar este objetivo.

¹⁹ En Estados Unidos, la FDIC permite que bancos de estados diferentes se aseguren mutuamente de quiebras, respaldados por una línea de crédito del Tesoro estadounidense.



En cualquier caso, los mecanismos de mercado para la compartición de riesgos no son suficientes para afrontar perturbaciones graves. A este respecto, Fahri y Werning (2012) muestran que incluso si los mercados de capitales estuvieran totalmente integrados, un sistema que únicamente se apoye en mecanismos privados no sería óptimo porque los agentes no internalizan las ventajas de la estabilidad macroeconómica. Además, la evidencia empírica demuestra que la mutualización de riesgos a través de canales privados suele disminuir en épocas de crisis (Banco de España, 2017; Gordo y Kataryniuk, 2019), por lo que el seguro privado debe complementarse con canales públicos de compartición de riesgos. En este contexto, un mecanismo de seguro fiscal de carácter supranacional conduciría a una UEM con mayor capacidad de resistencia.

Por último, la culminación del Mercado Único también puede generar beneficios significativos para la UE. Según las estimaciones de In't Veld (2019), por ahora, la reducción de las barreras arancelarias y no arancelarias al comercio de bienes y servicios ha tenido un impacto macroeconómico de casi 9 pp del PIB para el promedio de la UE. Sin embargo, las barreras no arancelarias, como las diferencias en los regímenes regulatorios o en las normas sobre productos, siguen constituyendo un importante obstáculo para el comercio²⁰. Completar el Mercado Único, en especial en áreas como la economía digital y los servicios financieros, podría reportar sustanciales ganancias (Aussilloux *et al.*, 2011 y 2017).

2.5.4. OTRAS POLÍTICAS CON ORIENTACIÓN DE LARGO PLAZO

Por lo que respecta a la política comercial, la UE ha demostrado tener flexibilidad para adaptarse a nuevos retos, tanto a nivel multilateral (con la propuesta de reforma de la OMC) como regional [con el Acuerdo Económico y Comercial Global con Canadá (CETA), Japón, acuerdos comerciales con MERCOSUR, entre otros]. Sin embargo, son necesarios mayores esfuerzos para alcanzar nuevos acuerdos comerciales y de inversión con otros socios comerciales importantes (China e India, por ejemplo), así como asegurar la igualdad de condiciones y mayor transparencia en las negociaciones sobre comercio.

En cuanto al cambio climático, en comparación con otras economías avanzadas, los países de la UE están a la vanguardia en políticas de mitigación de sus efectos. Con todo, debemos ser más ambiciosos si pretendemos cumplir los compromisos adquiridos en el Acuerdo de París de 2015 de reducir las emisiones de gases de efecto invernadero al menos un 40 % entre 1990 y 2030 y de limitar el aumento de la temperatura mundial a mucho menos de 2° C por encima de los niveles preindustriales.

²⁰ Aussilloux *et al.* (2017) estiman que las barreras no arancelarias subsistentes, en particular en los servicios, reducen el comercio entre países de la UE a un nivel unas cuatro veces por debajo de la intensidad comercial entre los estados de Estados Unidos, teniendo en cuenta la influencia del idioma y de otros factores como la distancia y la población.



Las reformas necesarias en este ámbito exigen coordinación y análisis sólidos a fin de compensar a los grupos vulnerables por tener que ajustarse a unos precios de la energía más elevados y mitigar el impacto sobre las empresas con una estructura de costes intensiva en energía que compiten en los mercados globales.

Sin pretender ser exhaustivo, entre otras áreas que merecen mayor prioridad se incluyen: mayor integración de las políticas de I+D e innovación en la UE; promoción de políticas activas del mercado de trabajo; resolución del problema de la elevada cuña fiscal sobre las rentas del trabajo existente en algunos países, y flexibilización de la normativa que restringe los servicios profesionales, el comercio minorista y las industrias de red.

2.6. CONCLUSIONES

La crisis financiera global y la crisis de deuda soberana que afectó específicamente al área del euro contribuyeron a dar un salto importante en la culminación de la UEM. Las enseñanzas extraídas de la doble recesión, todavía reciente, están demasiado presentes y sus cicatrices son demasiado profundas como para olvidar que aún queda mucho por hacer, y la actual situación de desaceleración global sincronizada es un llamamiento a la acción.

Al pensar en el «estado de la economía de la Unión», las autoridades europeas deben adoptar una perspectiva amplia e implementar políticas dirigidas a contrarrestar los posibles efectos adversos sobre el crecimiento de las tendencias de carácter estructural discutidas en el texto, para evitar el riesgo de que la economía europea caiga en una situación de «estancamiento secular», con bajo crecimiento y reducción del bienestar, como se ha analizado en este capítulo. Pensar en grande exige no solo completar y hacer efectivas el conjunto de políticas de estabilización a corto plazo disponibles a escala de la UEM, sino sobre todo afrontar los retos que plantean los desarrollos tecnológicos, medioambientales y demográficos globales.

REFERENCIAS

- AHIR H., N. BLOOM y D. FURCERI (2019). «The world uncertainty index», Stanford Institute for Economic and Social Research, Working Paper 19-027.
- AKSOY Y., H. BASSO, R. P. SMITH y T. GRASL (2019). «Demographic Structure and Macroeconomic Trends», *American Economic Journal: Macroeconomics*, American Economic Association, vol. 11(1), p. 193-222.
- ALLOZA M., P. BURRIEL y J.J. PÉREZ (2019). «Fiscal policies in the euro area: revisiting the size of spillovers», *Journal of Macroeconomics*, p. 103-132.
- ALTAVILLA C., L. BURLON, M. GIANETTI y S. HOLTON (2019). «Is There a Zero Lower Bound? The Effects of Negative Policy Rates on Banks and Firms», trabajo



- presentado en la conferencia del BCE Monetary Policy: Bridging Science and Practice, October.
- ANDREEVA D. y M. GARCÍA-POSADA (2019). «The Impact of the ECB's Targeted Long-Term Refinancing Operations on Banks' Lending Policies: The Role of Competition», Banco de España, Documento de Trabajo 1903.
- ARCE O., R. GIMENO y S. MAYORDOMO (2018). «Los efectos del programa de compra de bonos corporativos del Eurosistema sobre las empresas españolas», Banco de España, Boletín Económico, artículo 1/2018.
- ARCE O., S. HURTADO y C. THOMAS (2016). «Policy Spillovers and Synergies in a Monetary Union», *International Journal of Central Banking*, vol. 12(3), p. 219-277.
- ARCE O., M. GARCÍA-POSADA, S. MAYORDOMO y S. ONGENA (2018). «Adapting lending policies when negative interest rates hit banks' profits», Banco de España Documento de Trabajo 1832.
- AUSSILLOUX V., A. BENASSY-QUERE, C. FUEST y G.B. WOLFF (2017). «Making the best of the European single market», Bruegel policy contribution, 3.
- AUSSILLOUX V., C. EMLINGER y L. FONTAGNE (2011). «What benefits from completing the Single Market?», *La lettre du CEPII* 316.
- BANCO DE ESPAÑA (2016). «El efecto de las políticas monetarias del BCE en el período reciente», capítulo 3, Informe Anual 2015.
- BANCO DE ESPAÑA (2017). «La política fiscal en la UEM», capítulo 4, Informe Anual 2016.
- BANCO DE ESPAÑA (2018b). «El dinamismo de la inversión en la recuperación: determinantes y retos», capítulo 3, Informe Anual 2017.
- BANCO DE ESPAÑA (2019a). «El aumento del proteccionismo entre Estados Unidos y China y sus repercusiones sobre la economía mundial», Recuadro 2, Boletín Económico, septiembre.
- BANCO DE ESPAÑA (2019b). «Los determinantes de la baja inflación en la UEM y en España», capítulo 2, Informe Anual 2018.
- BANCO DE ESPAÑA (2019c). «El diseño de la política monetaria en el medio y en el largo plazo», capítulo 3, Informe Anual 2018.
- BANCO DE ESPAÑA (2019d). «Consecuencias económicas de los cambios demográficos», capítulo 4, Informe Anual 2018.
- BARTELSMAN E. J., P. LÓPEZ-GARCÍA y G. PRESIDENTE. (2018). «Cyclical and structural variation in resource allocation: evidence for Europe», *European Central Bank Working Paper* 2210.
- BERGEAUD A., G. CETTE y R. LECAT (2017). «Total factor productivity in advanced countries: A long-term perspective», *International Productivity Monitor*, Centre for the Study of Living Standards, vol. 32, p. 6-24.
- BING, X., D. SANTABÁRBARA y M. ROTH (2019). «Impacto global de una desaceleración en China», Banco de España, Boletín Económico, Artículos Analíticos.
- BLANCHARD O. (2019). «Public Debt and Low Interest Rates», *American Economic*



- Review, American Economic Association, vol. 109(4), p. 1197-1229.
- BLANCHARD O., y L. SUMMERS (2017). Rethinking stabilization policy: evolution or revolution, National Bureau of Economic Research Working Paper 24179.
- BLANCHARD O., y L. SUMMERS (2019). Evolution or Revolution: Rethinking Macroeconomics after the Great Recession. MIT Press, 2019.
- BORN B., G.J. MÜLLER, M. SCHULARICK y P. SEDLÁČEK (2019). «The Costs of Economic Nationalism: Evidence from the Brexit Experiment». The Economic Journal. 129(10), p. 2722-2744.
- BÖRSCH-SUPAN A., D.N. LEITE y J. RAUSCH (2019). «Demographic changes, migration and economic growth in the euro area». Ponencia presentada en el ECB forum on Central Banking, Sintra.
- BOTELHO V. y A. DIAS DA SILVA (2019), «How does the current employment expansion in the euro area compare with historical patterns?», Boletín Económico, Banco Central Europeo número 6/2019.
- CABALLERO R., E. FHARI y P. GOURINCHAS (2017). «The safe assets shortage conundrum», Journal of Economic Perspectives 31(3), p. 29-46.
- CARMASSI J., S. DOBKOWITZ, J. EVRARD, L. PARISI, A. SILVA y M. WEDOW (2018). «Completing the Banking Union with a European Deposit Insurance Scheme: Who is Afraid of Cross-Subsidisation?», European Central Bank Occasional Paper Series 208.
- CIMADOMO J., E. GORDO, A. PALAZZO y P. SABALOT. «Reassessing risk sharing channels in the euro area and in the US». ECB Working Paper, de próxima publicación.
- CLARIDA R. (2019). «The Federal Reserve's Review of Its Monetary Policy Strategy, Tools, And Communication Practices», at A Hot Economy: Sustainability and Trade-Offs. Federal Reserve Bank of San Francisco, San Francisco, California.
- CONSEJO FISCAL EUROPEO. (2019). Informe Anual.
- Consejo Nacional de Productividad de Francia (2019). «Productivity and competitiveness: where does France stand in the euro zone?», National Productivity Board, First Report.
- DEL NEGRO M., D. GIANNONE, M.P. GIANNONI y A. TAMBALOTTI (2017). «Safety, liquidity, and the natural rate of interest», Brookings Papers on Economic Activity, 2017(1), p. 235-316.
- DÍAZ DEL HOYO J. L., E. DORRUCCI, F.F. HEINZ y S. MUZIKAROVA (2017). «Real convergence in the euro area: a long-term perspective». ECB Occasional Paper, (203).
- DÖTTLING R., G. GUTIÉRREZ GALLARDO y T. PHILIPPON (2017). «Is there an investment gap in advanced economies? If so, why?», disponible en SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3002796> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3002796>
- EGGERTSSON G. B., N. R. MEHROTRA y J. A. ROBBINS (2017). «A model of secular stagnation: Theory and quantitative evaluation», American Economic Journal: Macroeconomics 11(1), p. 1-48.
- ELDING C., y R. MORRIS (2018). «Digitalisation and its impact on the economy: insights from a survey of large companies», Boletín Económico, BCE, número 7/2018.



- Eurogrupo. (2019). Term sheet on the Budgetary Instrument for Convergence and Competitiveness. Comunicado de prensa, 14 de junio.
- FARHI E., e I. WERNING (2017). «Fiscal Unions», *American Economic Review* 107 (12), p. 3788-3834.
- FIorentini G., A. Galesi, G. PÉREZ-QUIRÓS y E. SENTANA. (2018). «The rise and fall of the natural interest rate», Banco de España, Documento de Trabajo 1822.
- GONCALVES-RAPOSO I. y A. LEHMANN (2019). «Equity finance and capital market integration in Europe», Bruegel Policy Contribution 3.
- GORDO E. e I. KATARYNIUK (2019). «Towards a more resilient euro area», *Economics and Business Letters* 8 (2), 106-114
- HANDLEY K. y N. LIMAO (2017). «Policy uncertainty, trade and welfare: theory and evidence for China and the United States», *American Economic Review* 107 (9), 2731-83.
- HEIDER F., F. SAIDI y G. SCHEPENS (2019). «Life below zero: Bank lending under negative policy rates», *The Review of Financial Studies*, vol. 32, no 10, p. 3728-3761.
- HOOOPER, P., F. MISHKIN y A. SUFI (2019), «Prospects for inflation in a high pressure economy: is the Phillips curve dead or is it just hibernating», US Monetary policy forum, Federal Reserve Bank of New York.
- IN'T VELD J. (2019). «The economic benefits of the EU single market in goods and services», *Journal of Policy Modeling* 41, 803-818.
- JONG J., M. FERDINANDUSSE, J. FUNDA e I. VETLOV (2017). «The effect of public investment in Europe: a model based assessment», ECB Working Paper 2021.
- JORDÀ O., y A. TAYLOR (2019). «Riders on the Storm», Federal Reserve of San Francisco Working Paper series 20.
- LAUBACH, T. y J.C. WILLIAMS (2016). «Measuring the natural rate of interest redux», *Business Economics*, vol. 51, no 2, p. 57-67.
- LEEPER E. (2019a). «Fiscal Backing for Monetary Policy: What If It Ain't There?», ponencia presentada en la conferencia del Banco Central Europeo *Monetary Policy: Bridging Science and Practice*.
- LEEPER E. (2019b). «Sweden's fiscal framework and monetary policy», ponencia presentada en la conferencia del Banco Central Europeo *Monetary Policy: Bridging Science and Practice*.
- LUKASZ R., y L. SUMMERS (2019), «On secular stagnation in the industrialized world», NBER Working Paper 26198.
- MORETTI L., L. ONORANTE y S.Z. SABER (2019). «Phillips curves in the euro area», European Central Bank Working Paper 2295.
- PARRAGA S., P. DEL RÍO y J.L. VEGA (2019). «The Federal Reserve review of its monetary policy framework», Banco de España, Boletín Económico 4.
- RESTOY F. (2018). The European Banking Union: what are the missing pieces? Conference at the International Center for Monetary and Banking Studies, Génova.
- ROSTAGNO M., C. ALTAVILLA, G. CARBONI, W. LAMKE, R. MOTTO, A. SAINT-



- GUILHEM y J. YANGOU (2019). «A Tale of two Decades: The ECB's Monetary Policy at 20», de próxima publicación.
- SIMS C.A. (2016). Luncheon address: Fiscal policy, monetary policy and central bank independence, in designing resilient monetary policy frameworks for the future. Jackson Hole Symposium, Federal Reserve Bank of Kansas City, Economic Conference proceedings 313-325.
- VEGA, J. L. (coord.) (2019), «Brexit: balance de situación y perspectivas», Banco de España Documento Ocasional, 1905.



3. ESTADO DEL SECTOR BANCARIO EUROPEO

JOSÉ MANUEL CAMPA¹

El sector bancario europeo ha pasado por un proceso de transformación. Una década después de la crisis financiera, los bancos europeos han saneado sus balances, han fortalecido sus niveles de capital y han mejorado sus posiciones competitivas. Los bancos se han visto obligados a hacer frente a los efectos de la crisis financiera y al mismo tiempo a redefinir sus modelos de negocio para responder al marco regulatorio mejorado y a los retos que afronta el sector como consecuencia del entorno macroeconómico y la transformación tecnológica.

La mejora del estado de los bancos les ha permitido reorganizar sus estructuras operativas y seguir financiando la economía. Pero a pesar de este progreso, todavía hay varios desafíos importantes en el sector. La rentabilidad sigue siendo baja, los ratios coste-ingresos han aumentado ligeramente y la calidad crediticia, que ha mejorado considerablemente en los últimos años, podría sufrir a medida que se ralentice el crecimiento económico global.

El marco regulatorio ha generado más exigencias sobre el comportamiento de los bancos y continúa actualizándose. La implementación del paquete de reducción de riesgos aprobado en la UE el pasado verano, en particular en las áreas de planificación de la resolución y valoración de la viabilidad de la resolución, implementación de los acuerdos finales en estándares de capital con respecto a Basilea III y mayor énfasis en la protección adecuada del consumidor, traerá consigo demandas adicionales en el sector bancario.

Además, el sector se enfrenta a retos importantes derivados de la innovación tecnológica, la transformación digital y los competidores. Aparte de esto, surgen nuevas oportunidades y riesgos a medida que las economías europeas en su conjunto se enfrentan a la transformación que se deriva del riesgo climático y los objetivos de crecimiento sostenible.

¹ José Manuel Campa es presidente de la Autoridad Bancaria Europea



Estos retos se mantendrán en un futuro cercano y el sector tiene que seguir mejorando su posición competitiva y reestructurándose para poder ofrecer servicios apropiados a la economía.

3.1. EL SECTOR BANCARIO: EL RETO DE LA RENTABILIDAD

3.1.1. MEJORA DEL BALANCE: MEJORAS EN LA POSICIÓN DE CAPITAL DE LOS BANCOS Y REDUCCIONES DE LA MOROSIDAD

Los bancos europeos han aumentado considerablemente su posición de capital en los últimos cinco años. A fecha de junio de 2019, la ratio de capital ordinario Tier 1 (CET1) se situaba en el 14,6% (sobre una base transicional), lo que supone un incremento de más de 2 puntos porcentuales con respecto a la ratio media de 2014. La misma tendencia se observa en la ratio de capital total, que se ha incrementado aún más a medida que los bancos han seguido adecuando sus pasivos para cumplir los requisitos de capital total. La ratio de capital total se situaba en el 18,9% en junio de 2019. El componente Tier 1 adicional (AT1) se ha incrementado hasta el nivel del 1,5%, mientras que el componente T2 se situó en el 2,7%².

Además de este incremento del capital total de los últimos años, los bancos también han aumentado sus activos ponderados por riesgo un 3% en el último año.

Los préstamos morosos (NPLs) han sido una de las principales preocupaciones para los supervisores, responsables de la política y participantes del mercado en la UE. La calidad de los activos de los bancos europeos ha mejorado notablemente en los últimos 4 años. En junio de 2019, la ratio de la media ponderada de los préstamos morosos se situó en el 3%, en comparación con el 6% de junio de 2015. Es la ratio más baja desde que la EBA introdujo una definición armonizada de los préstamos morosos para todos los países europeos en 2014. De media, la ratio de morosidad ha mejorado en 75 p.b. en cada uno de los últimos cuatro años.

Las reducciones de los volúmenes de préstamos morosos, el numerador de la ratio, es lo que más ha impulsado la mejora. Los préstamos morosos a junio de 2019 se situaban en 636.000 millones de euros, casi un 50% menos en comparación con junio de 2015. El descenso de la morosidad se atribuye principalmente a las ventas y titulizaciones de los préstamos morosos. Aunque se presentaron reducciones en todos los países, principalmente en aquellos con ratios iniciales más altas, los préstamos morosos siguen estando distribuidos de forma desigual (de menos del 1% en Suecia al 39% en Grecia) y siguen siendo elevados en algunos países. Las ratios de morosidad son más altas en segmentos de préstamo como PYMES, inmuebles comerciales y crédito al consumo.

² Según el Informe de evaluación de riesgos de la EBA, el 30% de los bancos de la muestra indicaron un capital AT1 del 1,5% como mínimo y el 45% de los bancos de la muestra indicaron un capital T2 de al menos un 2%.



La mejora de la ratio de morosidad también va acompañada de mejoras en la ratio de cobertura y de una tolerancia más baja. La ratio de cobertura está muy dispersa entre bancos y países. Sin embargo, los bancos con niveles de aprovisionamiento más bajos tienden a tener valores de garantía más altos y viceversa. Las ratios de tolerancia se han ido reduciendo constantemente desde junio de 2015, hasta caer al 1,9% desde el 3,7% registrado cuatro años antes.

A pesar de las notables mejoras, los activos heredados siguen siendo sustanciales y se concentran en unos cuantos países. Los principales impedimentos para resolver los préstamos morosos identificados por los bancos son las diferencias en la capacidad de recuperar préstamos morosos debido al marco legal y a la falta de mercado para dichos préstamos. Estos problemas siguen siendo importantes en unos cuantos países y, en particular, en aquellos con ratios de morosidad más altas. Hay importantes iniciativas en marcha que tienen como objetivo impulsar aún más la reducción de los activos heredados en esos países, como Grecia y Chipre, que todavía tienen ratios de morosidad de dos dígitos.

Sin embargo, en vista de que las condiciones económicas se están debilitando, los bancos deben vigilar muy de cerca la calidad de los activos para identificar cualquier posible deterioro, en especial en los segmentos con más riesgo, y gestionar activamente los préstamos morosos de sus balances.

3.1.2 LOS RETOS PARA LA RENTABILIDAD

La rentabilidad de los bancos europeos sigue estando por debajo de lo que se consideraría un nivel apropiado. La rentabilidad de los bancos europeos lleva años reza-gada con respecto a la de los bancos estadounidenses. Mientras que la rentabilidad de los recursos propios (ROE por sus siglas en inglés) se situó en el 6,5% para los bancos europeos en 2018, estaba en el 11,9% para sus homólogos estadounidenses³. Esta diferencia no se puede atribuir a una sola razón. Además, la proporción de los bancos que participaron en el Cuestionario de evaluación de riesgos (RAQ por sus siglas en inglés) de la EBA que prevén un aumento de la rentabilidad es baja. Solo aproximadamente el 25% de los encuestados prevén un aumento general de la rentabilidad del banco en los próximos 6 a 12 meses, en comparación con el 29% que expresaban tal expectativa en diciembre de 2018.

Por otra parte, los bancos europeos no han podido mejorar su eficiencia operativa. La ratio coste-ingresos (CIR por sus siglas en inglés) de los bancos europeos ha aumentado de un valor medio del 62,9% en 2014 al 66,3% en 2018. Comparando de nuevo, los bancos europeos muestran una eficiencia más baja que sus homólogos estadounidenses (CIR 62,8%). Estas ratios medias también subrayan distintas tendencias subyacentes. Los bancos estadounidenses han reducido su CIR desde el 71,8% en 2014, mientras que en los bancos europeos se ha incrementado.

³ Panel de Riesgos de la EBA, Reserva Federal de EE. UU.



El mal resultado de la ratio coste-ingresos se explica sobre todo por la dificultad de los bancos para ajustar los gastos operativos en consonancia con la evolución de sus ingresos en un entorno desafiante. Además, muchos de los bancos piensan reducir simultáneamente los gastos generales y de personal y al mismo tiempo aumentar de forma significativa sus inversiones en automatización y digitalización.

Las diferencias de rentabilidad y estructuras de costes entre los bancos europeos y los estadounidenses se reflejan igualmente en las percepciones que tienen de ellos los inversores. Más del 80% de los bancos de EE. UU. negociaban a un multiplicador precio/valor contable por encima de 1 en julio de 2019, en comparación con menos del 30% en la UE/EEE. A principios de 2008, el precio/valor contable estaba por encima de 1 en aproximadamente el 90% de los bancos de ambas jurisdicciones.

Es sorprendente que la consolidación del sector bancario se haya producido mucho más rápido en EE. UU. que en la UE. Asimismo, el número de entidades que ha sobrevivido ha sido menor en EE. UU. en comparación con la UE. En consecuencia, cuando observamos los bancos que fueron menos rentables después de la crisis financiera mundial, en EE. UU. más del 50% salieron del mercado o fueron adquiridos por un competidor, mientras en la UE/EEE esta cifra se mantiene por debajo del 40%.⁴ Como resultado, el número de entidades de crédito ha caído un 30% en EE. UU. desde 2008, mientras que el descenso en la UE fue solo del 20%.⁵

3.2. MIRANDO AL FUTURO: RETOS PARA EL SECTOR

3.2.1. RETOS PARA LA CONSOLIDACIÓN

El margen de consolidación en el sector bancario europeo se ha identificado a menudo como posible respuesta al reto de la rentabilidad. Las economías de escala y de alcance no se aprovechan por completo en el sector bancario europeo y los modelos de negocio actuales a menudo no son compatibles con la rentabilidad sostenible a largo plazo. Sin embargo, ha habido poca actividad de fusiones y adquisiciones en los años posteriores a la crisis y, en concreto, cruzando fronteras. El número de operaciones de fusión y adquisición ha mostrado más bien una caída constante en los últimos años y los valores de las operaciones llegaron al nivel más bajo en el 1S 2017.

No debemos llegar a la conclusión de que la consolidación es en sí misma un objetivo ni de que por sí misma vaya a impulsar la rentabilidad. Sin embargo, a través de la destrucción creativa, un proceso activo mediante el cual las entidades más eficientes siguen ganando cuota de mercado, mientras que las entidades más débiles y menos eficientes salen del mercado, se contribuirá a mejorar la rentabilidad. Al mismo tiempo, esa conso-

⁴ Información comercial de Standard & Poor's.

⁵ BCE, Reserva Federal de EE. UU.



lidación podría beneficiarse potencialmente de sinergias operativas que permitirían a las empresas que permanecen ofrecer mejores servicios y a la vez mejorar su rentabilidad.

La consolidación en las fronteras nacionales parece más atractiva que la consolidación transfronteriza dentro de la UE. Las duplicidades de personal y redes de sucursales de los bancos que operan en distintos países son más limitadas, como también lo sería la reducción de gastos operativos de las fusiones transfronterizas en comparación con las nacionales.

La reticencia a las fusiones y adquisiciones transfronterizas puede ser hasta cierto punto un legado de la crisis financiera, cuando una respuesta de los bancos europeos fue reducir la actividad transfronteriza y centrarse en su negocio central, principalmente interno, y con frecuencia han prevalecido los enfoques nacionales. Los ejemplos de operaciones de fusión y adquisición no muy satisfactorias en el sector bancario europeo en el pasado también pueden contribuir a esa reticencia. Cuando examinamos las razones de la reticencia a la consolidación transfronteriza, a menudo se sugieren bajos márgenes, baja rentabilidad, aspectos culturales y una falta identificada de argumentos comerciales para posibles fusiones y adquisiciones. También se mencionan las barreras legales además de las restricciones regulatorias para asignar libremente capital y liquidez entre fronteras.

La normativa no debe plantear obstáculos adicionales injustificados, sino que debe garantizar que haya una base para una competencia sana. Esto debe incluir salidas adecuadas de los bancos débiles con modelos de negocio no sostenibles, competencia efectiva y la capacidad de los ya establecidos y de los recién llegados para adoptar nuevas tecnologías que proporcionen mejores servicios y garanticen al mismo tiempo la estabilidad financiera.

El marco regulatorio de la UE puede resultar útil en esa esfera finalizando la implementación efectiva del marco de resolución para garantizar que las salidas de los bancos sean ordenadas. La supervisión y armonización real en torno al establecimiento de colchones de capital, como el colchón de riesgo sistémico y el colchón para otras entidades de relevancia sistémica, tiene que garantizar que no existen cargas innecesarias. El establecimiento de un Plan de Seguros de Depósitos Europeo de pleno derecho en la Unión Bancaria también reduciría la reticencia de los reguladores a ejercer exenciones nacionales sobre la liquidez y el capital. Las diferencias en los regímenes tributarios y de insolvencia también hace que las operaciones transfronterizas sean más complejas. Por último, tiene que haber una normativa que permita la introducción de nuevas tecnologías y nuevos participantes en el sector, lo que fomenta la competencia manteniendo al mismo tiempo la estabilidad financiera.

3.2.2. ENTORNO MACROECONÓMICO

El prolongado entorno de bajos tipos de interés ha sido un factor clave que contribuye a la escasa rentabilidad en el sector bancario europeo. En línea con las expectativas reforzadas de un escenario continuado de bajos tipos de interés y aplanamiento de las



curvas de rendimiento, las perspectivas de ingresos y rentabilidad por intereses siguen siendo débiles.

El margen de intereses es la fuente más importante de ingresos bancarios, pero ha caído un 6,2% de marzo de 2015 a marzo de 2019 (347.000 millones de EUR⁶) durante el prolongado entorno de bajos tipos de interés y a pesar de que se han incrementado los volúmenes de crédito. Los reducidos márgenes de intereses son el principal factor del débil ingreso neto de intereses y apunta a retos para incrementar los ingresos por intereses. Más allá del margen de intereses, los ingresos netos por comisiones, como segundo factor más importante que contribuye a la rentabilidad de los bancos europeos, se han reducido 1,7 puntos porcentuales entre el 1T 2018 y el 1T 2019.

La automatización y la digitalización son áreas fundamentales para que los bancos europeos mejoren su eficacia y reduzcan los gastos operativos. Estas ganancias de eficiencia deberían dar como resultado unos costes generales y de personal reducidos, pero primero requieren costosas inversiones en TI y tecnología financiera. Los bancos tienen que encontrar la forma de conservar el valor de su negocio y al mismo tiempo transformar su modelos de negocio.

3.2.3. ENTORNO REGULATORIO

El sector financiero ha experimentado un reajuste normativo tras la crisis financiera. La mayor parte de estos cambios ya se ha realizado. No obstante, el cambiante entorno económico, los retos de la tecnología y las mayores expectativas en las áreas de conducta y lucha contra los delitos financieros conformarán la agenda de cara al futuro.

Además de los retos globales a los que se enfrenta el sector financiero, la UE tiene que garantizar que trabaja internamente para fomentar un mercado único eficaz para los servicios financieros. Los avances en esta área incluyen la finalización e implementación real de la Unión Bancaria en los países de la Zona euro, el progreso adecuado en una profundización de los mercados de capitales dentro de la UE y la colaboración en las áreas de datos, privacidad, resiliencia operativa y ciberriesgo que surge a medida que se implantan nuevas tecnologías.

3.3. LA AGENDA DE LA EBA DE CARA AL FUTURO

La EBA es consciente de estos retos y ha establecido prioridades en estas áreas. La finalización y seguimiento de los mandatos para la implementación eficaz del paquete de reducción de riesgo, que se aprobó el verano pasado a nivel de la UE, es un área de trabajo importante en los próximos meses. Dentro de este amplio abanico de reformas, hacer operativa la recuperación y resolución de los bancos en toda la Unión es una prioridad.

⁶ Según una muestra estable de bancos que facilitan información de supervisión, base anualizada.



En cuanto a los requisitos prudenciales, la implementación del acuerdo de Basilea III en la UE es la parte pendiente más destacada. La EBA cree que los cambios propuestos abordan muchas de las debilidades que aún persisten en el marco prudencial actual y mantienen suficiente sensibilidad al riesgo y que la UE debe buscar una traducción fiel de los estándares globales en las normativas europeas. Las desviaciones injustificadas de las normas de Basilea podrían suponer costes para la credibilidad internacional del marco regulatorio europeo y de la confianza general en los bancos de la UE. La evaluación de la EBA muestra que, en términos de capital, el impacto sobre los requisitos de capital mínimo, aunque es relevante, está impulsado sobre todo por los bancos grandes y activos a nivel internacional y se puede absorber en gran medida durante el largo periodo de transición. El impacto en los bancos pequeños y de tamaño mediano es mucho menos significativo.

La financiación sostenible y la incorporación de factores medioambientales, sociales y de gobierno corporativo serán una parte fundamental del trabajo de regulación financiera de cara al futuro. El enfoque estaría primero en la identificación de las métricas clave que deben conformar la base de la información mejorada de los bancos. Esta taxonomía y una información mejorada pueden facilitar el trabajo de los bancos en cuanto a estrategia, gobierno corporativo y gestión de riesgos de su exposición según estos criterios. La comprensión, medición y supervisión adecuadas de los riesgos que entrañan serán una condición previa para evaluar el tratamiento prudencial de estas exposiciones.

El fortalecimiento de la Unión Europea en las áreas de protección del cliente y lucha contra el blanqueo de capitales y la financiación del terrorismo es una clara prioridad. La EBA tiene nuevos mandatos en esta área que tendrán que desarrollarse para fomentar la cooperación entre las autoridades nacionales de la Unión y mejorar la supervisión eficaz realizando revisiones de la implementación. No obstante, tenemos que reflexionar más sobre las ventajas de una normativa más homogénea a nivel europeo en esa área y las ventajas de una mayor integración.

Por último, el tratamiento de la innovación financiera también conformará el futuro del marco regulatorio. Los productos, servicios y modelos de negocio financieros, así como la estructura del sector financiero en general, están evolucionando rápidamente. Tenemos que asegurarnos de que el marco de la UE permite la adopción de nuevas tecnologías que aportaran posibilidades de mejorar la eficacia y nuevas formas de competencia, mitigando al mismo tiempo de forma eficiente los riesgos para los consumidores, para la integridad del sistema bancario y, en última instancia, para la estabilidad financiera.

PARTE II
CUESTIONES DE POLÍTICA MONETARIA



4. EUROPA ANTE EL RETO DE LA “JAPONIZACIÓN”

JOSÉ RAMÓN DIEZ GUIJARRO¹

4.1. RESUMEN

La situación de estancamiento estructural y tipos de interés naturales extremadamente bajos por la que atraviesan actualmente algunas de las principales economías desarrolladas, ha llevado a comparar esta evolución de la actividad con el desempeño económico de Japón en las últimas décadas. No en vano, el único ejemplo que ofrece la historia económica reciente sobre este anémico comportamiento del ciclo de negocios sería la evolución de la economía japonesa desde la crisis de principios de la década de los noventa del pasado siglo. Este documento presenta un análisis de las causas y características del fenómeno económico llamado “japonización”, así como de los errores de política económica que cronificaron los problemas. Además de una valoración sobre la existencia de un riesgo de “japonización” en la zona euro.

Palabras clave: política monetaria, tipos de interés negativos, crecimiento potencial, japonización

4.2. INTRODUCCIÓN

El descenso tendencial de los ritmos de crecimiento potenciales, la caída de los tipos de interés naturales, la dificultad de los bancos centrales para alcanzar de forma estable los objetivos de inflación o el progresivo envejecimiento de la población son algunas de las características que han presidido el comportamiento de buena parte de los países

¹ José Ramón Diez es Director del Servicio de Estudios de Bankia y Profesor Asociado de Economía - IE Business School y CUNEF



desarrollados desde la última crisis. Repitiendo, en mayor o menor medida, el desempeño de la economía japonesa en las últimas tres décadas.

Las erróneas y tardías respuestas de política económica, el retraso en el saneamiento de las entidades financieras y un acelerado declive demográfico terminaron enquistando los problemas, haciendo entrar al país en una espiral de caídas en las expectativas de inflación, descensos de precios, ajustes a la baja del consumo y agotamiento de las medidas convencionales de política monetaria, de la que a duras penas está comenzando a salir la economía, casi tres décadas después del inicio de la crisis. Este anómalo comportamiento económico, parecido a un estancamiento estructural, ha recibido el nombre de “japonización” y constituye el único ejemplo que ofrece la historia económica reciente del que se pueden extraer lecciones para abordar problemas como los que presentan algunos países europeos en la actualidad.

En este sentido, este artículo presenta un análisis de las características, las causas y las consecuencias del fenómeno económico llamado “japonización”. Así como una valoración del riesgo de “japonización” en la zona euro y de las lecciones que se pueden extraer de la situación japonesa.

4.3. ¿QUÉ SE ENTIENDE POR “JAPONIZACIÓN”?

La reducción significativa del crecimiento potencial, la caída del tipo de interés natural, hasta niveles incluso negativos, el descenso de los precios y el agotamiento de los grados de libertad de los instrumentos convencionales de política monetaria (tipos oficiales cero) son algunas de las características que han presidido la evolución de la economía japonesa desde hace casi treinta años. Este comportamiento cíclico anómalo durante casi las tres últimas décadas ha recibido el nombre de “japonización”.

El estado de “japonización” siguió a un frenazo de la economía en los primeros años 90, tras una década con crecimientos medios del PIB superiores al 4% anual y fuertes revalorizaciones en los mercados de valores y de la vivienda. El *boom* crediticio y una política monetaria laxa (el Banco de Japón redujo el tipo de referencia en 675 p.b. a lo largo de la década de los 80) terminaron provocando la creación de burbujas en el precio de los activos financieros y reales². Tras el *shock* financiero provocado por el endurecimiento de la política monetaria, la economía se contrajo, los precios de los activos reales y financieros se desplomaron y comenzó un periodo de estancamiento que se ha prolongado, prácticamente, hasta nuestros días. Este período se ha caracterizado por una triple D: *desapalancamiento* del sector privado, *deflación* e incremento exponencial de la *deuda* pública.

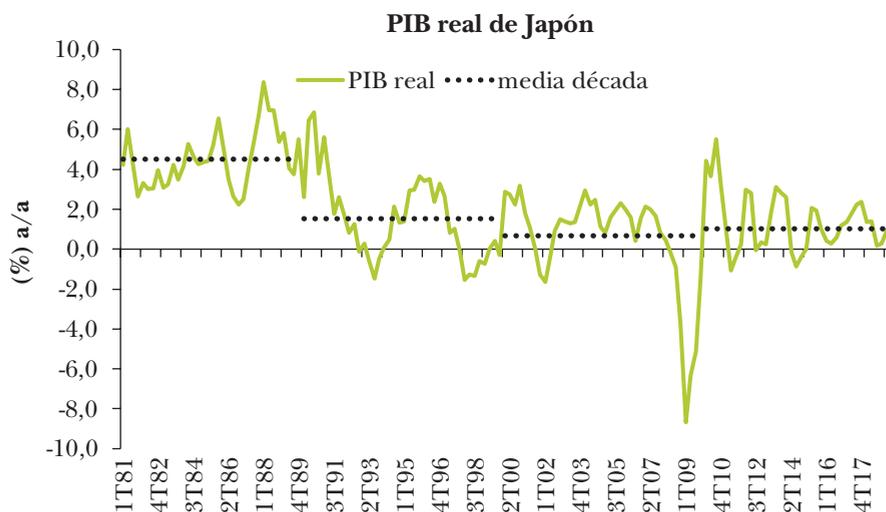
Además de factores estructurales (ajuste demográfico, caída de la productividad), una de las principales razones detrás de la prolongada crisis ha sido la lenta reacción de las autoridades económicas en tres planos diferentes: respuesta fiscal pobre y a des-

² Los préstamos a promotores y familias con garantía real en la segunda parte de la década de los 80 se hicieron con LTVs del 100% de la garantía.

tiempo (no fue significativa hasta 1992-93); crisis bancaria afrontada con lentitud y poca decisión (hasta 1997 no se recapitalizan las entidades); y ausencia de una respuesta más agresiva en política monetaria, una vez agotadas las medidas convencionales.

Este proceso, con muchas de las características de un estancamiento secular, se inició cuando la mayoría de los países de la OCDE todavía hacía la digestión de la estancación de los 70. Por tanto, en su momento, constituyó una rareza económica, convirtiéndose, junto a la Gran Depresión, en el laboratorio del que se han podido extraer lecciones para las autoridades económicas de países que, tras la última gran crisis, han estado en riesgo de entrar en una espiral económica parecida. El PIB real de Japón pasó de crecer un 4,5% en media en la década de los 80, a un 1,5% en los 90 (gráfico 1), debilitándose aún más en la primera década de este siglo (0,7%). En la década actual, ha mejorado levemente, con un crecimiento medio del 1,0%.

GRÁFICO 1: CRECIMIENTO DEL PIB REAL



Fuente: Refinitiv.

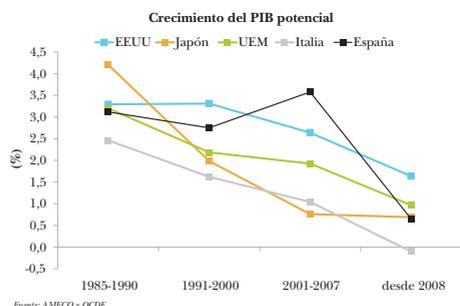
De manera que, casi treinta años después, la economía está saliendo a duras penas de ese estado latente de la actividad, al que se han acostumbrado las expectativas de los agentes. De hecho, ni siquiera existe un consenso en la literatura económica sobre cuáles son las condiciones que llevarían a un proceso de “japonización”, aunque se considere que una economía atraviesa por una situación de este tipo si cumple, necesariamente, todas y cada una de las siguientes condiciones³.

³ Algunos de los trabajos más extensos para tratar de definir el término han sido los de Pesek (2014), así como algunos capítulos en los trabajos de Kawai y Morgan (2013), y Rhee y Posen (2013). Más recientemente, Ito (2016) realiza un resumen muy completo de las condiciones que llevan a un estado de “japonización”.

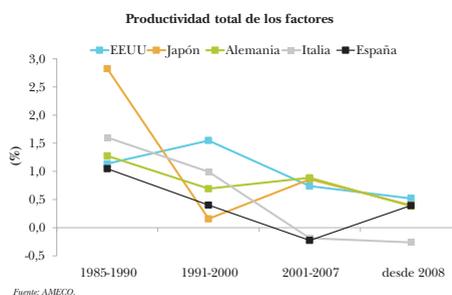
- Reducción prolongada y significativa del crecimiento potencial.
- Existencia de un tipo de interés natural negativo.
- Política de tipos de interés cero (ZIRP, en sus siglas en inglés).
- Descenso tendencial del nivel general de precios.

La caída del crecimiento potencial en las últimas décadas no es un fenómeno exclusivo de Japón, pues en las principales economías del mundo se ha ido reduciendo de forma progresiva. En la mayoría de los casos, el declive se produce desde principios de la década de los 90, mientras en el caso de Japón, el ajuste a la baja es más marcado que en el resto de los países, pues se partía de niveles superiores al 4% en la década de los 80, que se han ido reduciendo hasta situarse por debajo del 1% en la actualidad.

GRÁFICO 2 Y 3: CRECIMIENTO DEL PIB POTENCIAL Y PRODUCTIVIDAD TOTAL DE LOS FACTORES



Fuente: AMECO y OCDE.



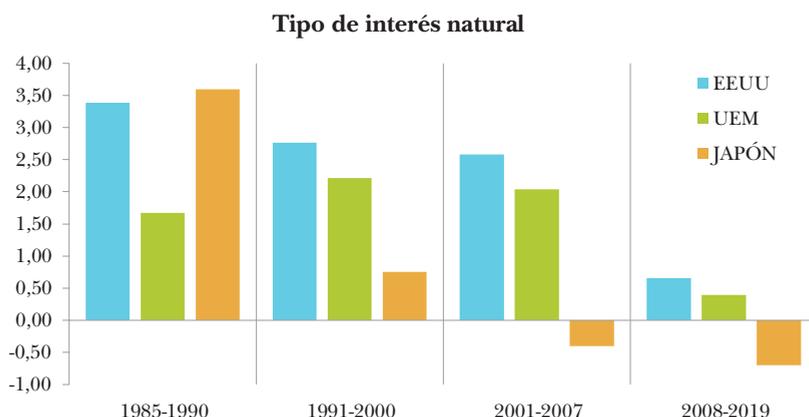
Fuente: AMECO.

Además, lo que caracteriza al ajuste a la baja del crecimiento potencial japonés es la inercia negativa que se produce en el comportamiento de la productividad total de los factores (PTF) desde 1990. No en vano, la PTF explicaba casi el 70% del crecimiento potencial antes de la crisis (2,8% de crecimiento medio desde 1985 a 1990) y se desplomó hasta estancarse en la década de los 90. Solemos pensar en los factores demográficos, en el descenso de la población activa, como principal fuente de caída del crecimiento potencial en Japón, pero es la productividad la que ha explicado la mayor parte del declive. Su caída en Japón ha sido más intensa que en el resto de las grandes economías OCDE, con la excepción de Italia.

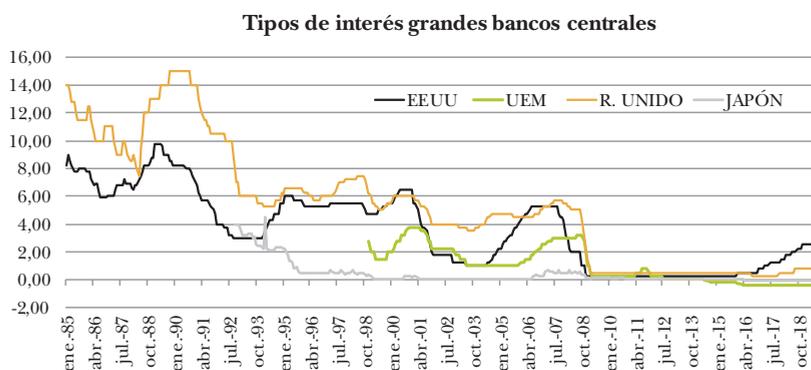
La segunda condición que se debe cumplir para hablar de “japonización” es un descenso del tipo de interés natural hasta zona negativa. Un tipo de interés natural o de equilibrio es el tipo de interés real que iguala el ahorro a la inversión en una situación de pleno empleo. En general, las estimaciones más recientes reflejan niveles en mínimos históricos y, sobre todo, una tendencia a la baja muy marcada desde la década de los 80. Los factores detrás de este bajo nivel de los tipos naturales serían: niveles elevados de ahorro (impulsados por el envejecimiento de la población), escasez de inversión mundial en este ciclo de recuperación, insuficiencia de activos libres de riesgo, aumento de

la desigualdad, desapalancamiento de los agentes privados después de una crisis financiera (recesión de balances), etc. Es decir, ese reducido tipo de interés natural resumiría buena parte de los problemas económicos que afrontan nuestras sociedades. La duda es si estamos ante un fenómeno temporal y, antes o después, se producirá una corrección al alza, o si estos bajos tipos naturales han llegado para quedarse (hipótesis de estancamiento secular).

GRÁFICO 4 Y 5: TIPO DE INTERÉS NATURAL Y TIPOS DE INTERÉS NOMINALES



Fuente: Reserva Federal de NY, Banco de Japón y Bankia Estudios



Fuente: Bloomberg

En una lectura de política monetaria, los bancos centrales, teóricamente, deberían situar los tipos de interés reales por debajo de los naturales para intentar impulsar a las economías en épocas de recesión (política monetaria expansiva) y a la inversa cuando se intenta frenar la actividad (política monetaria contractiva). El problema es que la deflación hace imposible situar los tipos reales por debajo de los naturales, cuando estos últimos se encuentran en zona negativa, dificultando y retrasando la salida de la crisis.

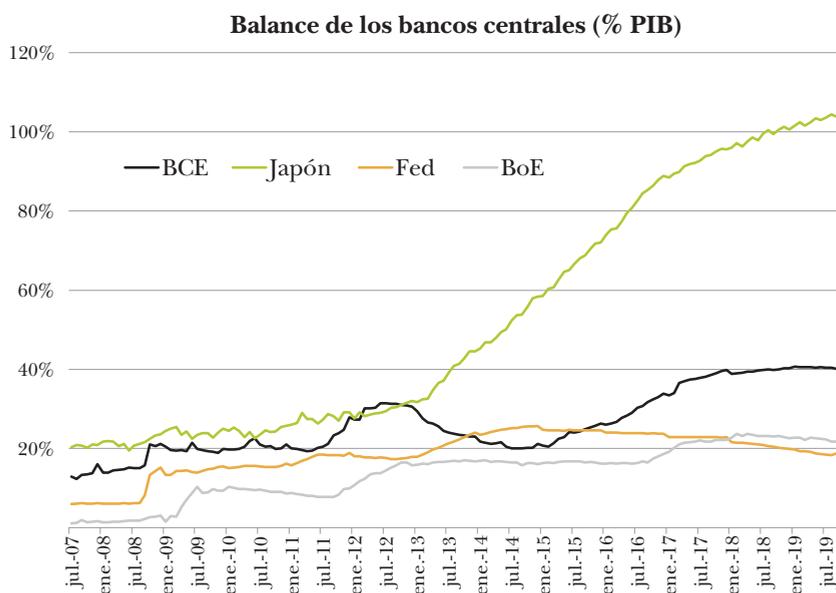


Por tanto, una situación a la japonesa se produce por la combinación de un tipo de interés natural negativo y la imposibilidad de que los tipos de interés reales se sitúen por debajo, cuando existe deflación.

En Japón, el tipo de interés natural llegó a alcanzar el 3,5% a finales de la década de los 80 y, desde entonces, se ha ido reduciendo, hasta alcanzar niveles negativos a comienzos de este siglo, zona en la que permanece en la actualidad. Es decir, en la última década y media, la política monetaria ha estado limitada por la combinación letal que supone un tipo de interés natural en zona negativa y una espiral deflacionista.

En tercer lugar, una situación a la japonesa también conllevaría un descenso del tipo de interés nominal hasta cero y, por tanto, el agotamiento de las políticas monetarias convencionales. La política de tipos de interés cero (ZIRP) se inició en Japón en 1999 (casi una década después del inicio de la crisis) y, desde entonces, con la excepción del período 2006-2008, el banco central de Japón (BOJ) ha mantenido los tipos de interés en el “zero lower bound”. Además, el BOJ inició un proceso de QE (*quantitative easing*) en 2001, que ha llevado el tamaño de balance del banco central hasta el 104% del PIB. Aunque la autoridad monetaria japonesa fue pionera en agotar el margen convencional de la política monetaria, el resto de grandes bancos centrales siguieron su ejemplo después de la última crisis y, en un buen número de casos, fueron todavía más agresivos al profundizar en la zona de tipos de interés negativos (NIRP), además de iniciar programas de expansión cuantitativa (QE).

GRÁFICO 6: TAMAÑO DE BALANCE DE LOS BANCOS CENTRALES



Fuente: BCE, Banco de España, Reserva Federal USA y Banco de Inglaterra

Por último, la economía japonesa se ha enfrentado a un proceso tendencial de caída de los precios que prácticamente ha durado quince años (Gráfico 7). Desde 1992 a 1998, la inflación se fue reduciendo, aunque se mantuvo en territorio positivo durante la mayor parte del tiempo. En esa primera etapa se puede hablar de desinflación, pero no de deflación. Es a partir del verano de 1998 cuando los precios empiezan a caer y, con la excepción del período 2006-2008 y 2013 (subida del IVA), se siguen reduciendo, hasta prácticamente el año 2016. En definitiva, en las dos últimas décadas, la media de la tasa interanual del IPC ha sido prácticamente cero, lo que refleja las dificultades para que una economía escape de una espiral deflacionista, una vez que las expectativas de los agentes se habitúan a las caídas de precios. De hecho, después de que los crecimientos de los precios superasen el 1% en buena parte de 2018, han vuelto a situarse por debajo del 1% en los últimos meses. Ahora mismo, la inflación subyacente está estancada en el 0,5% y el BOJ vuelve a advertir del riesgo de un nuevo deslizamiento a la baja; sobre todo, porque la reciente subida del IVA puede provocar caídas del consumo y una contracción del PIB en este trimestre, lo que puede hacer desaparecer el *output-gap* positivo que presentaba el país hasta el verano.

El resultado es que, después de dos décadas, el nivel de precios apenas se encuentra un 1,2% por encima del nivel que se alcanzó en 1998; durante ese mismo periodo, el IPC ha crecido un 60% de media en los países OCDE.

GRÁFICO 7: EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN

Inflación en Japón



Fuente: Refinitiv.

Adicionalmente, la “japonización” ha coincidido con un acelerado proceso de envejecimiento de la población que ha intensificado las inercias que acabamos de comentar. La caída de la tasa de natalidad desde 1,8 hijos por mujer en edad fértil en 1985 a 1,4 en la actualidad y, especialmente, el aumento de la esperanza de vida a la edad de jubilación



desde 13 a 22 años, han convertido a Japón en el país más envejecido del mundo. En este sentido, el inicio de la “japonización” coincide con el momento en el que la población activa alcanzó un máximo (1991). La diferencia es que, en la década de los 90, el resto del mundo crecía con mucho más dinamismo, lo que permitió a los inversores japoneses obtener rentabilidades muy elevadas invirtiendo en el exterior.

En definitiva, “japonización” es un estado extremo de la economía que satisface todas las condiciones anteriores. Se definiría como una economía con un bajo crecimiento cronificado, acompañado de una caída tendencial del nivel general de precios. En este contexto, no existe una política monetaria convencional que sea capaz de estimular la economía, ya que el tipo de interés real supera al tipo de interés natural.

4.4. ¿ESTÁ LA UEM EN RIESGO DE “JAPONIZACIÓN”?

Aunque la economía japonesa estaría empezando a dejar atrás el estado de hibernación, gracias a que ha logrado escapar de la situación de deflación desde 2016, el riesgo de “japonización” está centrando la atención de un buen número de economistas durante esta fase madura del ciclo expansivo, porque algunas de las mayores economías desarrolladas han cumplido buena parte de las condiciones detalladas en la sección anterior. En algunos casos, esas tendencias se iniciaron, incluso, antes del estallido de la crisis financiera global de 2008-09.

En primer lugar, como comentábamos en el apartado anterior, parece claro que las principales economías desarrolladas, especialmente en el caso de Europa, han experimentado un gradual descenso en su crecimiento potencial desde los años 90. Dentro de la UEM, aparte de Grecia con un crecimiento potencial negativo (-0,5%), el caso más destacable sería el de Italia, donde su potencial de crecimiento ha pasado del 2,5% anual a principios de la década de los 90 al 0,5% actual, según estimaciones de la Comisión Europea. Asociado a esta situación se encuentra un menor crecimiento en la productividad total de los factores: en Italia, ha pasado de tasas del 1,5% hasta caer ahora a un ritmo medio del -0,3%. En el caso de la UEM, el crecimiento potencial pasó del 3,2% anual en los años 80 a descender gradualmente hasta el 1,3% actual.

En segundo lugar, según estimaciones de la Reserva Federal de Nueva York, los tipos de interés naturales se sitúan en la actualidad por debajo del 1% tanto en EEUU (0,6%), como en la UEM (0,2%), frente a niveles entre el 2,8% y el 2,2% de la década de los 90 (gráfico 4).

El caso de la UEM es especialmente relevante, teniendo en cuenta que cada uno de los países de la zona euro tiene una tasa de interés natural diferente, pero la política monetaria es común, marcada por el BCE.

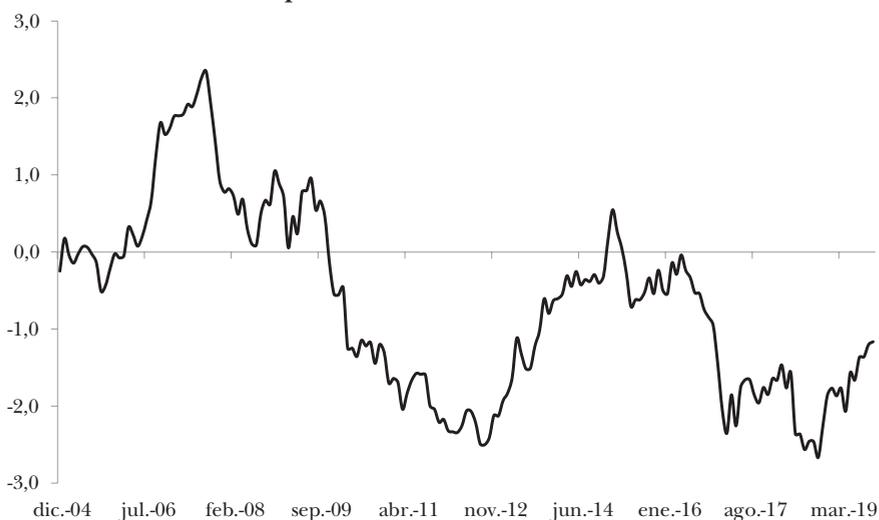
Desde el nacimiento del euro hasta la crisis de 2008, el tipo de interés real en la UEM⁴ se situó en media en el 1,4%; es decir, por debajo de la tasa natural media de la región

⁴ Euribor doce meses menos inflación.

(2%), reflejando las necesidades de una política monetaria laxa por parte de los países del norte de Europa (sobre todo, Alemania)⁵. Especialmente, desde enero de 2003 a finales de 2005 se amplió la brecha negativa entre tipo de interés natural y real, pues la media del tipo de interés real se situó en el 0,2%, 1,5 puntos porcentuales por debajo del tipo de interés natural. Es decir, se puede afirmar que, en ese momento, la política monetaria fue extraordinariamente expansiva, al situarse los tipos reales por debajo de la tasa natural más baja de la región que, en ese momento, correspondía a Alemania, perjudicando a los países del sur de Europa.

GRÁFICO 8: TIPOS DE INTERÉS REALES

Tipos de interés real a un día en la UEM



Fuente: Bloomberg.

Después, la historia es conocida por todos. Desde finales de 2005 hasta el verano de 2007, los tipos de interés reales empezaron a subir, alcanzando un máximo en agosto de 2007 (2,3%), precisamente cuando saltaron las primeras señales de alarma en el sistema financiero internacional. Desde entonces, las bajadas de los tipos de interés nominales, especialmente desde la llegada de Mario Draghi a la presidencia del BCE, han reducido los tipos de interés reales, hasta el mínimo del -2,7% en octubre de 2018 (-1,2% en la actualidad). Sin embargo, lo relevante en Europa es que siguen existiendo tipos de interés naturales muy diferentes dentro de la región y, de hecho, la divergencia no se ha estrechado en la última década⁶. De manera que, actualmente, la política monetaria expan-

⁵ Algo que perjudicó sobremedida a países como España, que del 2004 al 2008 presentaban tipos de interés naturales superiores al 2% con una posición cíclica que aconsejaba una política monetaria restrictiva.

⁶ Brand, Bielecki y Penalver (2018).



siva del BCE parece estar más cerca de las necesidades de Italia, donde su tasa natural es más baja que en el resto de principales economías de la región (se estima que el tipo de interés natural está en negativo desde 2010). Algo parecido a lo que ocurrió entre 2003 y 2006, aunque en aquella ocasión el país favorecido fue Alemania.

Por el contrario, para el resto de los países de la UEM y, especialmente, para las denominadas economías centrales o *core* (Alemania, Austria, Bélgica y Países Bajos), con unos tipos naturales más elevados, la política actual del BCE es demasiado expansiva, lo que explicaría las disensiones dentro del Consejo. Poniendo de manifiesto las dificultades que conlleva fijar una política monetaria para toda la zona euro, al existir divergencias estructurales muy marcadas. En definitiva, parece que la regla de actuación consiste en situar los tipos reales por debajo del tipo natural más bajo de la región cuando se trata de poner en marcha una política monetaria acomodaticia. Sobre todo, cuando, como ha ocurrido en los últimos años, el BCE ha tenido que asumir todo el peso de la política económica anticíclica ante la falta de colaboración de la política fiscal.

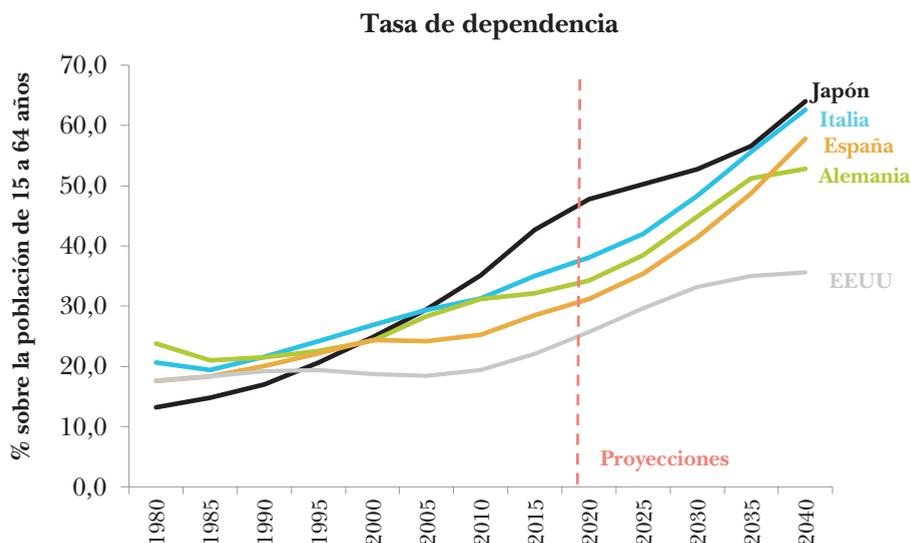
En tercer lugar, los principales bancos centrales desarrollados redujeron los tipos de interés nominales, hasta situarlos en el entorno del 0% para contrarrestar los efectos de la crisis financiera de 2008-09 y, posteriormente, rebajarlos, incluso, a niveles negativos en casos como los de UEM, Dinamarca, Suiza y Suecia. Se trata de la condición más clara de “japonización” que están cumpliendo las economías en el momento actual. Aunque es cierto que los tipos nominales en torno al 0% o ligeramente inferiores ha sido un fenómeno reciente, derivado de los efectos de la crisis financiera global, los tipos de interés han venido descendiendo gradualmente en el mundo desarrollado desde los años 90. En el caso de la UEM, después del movimiento del pasado septiembre, la facilidad de depósito se encuentra situada en el -0,5%.

Por último, aunque es cierto que la inflación se mantiene baja (al menos, por debajo del objetivo de los diferentes bancos centrales) en la mayor parte de economías desarrolladas, ninguna ha llegado a experimentar una situación de deflación de forma prolongada, como en el caso de Japón. Algunas economías de la UEM llegaron a tener meses con inflaciones negativas (sobre todo, España e Italia en algún momento de 2014-16) y los mercados financieros llegaron casi a cotizar ese escenario deflacionista para la zona euro durante 2014. Sin embargo, finalmente, fue un riesgo que no llegó realmente a materializarse. De hecho, en los últimos años, la inflación tendencial de la UEM se encontraría algo por encima del 1%, según nuestras estimaciones y las que señala el propio BCE; lejos del objetivo del 2%, pero también de un riesgo real de deflación.

Existen otros factores, de tipo estructural, que asemejan a la zona euro con el caso de Japón, como puede ser el envejecimiento de la población. La tasa de dependencia de la población de más de 65 años está aumentando en Europa y, según las proyecciones que maneja actualmente la ONU, se disparará en los próximos años, lo que supondrá un problema adicional, al presionar los estados de bienestar de los países europeos. Hacia 2040, la población mayor de 65 años supondrá en torno al 60% de la población entre 14 y 64 años en países como Italia o España (frente al 30%-35% actual, gráfico 9). Y, en 2060, tanto la esperanza de vida, como la tasa de dependencia de países como España, Italia y Alemania serán muy parecidos a los de Japón. Esta problemática no se da en otras

economías desarrolladas: en EEUU, se prevé que aumente la tasa de dependencia en los próximos años (35% en 2040 frente al 22% actual), pero no se disparará como el caso europeo.

GRÁFICO 9: TASA DE DEPENDENCIA



Fuente: ONU.

Por tanto, la situación de la UEM presenta claras similitudes con un proceso de “japonización”, pues en la última década se ha producido una caída del crecimiento potencial, un descenso del tipo de interés natural y una utilización intensa de las herramientas convencionales de la política monetaria. La principal diferencia es que sólo Japón ha experimentado un período prolongado de deflación. La tendencia en la inflación también es descendente en todos los países, pero Japón sigue siendo un atípico.

Sin embargo, en el caso de la UEM, con diferencias estructurales muy importantes entre países, no sólo se debe valorar el riesgo de “japonización” en toda la región, sino dar un paso más y valorar qué países tendrían en estos momentos una mayor probabilidad de caer en una situación a la japonesa.

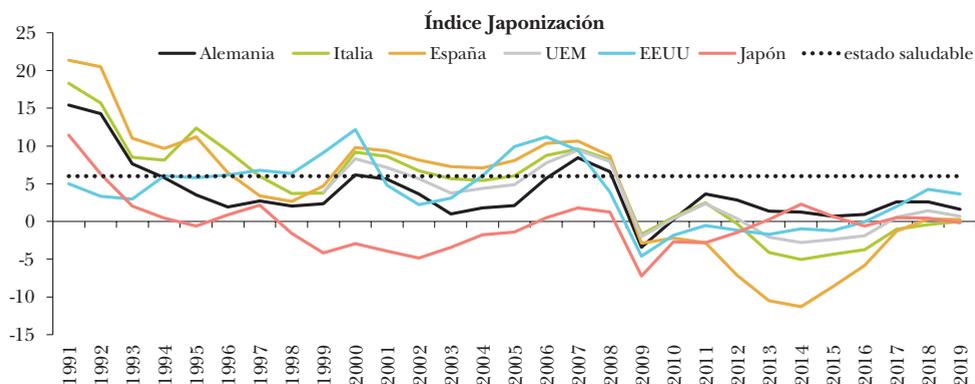
En Ito (2016) se introduce el concepto de índice de “japonización” que resume las variables que definen este estado en un único indicador, construido como la suma aritmética de output gap, inflación y tipo de interés nominal⁷.

Índice de “japonización” (J) = diferencial del PIB nominal vs potencial (g-g*) + inflación (π) + tipo de interés nominal (i)

⁷ Takatoshi Ito (2015).

Cuanto más bajo es el índice, más cerca se encuentra una economía de un estado de “japonización”. Si el índice es negativo, está atravesando por un estado de “japonización” (o, al menos, el riesgo de llegar al mismo es muy elevado). Según el autor, una economía creciendo al potencial (*output gap* es igual a cero), con una inflación en torno al 2% anual y un tipo de interés en el 4% atravesaría una situación ideal y, por tanto, considera el valor del índice 6 como consistente con una economía en “estado sostenible”. Aunque el cambio estructural que están experimentando los tipos de interés en los últimos tres años, a raíz de la última vuelta de tuerca de los bancos centrales en la utilización de medidas no convencionales, hace pensar que el tipo de interés de “equilibrio” a largo plazo estaría más cerca del 2% que del 4%, lo que implicaría alcanzar un estado económico “sostenible” cuando el índice de “japonización” se sitúa por encima de 4.

GRÁFICO 10: ÍNDICE DE JAPONIZACIÓN



Fuente: Bankia Estudios, OCDE y Takatoshi Ito, NBER WP w21954, 2016.

El gráfico 10 recoge la estimación del índice de “japonización” para Alemania, Italia, España, UEM, EEUU y Japón; para su construcción se han empleado las estimaciones de *output gap* de la OCDE, para las tasas de inflación se han utilizado las bases de datos de las diferentes oficinas de estadística de cada economía y para los tipos de interés nominales los datos disponibles en los bancos centrales.

En primer lugar, evidentemente, destaca la evolución de Japón, que se situó por debajo de 6 desde el principio de la década de los 90 para entrar en zona negativa a partir de 1998. Aunque ha mejorado de forma puntual en 2007-08 y 2014-15, en los últimos años permanece cerca de cero. En segundo lugar, llama la atención el comportamiento del resto de economías consideradas: prácticamente todas ellas partían de una situación contraria a la “japonización” a principios de siglo (niveles por encima de 6) para comenzar a empeorar a partir de la crisis financiera global y, más claramente en el caso de UEM, a partir de la crisis de deuda soberana de 2012-13. De hecho, actualmente, el índice de “japonización” se sitúa solo levemente por encima de cero, en el caso de Japón e Italia.



En el caso de EEUU, el índice medio entre 1990 y 2007 se mantiene en la situación de estado sostenible (en torno a 6), para descender de forma definitiva a partir de 2007 por debajo de 6. A partir de 2009, llegó a una situación cercana a la de “japonización” para recuperarse a partir de 2016. Actualmente, con una inflación en torno al 2% y un output gap positivo, parece que ha dejado atrás el riesgo de “japonización”.

Este riesgo parece más claro entre las economías de la UEM, sobre todo, en las denominadas economías periféricas, más afectadas por la crisis de deuda. En el caso de España, el índice tocó suelo en 2014, reflejando la existencia de un *output gap* que llegó a ser muy negativo entre 2014 y 2016. La situación de Italia fue similar, aunque no llegó a acumular tanto *output-gap* negativo como España y, por tanto, el índice de “japonización” no alcanzó lecturas tan extremas. Sin embargo, la intensa recuperación de la economía española ha permitido cerrar el *output-gap* y hacer que el índice haya retornado a zona positiva en los últimos años, mientras el bajo crecimiento de la economía italiana hace que el índice siga en torno a cero. En el caso de Alemania, apenas llegó a experimentar un solo año la situación de “japonización” (el índice se situó en negativo solo en 2009), pero ha permanecido en las últimas décadas por debajo del nivel de estado sostenible (6) de forma recurrente. Esto se explica por una inflación por debajo del 2% durante la mayor parte de los años considerados en el análisis y, en el caso del periodo 1993-2005, por crecer por debajo de su potencial.

Por tanto, se puede decir que los efectos de la crisis hicieron que todas las grandes economías (quizás con la excepción de Alemania) se encontrasen en riesgo de “japonización”. Ninguna de ellas, excepto EEUU, ha recuperado la normalidad, mientras que, quizás, el caso más preocupante es Italia. En este sentido, se puede decir que el riesgo es asimétrico en Europa, con algún país periférico en la zona de peligro, lo que explicaría el tono de la política monetaria en Europa en los últimos años.

4.5. ¿QUÉ SE PUEDE HACER PARA EVITAR EL RIESGO DE “JAPONIZACIÓN”?

La historia de la “japonización” es la de un fuerte *shock* económico y financiero que coincidió con importantes cambios estructurales en la economía (demografía). El equivocado diagnóstico por parte de las autoridades económicas y el desacertado conjunto de políticas económicas aplicadas terminaron agravando el problema. Es cierto que, casi tres décadas después, no existe consenso sobre si los factores estructurales han tenido más importancia en el estancamiento de la actividad que la desacertada combinación de políticas económicas. La diferencia estriba en la importancia que se adjudique al cambio demográfico como origen de todos los problemas, teniendo en cuenta sus consecuencias en forma de sobrecapacidad y deflación. Si el envejecimiento de la población fuese el factor clave, las dos docenas de países en el mundo con tendencias demográficas parecidas a las del país nipón estarían abocados a un proceso de deterioro estructural parecido.

Frente a ello, la opinión mayoritaria es que se cometieron errores de política económica a principios de la década de los 90 que cronificaron los problemas. Esos errores



se pueden resumir en: i) la ausencia de una respuesta agresiva de la política monetaria cuando se inició la crisis; ii) una respuesta fiscal insuficiente y a destiempo, que cometió errores como la subida del IVA en 1997; y iii) una crisis bancaria afrontada con lentitud y poca decisión.

La realidad es que el Nikkei alcanzó su valoración más alta en diciembre de 1989 y un año después había perdido casi el 50% de su valor. De hecho, hoy, tras tres décadas sigue cotizando casi un 40% por debajo de los máximos. De la misma manera, los activos inmobiliarios perdieron casi un 90% de su valor y, actualmente, el precio del suelo residencial en las 6 principales ciudades japonesas se encuentra muy por debajo de los niveles alcanzados hace 30 años. Esto da una idea de la magnitud de la burbuja que se originó entre 1975 y 1989. Por tanto, aunque el debate se centra en los errores de las autoridades económicas tras el *shock* financiero, quizá sería tan pertinente como lo anterior hablar de las inadecuadas políticas económicas antes de la crisis. El BOJ rebajó los tipos de interés en la segunda parte de la década de los 80 para frenar la apreciación del yen, lo que provocó un recalentamiento de la economía; especialmente intenso, desde febrero de 1987 a mayo de 1989, cuando el BOJ mantuvo los tipos de interés en mínimos históricos, pese a la subida exponencial de los precios del suelo y del sector residencial. Cuando, en mayo de 1989, empezó a endurecer la política monetaria (los tipos de interés subieron del 2,5% al 6% en poco más de un año) ya era demasiado tarde para reconducir la inestabilidad financiera creada. Además, una vez que empezó el ajuste de los precios bursátiles y de los activos reales, se mantuvo el tono restrictivo con el objeto de contribuir a la corrección de los excesos anteriores. Es decir, primero, se actuó muy tarde para frenar la inestabilidad financiera y, luego, no se valoraron correctamente los efectos potenciales del ajuste de precios inmobiliarios y bursátiles sobre los balances de los bancos, una vez que se pinchó la burbuja⁸. Quizás, porque el ajuste inicial del PIB y de la inflación fue muy suave, teniendo en cuenta que tanto la actividad, como los precios, siguieron creciendo a ritmos superiores al 2% hasta el verano de 1992.

Los tipos de interés empezaron a bajar sólo cuando una nueva corrección de los precios en el mercado de la vivienda terminó desacelerando de forma abrupta el PIB en 1992. Pero, en ese momento, ya era muy intenso el deterioro de los activos en los balances de los bancos. Los impagos de promotores afectaron a la morosidad del sector financiero y dañaron los ratios de capital de manera muy rápida. Por tanto, se infravaloraron los problemas de solvencia del sector financiero tras la explosión de las burbujas. Es a partir del año 1995 cuando se aceleran las bajadas de los tipos de interés (hasta el 0,5%) y la política fiscal intensifica su tono marcadamente expansivo, con reducciones de impuestos y aumento del gasto público⁹. Además del incremento exponencial de la deuda pública, los programas de gasto público tuvieron dos problemas: su escasa rentabilidad,

⁸ En marzo de 1990 se pusieron en marcha medidas para limitar los préstamos a promotores inmobiliarios que terminaron agudizando el ajuste de precios.

⁹ Entre agosto de 1992 y noviembre de 1999 se anunciaron 9 programas de gasto público y 6 paquetes de bajadas de impuestos.



al estar concentrados los proyectos de infraestructuras en áreas rurales por presiones políticas, y sus efectos negativos sobre la inversión privada (“crowding-out”).

La economía se recupera en 1996 (crecimientos superiores al 2%) pero en 1997 se decide subir los impuestos indirectos al consumo (IVA), desde el 3% al 5%, además de incrementar las cotizaciones a la seguridad social. A partir de ahí, se inicia la etapa más dura de la crisis, pues empiezan a quebrar entidades financieras en el otoño de ese año como Hokkaido Bank, Yamaichi Secuties o Sony Securities¹⁰. En ese momento se tuvo que improvisar un plan de reestructuración del sistema financiero, que implicó inyecciones de capital en 1998 y 1999 y la puesta en marcha de un mecanismo de resolución de entidades. Además, el banco central rebajó los tipos oficiales hasta cero (ZIRP), aunque la deflación mantuvo los tipos de interés reales en zona positiva en todo momento. Finalmente, en 2001, el Banco de Japón fue pionero en iniciar una política de expansión cuantitativa con compra de bonos del Tesoro con vencimientos a corto plazo.

Es decir, hubo que esperar casi 12 años desde el inicio de la crisis para ver una activación completa de las herramientas de política económica, tanto convencionales, como no convencionales. De hecho, hasta enero de 2013 no se elevó el objetivo de inflación desde el 1% al 2%. En estos momentos, el tipo de interés oficial se encuentra situado en el -0,1%, la deuda con vencimiento a 10 años cotiza al -0,10% (media de 2019, hasta noviembre) y el BOJ tiene un objetivo de compra de deuda de 740 m.m. de dólares al año. Además, tras la última reunión del Consejo, el “forward guidance” indica que los tipos de interés se mantendrán en estos niveles “o más bajos” hasta que la inflación se acerque al 2%. Por tanto, se está abriendo la posibilidad de profundizar en la zona de tipos de interés negativos, algo que había sido descartado hasta ahora; un ejemplo más de la lentitud de la política económica para utilizar todos los grados de libertad a su disposición. Finalmente, sólo en los últimos años, se han acelerado las reformas estructurales, como lo incentivos al aumento de la participación de las mujeres en el mercado de trabajo o los cambios en los códigos de buen gobierno de las empresas y del sector público.

Por tanto, para analizar si ese riesgo de “japonización”, que todavía presenta una parte de la zona euro, puede terminar cronificándose hay que repasar la respuesta de la política económica en Europa en los últimos años en los tres niveles comentados anteriormente. Como en el caso de Japón, se puede decir que las autoridades económicas no reaccionaron con la rapidez debida. Sobre todo, porque los países más afectados por la crisis de la deuda soberana no pudieron poner en marcha una política fiscal tan agresiva como la de Japón para combatir el desapalancamiento del sector privado, en un contexto de elevada fragmentación. Pero, desde el verano de 2012, las cosas empezaron a cambiar, cuando el BCE terminó con las especulaciones de una posible ruptura de la zona euro. De esta manera, prácticamente se han utilizado todos los grados de libertad de la política monetaria, usando tanto instrumentos convencionales, como no convencionales. Ahora mismo, la facilidad de depósito está en el -0,5% en la UEM y el tamaño

¹⁰ Algunos economistas japoneses consideran que fue el “momento Lehman” de la crisis de Japón.



de balance del BCE prácticamente se ha multiplicado por 4, superando el 40% del PIB de la zona euro. De hecho, el tipo de interés real se sitúa por debajo de la tasa natural más baja de la zona euro (Italia), como comentábamos en el punto anterior.

La pregunta es si ese margen está agotado o no. Durante los últimos años se ha estado debatiendo en la academia los límites de la política monetaria, una vez cruzado el umbral de los tipos de interés cero. Es decir, la eficiencia de las medidas no convencionales, con el problema añadido de que ni siquiera en Japón (ni tampoco en EEUU), donde la tasa natural de interés lleva prácticamente dos décadas en zona negativa, el banco central se ha atrevido a profundizar en la zona de tipos de interés negativos. Por tanto, la información es limitada y restringida al BCE y los bancos centrales de países como Suiza, Dinamarca o Suecia.

Todo ello implica una elevada complejidad para testar si los mecanismos de transmisión de la política monetaria funcionan una vez que se llega al límite del tipo de interés cero (zero lower bound). Algunos estudios inciden en que el canal de transmisión de las medidas no convencionales a través del crédito se rompe a partir de un tipo de interés, pues, desde ese punto, las bajadas de tipos adicionales no tienen prácticamente ningún efecto sobre el canal crediticio (ni en volumen, ni en precio)¹¹. Otros análisis concluyen que la caída de los precios los compensa la banca con mayores volúmenes, menores costes de financiación mayorista e, incluso, mejoras de eficiencia¹². Aunque, lo que sí parece evidente es que la política monetaria no convencional parece más efectiva en situaciones de estrés financiero, que cuando las presiones deflacionarias están asentadas y la economía está en la zona de tipos cero por un largo período de tiempo¹³.

El propio BCE sugiere que el mecanismo de transmisión de la política monetaria sigue funcionando cuando los tipos de interés del banco central se sitúan por debajo del 0% y los bancos trasladan los tipos negativos a los depósitos de empresas¹⁴. Según la creencia general, los tipos de los depósitos no caerán por debajo de cero, ya que los clientes preferirían acumular efectivo. Esta restricción podría ser más relevante para los hogares cuyos depósitos son de importe pequeño y pueden ser retirados con facilidad y mantenidos en efectivo. Sin embargo, las empresas no pueden llevar a cabo tan fácilmente su actividad sin depósitos, además de ser más complicado y caro almacenar grandes cantidades de efectivo.

Es decir, el BCE admite que puede existir un límite para cobrar por los depósitos de las familias, pero como está ocurriendo en países como Alemania, Holanda o España desde principios de año, los bancos pueden cobrar por los depósitos de las empresas. Sin embargo, el potencial de este canal de transmisión parece limitado, teniendo en cuenta lo que representan los depósitos de empresas sobre el total depósitos en países como Italia (16%), Alemania (17%) o España (19%). De hecho, el BCE reconoce que, en el agregado europeo, sólo un 5% de los depósitos están en zona negativa (20% del total

¹¹ Eggertsson & Summers (2019) sitúan ese umbral en el -0,4%.

¹² Madaschi & Pablos (2017).

¹³ Dell’Ariccia, Rabanal y Sandri (2018).

¹⁴ Altavilla, Burion, Gianetti, Holton (2019).



de los depósitos de empresas), demasiado poco para influir en el coste del *funding* en la mayoría de los países europeos.

Además, el BCE centra la efectividad de la política monetaria en el funcionamiento del “canal corporativo”, ya que las empresas, en respuesta a los tipos negativos de los depósitos, teóricamente recompondrían sus balances, reduciendo el peso de los activos corrientes en favor de la inversión a largo plazo y, por tanto, impulsando la economía real. Sin embargo, teniendo en cuenta el papel de las expectativas en las decisiones de inversión y los niveles actuales de incertidumbre, se hace difícil pensar que el efecto de recomposición de balance pueda ser muy significativo. Finalmente, la evidencia encontrada sólo es válida para lo que el BCE considera bancos sólidos, aquellos con bajas ratios de NPLs (créditos dudosos) y reducidas primas de riesgo medidas por los CDS (seguros de impago). Los bancos sanos son capaces de aplicar tipos negativos sin experimentar salidas de depósitos, en un contexto de alta demanda de activos seguros. Por el contrario, cuando los agentes no confían en el sistema bancario (bancos débiles), la política monetaria está limitada por el “zero lower bound”. El problema es que es más probable que eso se produzca en los países menos afectados por la crisis soberana, lo que puede ser un problema cuando el sistema bancario de la UEM todavía presenta problemas de fragmentación core/periferia. Esto pone en cuestión la propia política monetaria “única” del BCE para toda la región, pues podría ocurrir que se vieran más beneficiados los países menos necesitados de una política monetaria expansiva y, por el contrario, verse, incluso, perjudicados los países más débiles si se siguen rebajando los tipos de interés. Si añadimos los efectos secundarios que, como reconoce el propio BCE, está ocasionando la política de tipos de interés negativos, existirían más dudas que certezas a la hora de seguir flexibilizando aún más la política monetaria¹⁵. Especialmente si la estabilidad financiera realmente debe ser importante para los bancos centrales en el siglo XXI.

En definitiva, ya nos movemos en el filo de la navaja de la efectividad de la política monetaria en la UEM. Se puede acusar al BCE de haber cometido algún error en el principio de la crisis, pero no de haber procrastinado en la etapa Draghi. Quizás, la discusión que se deberá abrir, a partir de ahora, es si tienen sentido objetivos de inflación diseñados para un mundo y una economía muy diferentes a la actual. Y esa revisión de la estrategia de la política monetaria en Europa, puede ser la primera aportación de la nueva Presidenta del BCE.

En este contexto, Mario Draghi se despidió del BCE a finales de noviembre con un alegato a favor de una política fiscal más expansiva en la zona euro. Es decir, defendiendo la creación de un instrumento fiscal común con un adecuado diseño y tamaño que no ocasione problemas de “moral hazard”. En este caso, por tanto, estamos hablando no sólo de si el tono de la política fiscal ha sido el adecuado, sino de problemas de diseño institucional de la zona euro. La realidad es que el déficit público medio estructural en la zona euro entre 2010 y 2014 fue del -2,4% del PIB y el intenso ajuste fiscal lo redujo

¹⁵ Lo que también explicaría el cambio de las expectativas de los mercados en los últimos meses. Pues ahora no se descuentan nuevas bajadas en la UEM.



hasta el -0,9% en 2015. Desde entonces se ha movido entre el -0,8% (2018) y el -1,0% (2016 y 2007)¹⁶ para terminar este año en la zona del -1% del PIB. Es decir, parece que el excesivamente restrictivo tono de la política fiscal tras la crisis de la deuda soberana se ha relajado en los últimos años. De hecho, el problema es que, con estimaciones de la Comisión Europea, países como Italia (-2,4%), Francia (-2,6%) o España (-2,9%) tienen déficits estructurales que constriñen el margen de la política fiscal, de manera que todas las miradas se concentran en países que presentan superávits estructurales como Alemania (1,1%) y Países Bajos (0,7%), precisamente los más reticentes a emplear su margen fiscal¹⁷, pese a tener ratios de la deuda pública inferiores al 60%¹⁸. Y, también, los que más se han opuesto a la creación de un instrumento anticíclico en la zona que partirá en 2021 con una modesta aportación de 17.000 millones de euros.

Mientras, seguimos esperando a la creación de un activo soberano libre de riesgo en la zona euro que evite la actual desventaja competitiva frente a otras áreas monetarias. La existencia de un eurobono es la condición necesaria para lograr un avance definitivo en el proceso de construcción europea y para solucionar problemas como las espirales negativas entre riesgo bancario y soberano¹⁹. Por tanto, aunque en el caso de Europa, el debate sobre la necesidad de que la política fiscal recupere más protagonismo sigue abierto, lo cierto es que siguen existiendo lastres en el diseño institucional que se deberían haber corregido en los últimos años. Probablemente, los mayores obstáculos a dar ese paso definitivo siguen siendo los mismos: la ausencia de un marco claro y sencillo de disciplina fiscal y la existencia de un volumen importante de activos improductivos en los sistemas bancarios de países europeos.

Ahí entraríamos en el último error de política económica en Japón, que fue afrontar una crisis bancaria con lentitud y poca decisión y que, como hemos comentado anteriormente, sólo tuvo una respuesta adecuada a partir de finales de 1997. En el caso de Europa, a raíz de la crisis de la deuda soberana se consideró que debían elevarse los niveles de capital, reforzar el marco de supervisión y, finalmente, acelerar la limpieza de los activos improductivos del sector financiero; es decir, tratar de evitar los errores de Japón. Las ratios de capital total de la banca de la UE han aumentado de forma considerable su nivel en la última década, situándose en una media del 18,89% en el segundo trimestre de 2019, frente a algo menos del 13% de partida en 2009, según datos de la Autoridad Bancaria Europea (EBA). Este incremento de casi seis puntos porcentuales es reflejo, por una parte, del esfuerzo realizado desde el sector por generar y atraer más fondos

¹⁶ European Economic Forecast (2019), European Commission.

¹⁷ La Constitución alemana prohíbe déficits estructurales superiores al 0,35% del PIB excepto en momentos de crisis, lo que supondría un margen no superior a los 10.000 millones de euros anuales.

¹⁸ En algunos casos, la ratio de deuda pública es claramente inferior, como en Países Bajos (49% del PIB).

¹⁹ Penalizar las carteras de deuda soberana doméstica no es desde luego la solución más aconsejable, sobre todo, en momentos de intenso aumento de la incertidumbre y, por tanto, de la fragmentación.

propios, principalmente en forma de capital de alta calidad, así como por la reducción de las exposiciones de riesgo de los balances, como consecuencia de la disposición de activos problemáticos, la simplificación de las líneas de negocio y el abandono de actividades *non-core*, en un contexto global de desapalancamiento. En términos de capital ordinario de nivel 1 o CET1, la ratio media en la UE se ha situado en el 14,64% a mediados de 2019, alcanzando el máximo desde 2014, primer año en el que empieza a aplicarse Basilea III bajo la directiva CRR/CRD IV. Los bancos de la muestra que tienen niveles de CET1 superiores al 14% representan el 48% de los activos totales (19,7% en 2014), las entidades con niveles de CET1 entre el 11% y 14% suponen el 51,5% de los activos totales (39,3% en 2014), mientras que la cuota de activos de entidades con niveles inferiores al 11% sólo es del 0,5% (41,1% en 2014), lo que demuestra el importante cambio que se ha producido.

TABLA: EVOLUCIÓN DE LA SOLVENCIA Y LOS DUDOSOS EN LA UEM

	Umbral	2014-12	2015-12	2016-12	2017-12	2018-12	2019-06	
Ratio CET1	>14%	19,7%	22,4%	34,3%	52,7%	42,1%	47,9%	
	[11%-14%]	39,3%	73,2%	61,2%	47,0%	57,2%	51,5%	
	<11%	41,1%	4,4%	4,6%	0,3%	0,7%	0,5%	
Ratio NPL	<3%	34,4%	35,9%	39,5%	60,5%	67,3%	74,0%	
	[3%-8%]	42,6%	50,2%	47,3%	28,5%	29,6%	23,1%	
	>8%	23,0%	13,9%	13,2%	11,1%	3,2%	2,9%	
Ratio de cobertura	>55%	9,3%	10,1%	16,9%	9,3%	15,1%	14,2%	
	[40%-55%]	56,0%	50,0%	43,7%	51,6%	51,1%	53,2%	
	<40%	37,7%	39,9%	39,4%	39,1%	33,7%	32,5%	

Fuente: EBA

Lo único que se puede achacar a las autoridades europeas es cierta lentitud en afrontar el problema de los dudosos que llegaron a suponer el 6,7% del crédito total de la UE en septiembre de 2014, cuando su volumen alcanzó los 1,13 billones de euros. Desde entonces, el *stock* se ha reducido a casi la mitad (hasta los 636.000 millones en junio de 2019) que suponen el 3,0% de la cartera crediticia actual, reduciéndose esta proporción a menos del 2% si se aplican las coberturas con provisiones específicas, que son del 46%. Las entidades con morosidad superior al 8% representan el 2,9% de los activos totales europeos (23% en 2014). A pesar del progreso logrado, la ratio todavía es alta en términos históricos, sustentando la opinión general de que, en materia de saneamiento, la banca de la UE necesita un esfuerzo adicional para afrontar en buenas condiciones un cambio en el ciclo de actividad; por ejemplo, en otros sistemas que también sufrieron la crisis, como Estados Unidos, la morosidad ya está en valores normalizados, por debajo del 1%.

Para tener una visión completa del saneamiento llevado a cabo, hay que sumar a la gestión de los dudosos la acción llevada a cabo sobre otras carteras de calidad deficiente, que en algunos países han tenido un gran protagonismo durante la crisis, como las refi-



nanciaciones y los activos adjudicados. En el caso de las refinanciaciones (dudosas y no), su peso en la cartera crediticia de la banca europea, a nivel consolidado, se ha reducido del 4% de media en diciembre de 2014 (cerca de 700.000 millones de euros) hasta el 1,9% actual (unos 400.000 millones en junio de 2019), lo que supone más de 300.000 millones menos de préstamos refinanciados en las carteras.

En definitiva, aún con un *timing* manifiestamente mejorable, se puede decir que las autoridades económicas europeas aprendieron de los errores cometidos en Japón; y, sobre todo, en política monetaria y reforzamiento de la solvencia y liquidez del sector financiero se han dado pasos en la dirección correcta, aún con las dudas que siguen existiendo sobre la efectividad de los canales de transmisión de la política monetaria, una vez que los tipos de interés se sitúan en zona negativa. El perfil y la aportación del lado fiscal a las políticas anticíclicas es mucho más discutible, sobre todo, porque los grados de libertad están concentrados en países muy críticos con el actual mecanismo de disciplina fiscal en la región. Además, hay que considerar que siguen existiendo deficiencias en el diseño institucional de la región, como la inexistencia de un eurobono o de un mecanismo fiscal de ayuda con el tamaño suficiente para los países en dificultades en caso de crisis.

El problema es que, como decíamos anteriormente, el riesgo de “japonización” no es homogéneo en la región y, mientras la política monetaria parece que se adapta a las necesidades del país de la región que tiene más problemas (Italia), la política fiscal todavía tiene muchas carencias (diseño institucional, coordinación, potencia de fuego, etc) para afrontar problemas regionales. Ese es el desafío para los próximos años: avanzar en la política fiscal única, completar la unión bancaria y acelerar la limpieza de los dudosos en los balances de los bancos. Medidas en esa dirección, junto a políticas destinadas a afrontar los desafíos estructurales (baja productividad, envejecimiento de la población, etc) son la mejor medicina para afrontar el riesgo de “japonización”.

4.6. CONCLUSIONES

“Japonización” es un estado extremo de la economía caracterizado por un crecimiento bajo cronificado, acompañado de una caída tendencial del nivel general de precios. En este contexto, no existe una política monetaria convencional que sea capaz de estimular la economía, ya que el tipo de interés real supera al tipo de interés natural.

Se considera que una economía atraviesa por una situación de este tipo si cumple, necesariamente, todas y cada una de las siguientes condiciones: reducción prolongada y significativa del crecimiento potencial, existencia de un tipo de interés natural negativo, política de tipos de interés cero y descenso tendencial del nivel general de precios.

En el caso de la UEM, su situación presenta claras similitudes con un proceso de “japonización”, pues en la última década se ha producido una caída del crecimiento potencial, un descenso del tipo de interés natural y una utilización intensa de las herramientas convencionales de la política monetaria. La principal diferencia es que sólo Japón ha experimentado un período prolongado de deflación. La tendencia en la inflación también



es descendente en todos los países, pero Japón sigue siendo un atípico.

Por tanto, se puede argumentar que los efectos de la crisis hicieron que todas las grandes economías (quizás con la excepción de Alemania) se encontrasen en riesgo de “japonización” en algún momento de la última década. Ninguna de ellas, excepto EEUU, ha recuperado la normalidad, mientras que, quizás, el caso más preocupante es Italia. Es decir, el riesgo es asimétrico en Europa, con algún país periférico todavía en la zona de peligro, lo que explicaría el tono de la política monetaria en Europa en los últimos años; más cercano a las necesidades de Italia, donde su tipo de interés natural es más bajo que el del resto de principales economías de la región.

En el caso de Japón hubo que esperar casi 12 años desde el inicio de la crisis para ver una activación completa de las herramientas de política económica, tanto convencionales, como no convencionales. Es decir, parte de los problemas experimentados por el país provienen del retraso y la insuficiencia de las respuestas de política económica en tres niveles: i) la ausencia de una respuesta agresiva de la política monetaria cuando se inició la crisis; ii) una respuesta fiscal insuficiente y a destiempo, que cometió errores como la subida del IVA en 1997; y iii) una crisis bancaria afrontada con lentitud y poca decisión.

Desde una perspectiva europea, mientras la política monetaria parece que se adapta a las necesidades del país de la región que tiene más problemas (Italia), la política fiscal todavía tiene muchas carencias (diseño institucional, coordinación, potencia de fuego, etc) para afrontar problemas regionales. Ese es el desafío para los próximos años: avanzar en la política fiscal única, completar la unión bancaria y acelerar la limpieza de los dudosos en los balances de los bancos. Medidas en esa dirección, junto a políticas destinadas a afrontar los desafíos estructurales (baja productividad, envejecimiento de la población, etc) son la mejor medicina para afrontar el riesgo de “japonización”.

BIBLIOGRAFÍA

- Altavilla, Carlo; Burlon, Lorenzo; Giannetti, Mariassunta; y Holton, Sarah (2019): “Is there a zero lower bound? The effects of negative policy rates on banks and firms”. *ECB Occasional Paper Series*, junio 2019.
- Agarwal, Ruchir y Kimball, Miles (2019): “Enabling Deep Negative Rates to Fight Recessions: A Guide”. *IMF Working Papers*, abril 2019.
- Bernanke, S. (2015): “Why are interest rates so low?” Ben Bernanke’s Blog, Parte 1 (30 de marzo), parte 2 (31 de marzo), parte 3 (1 de abril) y parte 4 (13 de abril). *Brookings*.
- Brand, Claus; Bielecki, Marcin; y Penalver, Adrian (2018). “The natural rate of interest: estimates, drivers, and challenges to monetary policy”. *ECB Occasional Paper Series*, diciembre 2018.
- Dell’Ariccia, Giovanni; Rabanal, Pau; y Sandri, Damiano (2018): “Unconventional Monetary Policies in the Euro Area, Japan, and the United Kingdom”. *Journal of Economic Perspectives, American Economic Association*, vol. 32(4), 147-172, Otoño.



- Eggertsson, Gauti B.; Juelsrud, Ragnar E.; Summers, Lawrence H.; y Wold, Ella G.: “Negative Nominal Interest Rates and the Bank Lending Channel”. *NBER Working Paper* No. 25416.
- Eichengreen, Barry (2015): “Secular Stagnation: The Long View”. *American Economic Review*, vol. 105, núm. 5. pgs. 66-70.
- Hansen, Alvin (1939): “Economic progress and declining population growth”. *American Economic Review*, 29 (1), pgs. 1-15.
- Ito, Takatoshi (2016): “Japanization: Is it endemic or epidemic?” *WP 21954 NBER*, febrero 2016.
- Kawai, Masahiro y Morgan, Peter (2013): “Banking Crises and ‘Japanization’: Origins and Implications”, *ASBI working papers* n. 430, julio 2013.
- Madaschi, Christophe y Pablos, Irene N. (2017): “Profitability of banks in a context of negative monetary policy rates: the cases of Sweden and Denmark”. *ECB Occasional Paper Series*, agosto 2017.
- Pesek, William (2014): “Japonization: What the World Can Learn from Japan’s Lost Decades”, *Bloomberg News*.
- Rhee, Changyong y Posen, Adam S. (2013): “Responding to Financial Crisis: Lessons from Asian then, the United States and Europe now”, Manila. Asian Development Bank.
- Summers, Lawrence H. (2013): “IMF Fourteenth Annual Research Conference in Honor of Stanley Fischer”, noviembre 2013.
- Summers, Lawrence H. (2014): “U.S. Economic Prospects: Secular Stagnation, Hysteresis, and the Zero Lower Bound”, *Business Economics, National Association for Business Economics*, Vol. 49, núm. 2, abril 2014.



5. CÓMO ENFRENTARSE AL LÍMITE INFERIOR: ¿QUÉ HARÁ EL BCE EN LA PRÓXIMA RECESIÓN?

ALIÉNOR CAMERON, GRÉGORY CLAEYS Y MARIA DEMERTZIS (BRUEGEL)¹

5.1. RESUMEN

Para responder a la crisis financiera mundial y sus consecuencias, el BCE ha llevado su política monetaria a territorios inexplorados en la última década. En la actualidad, cada vez parece más limitado por los tipos de interés persistentemente bajos y por la incertidumbre del entorno en el que opera. Este trabajo trata de entender estos nuevos retos y evaluar si el conjunto de instrumentos actual permitirá al BCE aguantar la próxima recesión europea. Hacemos cinco recomendaciones clave: primera, el BCE debe encontrar una forma de mitigar los posibles efectos adversos de su política de tipos de interés negativos; segunda, debe replantearse el límite por emisor de su programa de compra de activos; tercera, es necesario que haga una revisión de su marco de política monetaria; cuarta, debe estar totalmente preparado para utilizar su programa de operaciones monetarias de compraventa (OMT) y por último, podrían ser necesarias unas políticas no convencionales más innovadoras.

Palabras clave: BCE; política monetaria; tipos de interés negativos; límite inferior igual a cero; expansión cuantitativa; recesión; Zona euro

¹ Aliénor Cameron es becario de investigación, Grégory Claeys es investigador y Maria Demertzis Directora Adjunta de Bruegel



5.2. INTRODUCCIÓN

Para responder a la crisis financiera mundial y sus consecuencias, el Banco Central Europeo (BCE) ha llevado su política monetaria a territorios inexplorados. En la última década ha ampliado significativamente sus instrumentos con la introducción de tipos negativos, generosas operaciones de refinanciación de bancos, orientación futura, compras de activos a gran escala y herramientas para restablecer el mecanismo de transmisión en todos los países de la UEM.

El resultado ha sido una mejora de la situación en la Zona euro: los riesgos de deflación se han aplacado, la recuperación económica que se inició a mediados de 2013 se ha acelerado, la inversión ha repuntado y el desempleo ha caído considerablemente en el conjunto de la Zona euro.

Sin embargo, desde mediados de 2018, los indicios de desaceleración se han ido acumulando a media que la Zona euro se ha visto fuertemente afectada por las tensiones comerciales globales. Importantes países de la Zona euro, como Alemania e Italia, podrían estar ya en una recesión técnica. Después de llegar a un máximo en torno al 2% a finales de 2018, la inflación general se ha desacelerado en los últimos meses, las expectativas del mercado se han reducido hasta situarse en niveles próximos a su mínimo histórico y la inflación subyacente está estancada cerca del 1%. Además de este reto cíclico, sigue sin estar claro cuál es la “nueva normalidad” del periodo posterior a la crisis y qué posibilidades tendrán en él las herramientas nuevas y las más tradicionales del BCE.

Por tanto, la cuestión más importante en la actualidad es si los instrumentos actualizados del BCE serán suficientemente robustos y si están bien calibrados para defenderse en una nueva recesión europea.

Un asunto importante es el impacto que tendrán en la economía los intereses “bajos por mucho tiempo” (o incluso negativos). El BCE podría no ser capaz de recortar indefinidamente sus tipos de referencia sin llegar a un nivel más bajo en el cual el canal de transmisión se rompe y los tipos de referencia acaban por tener un efecto de contracción general. Si ya se ha llegado a este umbral o no es un punto controvertido, pero está claro que si aún no se ha llegado, el BCE podría estar aproximándose.

Con su instrumento más tradicional restringido, desde 2007 el BCE ha tenido que apoyarse cada vez más en políticas no convencionales para estimular el crecimiento de la economía y llevar de nuevo la inflación hacia el 2%. Debido a su relativa novedad, los efectos que estos instrumentos tienen en la economía todavía son inciertos y su calibración es más difícil, especialmente ahora que los rendimientos gubernamentales ya son muy bajos. Además, tras reiniciar sus compras de deuda soberana en noviembre de 2019, el BCE se enfrentará en breve al límite que se impuso a sí mismo en esta crucial herramienta no convencional.

Esto significa que los dos instrumentos más importantes de los que dispone para hacer frente a recesiones y presiones deflacionistas (los recortes de tipos y la expansión cuantitativa) podrían ser insuficientes en la próxima crisis.



Aparte del peso de estas limitaciones en sus principales instrumentos, también hay otros factores de incertidumbre que podrían tener un impacto en la transmisión de la política monetaria del BCE a la economía real. Entre ellos se incluye el posible debilitamiento del vínculo entre desempleo e inflación (es decir, la curva de Phillips) así como el estado incompleto aún de la UEM. Además, la tendencia a dar marcha atrás en la globalización y sin duda la transformación digital complican aún más nuestra comprensión de la “nueva normalidad” que los responsables de la política tendrán que gestionar.

Por tanto, el BCE tendrá que poner en marcha un enfoque sistemático para manejar esta incertidumbre, diseñando políticas monetarias que sean lo suficientemente flexibles para producir buenos resultados ante una diversidad de circunstancias impredecibles. La comunicación será crucial para que el BCE gestione las expectativas y logre sus objetivos.

Con este fin, hacemos cinco recomendaciones clave para que el BCE se prepare mejor en caso de que haya una nueva recesión europea: primera, debe encontrar una forma de mitigar los posibles efectos adversos de su política de tipos de interés negativos; segunda, debe replantearse el límite por emisor actual de su programa de compras de activos; tercera, es necesario que haga una revisión de su marco de política monetaria; cuarta, debe estar totalmente preparado para utilizar su programa de operaciones monetarias de compraventa (OMT) y por último, debe estar preparado para innovar de nuevo si el conjunto de herramientas actual es insuficiente.

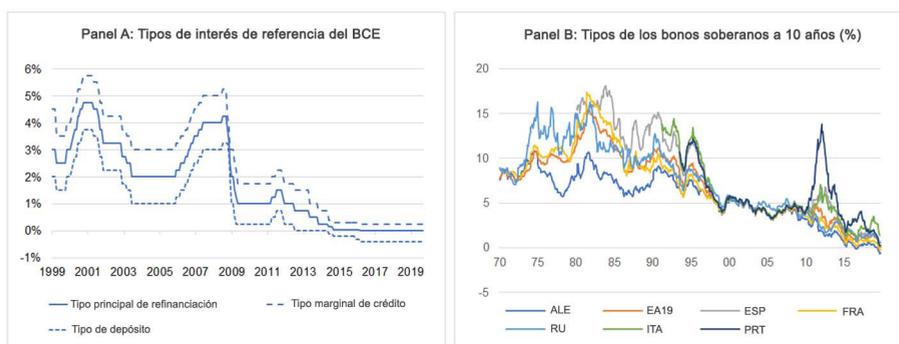
5.3. ENTENDER EL LÍMITE INFERIOR IGUAL A CERO (ZLB, POR SUS SIGLAS EN INGLÉS) Y OTROS FACTORES EN LA INTERRUPCIÓN DE LA TRANSMISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA CONVENCIONAL

5.3.1. TIPOS DE INTERÉS PERSISTENTEMENTE BAJOS: ¿POR QUÉ SE HA LLEGADO AL ZLB?

En un intento de ofrecer condiciones financieras más favorables para apoyar la recuperación y volver a llevar la inflación hacia el 2%, el BCE ha bajado gradualmente sus tipos de interés a corto plazo en la última década, hasta llegar a los mínimos históricos que observamos hoy en día (Figura 1, panel A). Esta tendencia llegó a un punto de inflexión en 2014, cuando el BCE llevó su tipo de interés para depósitos a territorio negativo. Desde entonces, este tipo de interés ha seguido su tendencia decreciente; la política monetaria más reciente del BCE ha seguido bajándolo otros 10 puntos básicos, hasta situarlo en el nivel actual de -0,50% en septiembre de 2019. Los otros dos tipos de interés clave del Banco Central, el tipo principal de refinanciación y el tipo marginal de crédito, han seguido esta tendencia y se sitúan en la actualidad en el 0% y el 0,25%, respectivamente. Los tres tipos clave llevan ya por debajo de su media a largo plazo un importante periodo de tiempo, con pocas perspectivas de que vuelvan a subir en un futuro cercano. Paralelamente, se ha producido un reciente descenso de los rendimientos de

los bonos soberanos a largo plazo en la Zona euro (Figura 1, panel B), con el resultado de una curva de rentabilidad plana.

FIGURA 1: TIPOS DE INTERÉS CLAVE DEL BCE Y RENDIMIENTO DE LOS BONOS SOBERANOS A 10 AÑOS



Fuente: Bruegel según estadísticas de la OCDE y Bloomberg

Como autoridad que establece los tipos de interés de la Zona euro, se podría responsabilizar al BCE de la tendencia bajista de los tipos de interés a largo plazo en las dos últimas décadas. Pero la historia no es tan evidente. Cada vez hay más literatura que apunta a otros factores más sistémicos que podrían impulsar a la baja los tipos de interés a largo plazo. El principal argumento se basa en el concepto de tipo de interés neutro², definido como el tipo de equilibrio compatible con el pleno empleo y la estabilidad de los precios. Este tipo apunta a un nivel de tipos de interés reales en el cual la política monetaria ni estimula ni restringe el crecimiento, por lo que se convierte en una guía importante para la política monetaria. Por tanto, los bancos centrales no se pueden considerar los únicos responsables del nivel actual de los tipos de interés a largo plazo.

Cabe entonces hacerse una doble pregunta: ¿cuáles son las fuerzas que impulsan el tipo neutro y cuál es su valor actual? Responder a estas preguntas es fundamental para determinar si el actual nivel de los tipos de interés se justifica por las dinámicas subyacentes fuera del control del BCE o si están distorsionados por las políticas del Banco Central. Esta última situación podría dar como resultado una distorsión de la asignación de recursos y producir efectos colaterales nocivos. Sin embargo, el meollo del problema es que el tipo de interés neutro no se puede observar directamente. Las medias históricas de los tipos de interés tampoco ayudan a calcular su valor, ya que podrían estar influidas por una política monetaria distorsionadora o por otros choques exógenos. El cálculo del

² Introducido por Wicksell (1898) por primera vez, este concepto se ha vuelto a recoger en la literatura económica un siglo después, en los modelos neokeynesianos liderados por la obra pionera de Woodford (1998).



tipo neutro se ha convertido en sí mismo en el centro de una importante corriente de la literatura económica.

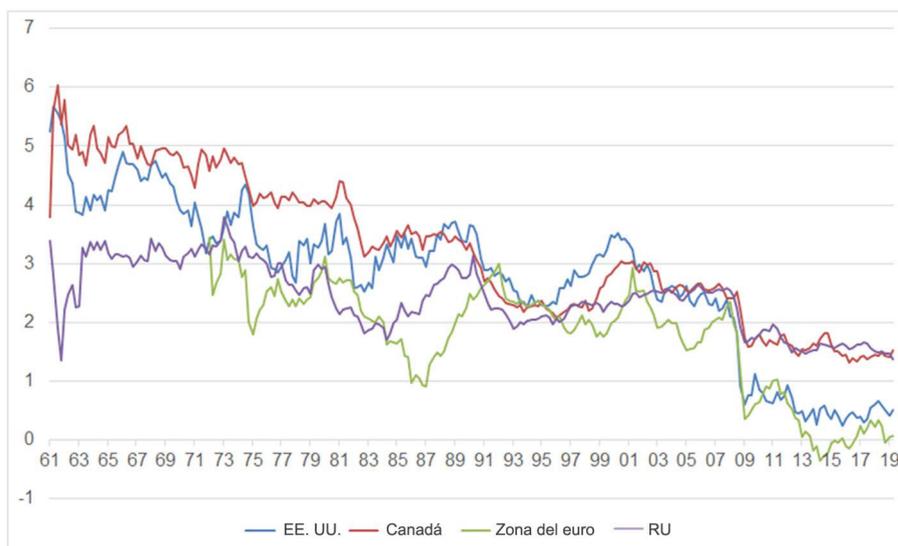
La teoría dice que el tipo neutro se determina principalmente por el comportamiento de ahorro de los hogares y por el potencial de la tasa de crecimiento de una economía, que a su vez viene determinada por las tendencias de productividad y crecimiento de la población. En la literatura han emergido una serie de modelos para explicar cómo estos determinantes estructurales a largo plazo afectan al tipo neutro³. También se han propuesto muchos enfoques empíricos, los más comunes de los cuales son los modelos semiestructurales y los modelos completos de equilibrio general dinámico y estocástico (DSGE, en sus siglas en inglés). Brand, Bielecki y Penalver (2018) ofrecen una revisión completa de las formas en que estos modelos se han utilizado en la literatura y señalan el hecho de que la mayoría de los modelos, a pesar de que parten de hipótesis subyacentes distintas y tienen dinámicas diferentes, llegan a la conclusión de que el tipo de interés neutro se ha ido reduciendo desde la década de 1980 y de que el tipo neutro de la Zona euro probablemente esté por debajo del umbral del 0% en la actualidad.

Un ejemplo de esos estudios es el de Holston, Laubach y Williams (2016), cuyos principales resultados se indican en la Figura 2. Utilizando un modelo semiestructural para filtrar los datos sobre resultados, inflación y tipos de interés a corto plazo, los autores extraen componentes muy persistentes de la tasa neutra de producción, su tendencia de tasa de crecimiento y el tipo de interés neutro en EE. UU., Canadá, el Reino Unido y la Zona euro. Según esto, llegan a dos conclusiones principales. En primer lugar, el tipo neutro presenta una clara tendencia bajista a partir de la década de 1960, que se acelera después de 2008. En segundo lugar, y quizá aún más significativo, hay un importante movimiento coincidente entre las cuatro economías del estudio, lo que indica que los factores globales pueden ser de suma importancia para explicar estas tendencias.

Aunque son informativos, estos cálculos siguen estando sujetos a una gran incertidumbre debido a sus altos niveles de volatilidad y a los importantes intervalos de confianza. No hay duda de que no se pueden utilizar como objetivos directos en tiempo real para la política monetaria, sino que se deben tener en cuenta como un indicador importante, entre otros muchos, de los factores estructurales y cíclicos a largo plazo que afectan al tipo de interés real.

³ Por ejemplo, el sencillo modelo de Solow (1956) considera que el comportamiento de ahorro de los hogares es un factor totalmente exógeno, lo que convierte el cambio tecnológico y el crecimiento de la población en los únicos factores del tipo de equilibrio. Por otro lado, los modelos microfundamentados como el modelo de Ramsey o los modelos nekeynesianos tienen en cuenta las preferencias de los hogares, junto con el crecimiento de la población y la productividad, para determinar el tipo de equilibrio a largo plazo. Otros modelos más sofisticados con el de Eggertsson y Mehrotra (2015) incluyen incluso los cambios de preferencia cuando los hogares pasan de tomar prestado a ahorrar a lo largo de su ciclo de vida, o a medida que aumentan las desigualdades.

FIGURA 2: CÁLCULOS DEL TIPO DE INTERÉS NEUTRO (EN %)



Fuente: Holston, Laubach y Williams (2017), actualizado en 2019.

Con esto en mente, algunos sostienen que la hipótesis del estancamiento secular de Hansen (1939) puede explicar en gran medida la caída paulatina de los tipos neutros. Lo que él describe como “*recuperación enfermiza que [...] deja un núcleo de desempleo aparentemente inamovible*”, que se caracteriza por una combinación de baja formación de capital y altas tasas de ahorro, fue impulsada, en su opinión, por el bajo crecimiento de la población y la ausencia de nuevos territorios o nuevas técnicas en los que invertir. Aunque al final se demostró que estaba equivocado debido al aumento del gasto público durante la Segunda Guerra Mundial, así como en el periodo de recuperación posterior a la misma, el “baby boom” y una nueva ola de innovación, esta hipótesis la han vuelto a resucitar Summers (2013) y Krugman (2011, 2013a, 2013b) después de la Gran Recesión.

La hipótesis del estancamiento secular es atractiva porque ofrece una buena explicación de la recuperación más lenta de las economías estadounidense, japonesa y europea después de la crisis, en comparación con otras recuperaciones después de guerras. Los tipos de interés crónicamente bajos, el crecimiento anémico y la inflación por debajo de su objetivo no se consideran características de una crisis económica cíclica que se revertirá con el tiempo y de forma automática, sino más bien parte de una “nueva normalidad” del entorno económico. Estos cambios potencialmente permanentes están impulsados por factores estructurales como una baja demanda agregada y un exceso crónico del ahorro respecto a las inversiones. Eggertsson *et al.* (2019) tratan de cuantificar este fenómeno construyendo un modelo de generaciones que se solapan en el cual los hogares cambian su comportamiento con respecto al ahorro a lo largo de su ciclo vital. Su conclusión principal es que las reducciones de fertilidad, mortalidad y tasa de crecimiento de la



productividad juegan el papel más importante en la caída secular del tipo de interés real, mientras que el mayor gasto público puede ser el contrapeso de estos factores.

Aunque todavía hay debate sobre la relevancia de la hipótesis del tipo de interés neutro y su cálculo, una conclusión que se puede extraer justa e inequívocamente es que con independencia de las razones subyacentes exactas, los niveles crónicamente bajos del tipo de interés que observamos hoy en día limitan la política monetaria convencional. El resultado es que el BCE tiene que depender cada vez más de la política monetaria no convencional, cuyo ajuste es mucho más difícil y cuyos efectos son más inciertos.

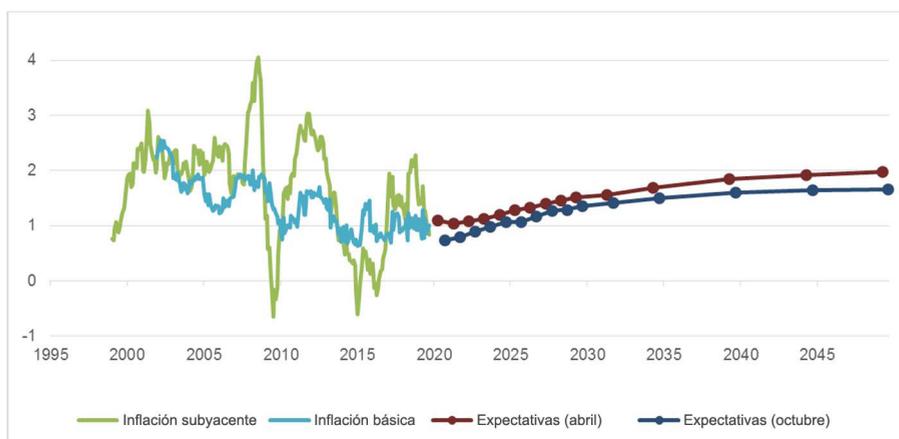
5.3.2. *CONDICIONES ECONÓMICAS DETERIORADAS EN UN ENTORNO INCIERTO*

El BCE se ha enfrentado a otra multitud de retos aparte de tener que dirigir la política monetaria en el contexto de unos tipos de interés persistentemente bajos. Estos retos han alterado de forma significativa y permanente el entorno económico en el que ha operado en la última década. La crisis financiera mundial, la Gran Recesión y la crisis del euro han aumentado sucesivamente el riesgo de deflación, en especial después de la recesión de doble caída que duró 18 meses, y han hecho mucho más difícil que el BCE cumpliera su mandato de mantener la estabilidad de los precios. La crisis bancaria y la crisis de deuda soberana también debilitaron e incluso interrumpieron por completo los canales de transmisión de la política monetaria en algunos países de la Zona euro a medida que emergieron los riesgos de redenominación.

También se ha producido un deterioro mucho más reciente de las condiciones económicas, desde mediados de 2018, que se puede atribuir a varios factores. Por un lado, la Zona euro es mucho más vulnerable a los choques externos debido a que su economía depende en gran medida de la exportación. Al ser el bloque comercial más grande y más abierto del mundo, se ha visto muy afectado por las tensiones comerciales globales (González et Véron, 2019). Además, según su última actualización de comienzos de octubre de 2019, el índice PMI de la Eurozona está en su valor más bajo desde junio de 2013, que se calcula en poco más de 50⁴. Esto indica una situación de casi estancamiento; algunos países como Alemania e Italia ya están potencialmente en una recesión. El débil rendimiento del sector manufacturero puede explicar en parte estas condiciones, especialmente en Alemania, pero hay otros factores, como los bajos niveles de demanda agregada y la incertidumbre vinculada al Brexit, que también han contribuido a la desaceleración de la actividad económica. Estas mayores incertidumbres se reflejan en la reciente caída de las expectativas de inflación del mercado, como se muestra en la Figura 3. Hay poca fe en que el BCE pueda volver a llevar la inflación a su objetivo del 2% en los próximos 10 o 20 años. Quizá lo más preocupante es que las expectativas de inflación han caído aún más desde el pasado mes de abril.

⁴ 'IHS Markit Eurozone Composite PMI- Final Data'. IHS Markit, 3 de octubre de 2019. <https://www.markiteconomics.com/Public/Home/PressRelease/51de396b073d4d3889b1afe7b9a36872>.

FIGURA 3: INFLACIÓN DE LA EUROZONA, SUBYACENTE, GENERAL Y EXPECTATIVAS DEL MERCADO (% INTERANUAL)



Fuente: Bruegel según Eurostat y Bloomberg. Notas: Las expectativas de inflación se derivan de los swaps de inflación de cupón cero de distintos vencimientos (1 año, 2 años, hasta 10 años), que proporcionan información sobre las expectativas de inflación anual media del mercado durante el plazo del contrato. Las expectativas de inflación en 2020, por ejemplo, se obtienen de la inflación prevista para el próximo año (2019), determinada por el swap a 1 año y la inflación prevista para los dos próximos años (2019 y 2020), determinada por el swap a 2 años. Expectativas relacionadas con el IPCA de Eurostat, excluido el tabaco.

Otro factor de incertidumbre para la política monetaria procede del aparente debilitamiento de la relación empírica entre desempleo e inflación que capta la curva de Phillips. Ha habido debates sobre la “desaparición” o “aplanamiento” de esta curva desde hace algunos años, ya que la variabilidad sustancial del desempleo no se ha visto reflejada en la inflación, que se ha mantenido en niveles relativamente bajos. Por ejemplo, en Francia, al contrario de lo que predice la curva de Phillips, los bajos niveles de desempleo y los mayores salarios no se han traducido recientemente en niveles de inflación más altos (Banque de France, 2019). El estudio atribuye esta situación a la reducción de los márgenes de las empresas, a un euro más fuerte y al incremento del precio de inversión en la construcción, en relación con el consumo. En un estudio similar, el Bundesbank (2019) calcula que la elasticidad de los precios al consumo respecto a los cambios en los salarios se sitúa ahora en cerca de un tercio, lo que significa que un aumento del coste de la mano de obra todavía se traduce de algún modo en una mayor inflación en Alemania, aunque en menor medida que antes. Este fenómeno tiene dos consecuencias para la política monetaria: primero, el mecanismo de transmisión de la política monetaria a la inflación parece haberse debilitado; segundo, para llegar al mismo objetivo que antes, la política monetaria tendrá que ser mucho más expansionista que en el pasado.

Por último, el BCE también se encuentra en una situación especialmente compleja porque sigue operando en una unión monetaria incompleta. Esto conlleva la necesidad de un nivel de adaptabilidad mayor que en el caso de la Reserva Federal, por ejemplo,



ya que una sola política monetaria tiene que adaptarse a 19 países distintos. Dado el carácter plurinacional de la unión monetaria y la fragmentación del gobierno, también pueden surgir problemas con respecto a la coordinación de la política monetaria y fiscal o la conveniencia de las decisiones políticas.

Todos estos factores afectan a la forma en que el BCE puede dirigir su política monetaria y reafirmar la restricción del límite inferior igual a cero en sus tipos de interés de referencia. En caso de una nueva recesión europea, los instrumentos del BCE tendrán que superar todos estos retos para cumplir de forma efectiva su mandato.

5.4. ACTUALIZACIONES DEL CONJUNTO DE HERRAMIENTAS DEL BCE PARA HACER FRENTE A ESTOS NUEVOS RETOS Y CONDICIONES

5.4.1. CAMBIOS EN EL MARCO OPERATIVO Y NUEVAS HERRAMIENTAS DESDE 2007

Para responder a la pregunta de si el BCE está preparado o no para hacer frente a la próxima recesión europea, es importante comprender con exactitud qué herramientas tiene actualmente a su disposición. Tras la turbulencia de la crisis financiera mundial, el BCE amplió y diversificó su conjunto de herramientas para compensar el reducido espacio para sus políticas convencionales y el deterioro de las condiciones económicas durante y después de la crisis. A lo largo de los últimos 10 años, estos cambios, que se resumen en la Tabla 1, han sido bastante sustanciales.

Una de las principales respuestas del BCE a la crisis ha sido recortar los tipos de interés, como se muestra en el Figura 1, panel A, que culminó con la introducción de una política de tipos de interés negativos en virtud de la cual el BCE bajó su tipo de interés para depósitos a valores negativos en 2014, cuando se estableció en $-0,10\%$. Desde entonces, se ha recortado unas cuantas veces más por debajo del 0% , lo que deja poco margen para que el BCE recorte los tipos de interés aún más en caso de que se produzca otra recesión. Para subrayar la gravedad de esta limitación, es útil recordar que desde la Segunda Guerra Mundial, los principales bancos centrales del mundo (la Reserva Federal, el Banco de Inglaterra y el Bundesbank seguidos por el BCE) han recortado sus principales tipos de interés de referencia en unos 300 puntos básicos de media al enfrentarse a crisis económicas.

La política de tipos de interés negativos se combinó con la introducción de otra política no convencional: la orientación futura, un compromiso formal del BCE para mantener los tipos a niveles constantes o más bajos durante un periodo de tiempo prolongado. Desde la primera vez que la usó en 2013, el BCE ha empleado la orientación futura de forma bastante sistemática para dar claras señales sobre el curso de la política que los responsables de tomar decisiones piensan seguir a medio plazo. Teniendo en cuenta lo limitados que están los tipos de interés de referencia a corto plazo en la actualidad, la orientación futura se ha convertido en una herramienta alternativa para influir en la rentabilidad de los bonos a largo plazo a través de los tipos a corto plazo previstos para



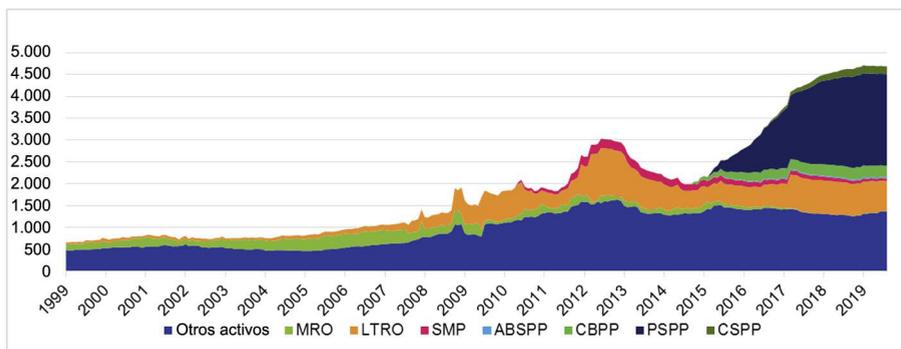
el futuro y reducir la volatilidad de las expectativas del mercado sobre los tipos de referencia futuros. Aunque los efectos de estas políticas son objeto de debate (véase Haberis *et al.*, 2017 y Filardo y Hofmann, 2014 para obtener información de estudios relevantes sobre el tema) hay un consenso relativo sobre el hecho de que mientras que el BCE mantenga su credibilidad a los ojos del mercado, su orientación futura tendrá un impacto en las expectativas del mercado.

En el ámbito de sus operaciones de mercado abierto, el BCE ha facilitado a los bancos el acceso a la financiación, convirtiendo sus Operaciones principales de refinanciación (MRO por sus siglas en inglés) en subastas a tipo de interés fijo con adjudicación plena en vez de licitaciones a tipo de interés variable en cantidades limitadas, como sucedía antes. También amplió el vencimiento máximo de sus Operaciones de refinanciación a largo plazo (LTRO por sus siglas en inglés), introdujo programas de LTRO focalizados en 2014, supeditados al volumen de préstamo neto de los bancos y ha ampliado la lista de activos admisibles como garantía varias veces desde 2008. Todas estas medidas han tenido por objeto mantener unas condiciones de crédito favorables y una postura de política monetaria acomodaticia (en particular al principio de la crisis, cuando había más riesgo de colapso del sector bancario europeo).

El BCE introdujo otra importante política no convencional con sus compras de activos a gran escala. Implementó consecutivamente programas para comprar bonos garantizados denominados en euros (CBPP por sus siglas en inglés, desde 2009), valores respaldados por activos (ABSPP por sus siglas en inglés, desde 2014), títulos de deuda pública (PSPP por sus siglas en inglés, desde 2015, que incluyen también instrumentos de deuda emitidos a nivel local y supranacional) y títulos de deuda privada (CSPP por sus siglas en inglés, desde 2016).

Como resultado de estas políticas, su balance pasó de alrededor del 10% del PIB de la Zona euro a principios de la década de 2000 a más del 40% en 2019. La Figura 4 ilustra este notable aumento del tamaño del balance del BCE desde 2007, impulsado primero por el mayor papel de las (T)LTROS y en los últimos años por las compras de activos. Esto ha reabierto un debate sobre el tamaño óptimo del balance de un banco central, con argumentos contrapuestos sobre los posibles riesgos del exceso de liquidez frente a las ventajas de mantener un balance tan grande (véase Claeys y Demertzis, 2017).

FIGURA 4: BALANCE DEL BCE, ACTIVOS (EN MILES DE MILLONES DE €)



Fuente: Bruegel basado en Bloomberg

Por último, el BCE también introdujo herramientas para restablecer los mecanismos de transmisión de la política monetaria. La primera fue el Programa para el Mercado de Valores (SMP por sus siglas en inglés), que el Consejo de Gobierno anunció en 2010, a través del cual el BCE podía intervenir directamente en los mercados de deuda soberana de la Zona euro. En 2012, se sustituyó por el anuncio y la especificación del programa de Operaciones monetarias de compraventa (OMT), que en realidad no se ha utilizado nunca, pero cuya sola existencia disipó las crecientes tensiones de una crisis de deuda soberana al garantizar que el BCE haría “todo lo necesario” para mantener el euro⁵.

En definitiva, el conjunto de herramientas del BCE ha demostrado ser bastante flexible al enfrentarse a la peor crisis desde la Gran Depresión, aunque a veces se adapta a un ritmo más lento que otros bancos centrales que no operan en una jurisdicción tan fragmentada, como la Reserva Federal de EE. UU. o el Banco de Inglaterra.

⁵ Banco Central Europeo. ‘Verbatim of the Remarks Made by Mario Draghi’. Banco Central Europeo. Consultado el 22 de octubre de 2019. <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120726.en.html>.



**TABLA 1: RESUMEN DE LOS CAMBIOS EFECTUADOS
EN EL CONJUNTO DE HERRAMIENTAS DEL BCE DESDE LA CRISIS**

	Instrumento	Antes de la crisis	Después de la crisis	
Operaciones de mercado abierto	Operaciones principales de refinanciación	Tipo variable, subastas de cantidad limitada, tipo mínimo de puja establecido en el 4,25% en 2007	2008	Tipo fijo, subastas de adjudicación plena, tipo de interés establecido en el 3,75%
			2016	Tipo de interés establecido en el 0%
	Operaciones de refinanciación a largo plazo	Vencimiento máximo 3 meses	2008	Subastas de plena adjudicación a un tipo fijo Longitud aumentada hasta 3 años
			2014	Operaciones de refinanciación a largo plazo (LTRO) hasta un vencimiento máx. de 4 años Introducción de LTRO focalizadas, supeditadas a los volúmenes de préstamo neto Introducción de TLTRO I
		2016	Introducción de TLTRO II	
		2019	TLTRO III: vencimiento máx. de 3 años, con tipos con condiciones tan bajas como el tipo de interés medio sobre la línea de depósito durante el plazo de la TLTRO III	
	Garantía	-	2008	Ampliación de la lista de activos admisibles como garantía
	Orientación futura	-	2014	Anuncio ex-ante sobre el nivel de los tipos o el uso de políticas no convencionales:
Facilidades permanentes	Facilidad de depósito	Tipo establecido en el 3% en 2007	2008	Banda del tipo de interés de referencia reducida y luego ampliada
			2009	Mayor papel del tipo para depósitos
			2014	Tipos de interés llevados a valores negativos (-0,10%)
			2019	Tipo de interés establecido en -0,50%
	Facilidad marginal de crédito	Canal de los tipos de referencia definidos como operaciones principales de refinanciación (MRO) +/-1%	2016	Tipo de interés establecido en el 0,25%
Requisitos de reservas	Reservas mínimas	-	2011	Ratio de reservas reducida al 1% de los depósitos
			2019	Reservas por niveles, volumen de exceso de liquidez exento de tipos negativos igual a 6 veces el volumen de las reservas obligatorias



	Instrumento	Antes de la crisis	Después de la crisis
Programas de compras de activos	Programa para el Mercado de Valores (SMP)/ Programa de operaciones monetarias de compraventa (OMT).	-	2010 Introducción del SMP: realizar intervenciones en los mercados de valores de deuda pública de la Zona euro 2012 Fin del SMP y lanzamiento del OMT: anunciado pero no utilizado nunca
	Programa de adquisición de obligaciones garantizadas (CBPP)	-	2009 Introducción del CBPP1: Compra de obligaciones garantizadas denominadas en euros emitidas en la Zona euro 2011 Introducción del CBPP2 2014 Introducción del CBPP3
	Programa de adquisiciones de bonos de titulización de activos (ABSPP)	-	2014 Introducción del ABSPP: Compra de una amplia cartera de bonos de titulización de activos sencillos y transparentes con activos subyacentes compuestos por reclamaciones contra el sector privado no financiero de la Zona euro
	Programa de compras del sector público (PSPP)	-	2015 Introducción del PSPP Límite de la cuota de emisión aumentada del 25% al 33%, sujeto a la verificación caso a caso Incluye instrumentos de deuda emitidos por gobiernos locales y regionales
	Programa de compras del sector privado (CSPP)	-	2016 Introducción del CSPP: Bonos de grado de inversión denominados en euros emitidos por corporaciones no bancarias establecidas en la Zona euro e incluidos en la lista de activos admisibles para el APP

Fuente: Bruegel basado en el BCE.

5.4.2. NUEVO PAQUETE PRESENTADO EN SEPTIEMBRE DE 2019

El 12 de septiembre de 2019, el BCE anunció un nuevo paquete de medidas de política monetaria en un esfuerzo por estimular la actividad económica e impulsar la inflación después de otro trimestre de “*debilidad prolongada en la dinámica de crecimiento de la Zona euro*”⁶. En este paquete se incluyeron cinco decisiones: el BCE bajaría su tipo para depósitos, profundizando en territorio negativo, reiniciaría su programa de expansión cuantitativa, seguiría reinvertiendo los pagos del principal de los valores vencidos comprados bajo el APP, cambiaría las modalidades de su tercer programa de TLTRO e introduciría un sistema de dos niveles para la remuneración de las reservas.

La primera decisión, bajar el tipo de interés para depósitos en 10 puntos básicos adicionales, llevó este tipo de -0,40% a -0,50%. Junto con la decisión de bajar su tipo para

⁶ Banco Central Europeo. ‘Account of the Monetary Policy Meeting’. Banco Central Europeo. Consultado el 22 de octubre de 2019. <https://www.ecb.europa.eu/press/accounts/2019/html/ecb.mg191010-d8086505d0.en.html>.



depósitos, el BCE también ofreció la siguiente orientación futura: espera mantener los tipos de interés clave en su nivel actual o más bajos mientras sus perspectivas de inflación no reflejen una convergencia con su objetivo, situado por debajo pero cerca del 2% y hasta que “*dicha convergencia no se haya reflejado de manera consistente en la dinámica de la inflación subyacente*”⁸. Esta última condición marca un punto de inflexión en la forma en que el BCE usa la orientación futura condicional para sus tipos de interés. Identifica explícitamente la inflación subyacente o básica como un indicador que se usará para evaluar cuándo se deben subir los tipos de interés de referencia. Teniendo en cuenta que la inflación básica presenta menos fluctuaciones en comparación con la inflación general, esto podría contribuir a evitar cambios precipitados de la política y aumentos desacertados de los tipos de interés, como el de 2011 (véase Claeys *et al.*, 2018).

La segunda decisión del paquete de septiembre era reiniciar las compras netas bajo el programa de compras de activos (APP por sus siglas en inglés) después de que dichas compras se hubieran detenido en diciembre de 2018. Se anunció que el ritmo de compras sería igual a 20.000 millones de euros al mes a partir del 1 de noviembre y que las compras durarían “*el tiempo necesario para reforzar el impacto acomodaticio de los tipos de interés de referencia [del BCE]*”. Sin embargo, este límite de tiempo abierto y potencialmente a largo plazo podría resultar poco realista. La razón es que el BCE se ha autoimpuesto reglas para guiar sus compras de activos, en especial en el sector público. El Consejo de Gobierno estableció un límite por emisor del 25%, posteriormente aumentado hasta el 33%, sobre las tenencias del Eurosistema para sus compras de activos soberanos. Dicho límite se implementó para “*proteger el funcionamiento del mercado y la fijación de precios así como para mitigar el riesgo de que el BCE se convierta en el acreedor dominante de los gobiernos de la Zona euro*”⁷ pero ahora representa un límite tangible para las compras que se pueden realizar bajo el APP que recientemente ha vuelto a lanzar el BCE. La tenencia de bonos de los principales países ya estaba cerca del límite del 33% a finales de 2018, debido a las compras masivas que se realizaron desde marzo de 2015 hasta el final del APP en diciembre de 2018 (Claeys *et al.*, 2018). Esto significa que las compras de activos tendrán que detenerse relativamente pronto, cuando se llegue a este umbral, algo que claramente representa una limitación en el uso de este instrumento.

La tercera decisión, que fue aceptada unánimemente por el Consejo de Gobierno y provocó poca controversia, fue confirmar que el BCE seguirá reinvertiendo, totalmente, los pagos del principal de los valores vencidos comprados bajo el APP, al menos hasta que los tipos de interés vuelvan a subir de nuevo.

Cuarto, el BCE cambió las modalidades de su tercera serie de TLTRO trimestrales, que se anunciaron el 7 de marzo de 2019, se lanzaron en septiembre de 2019 y terminarán en marzo de 2021. Originalmente, el vencimiento se había establecido en dos años y el precio se iba a establecer dentro de un diferencial de 10 puntos básicos por encima del tipo de interés medio de las MRO; para contrapartes que superaban su referencia de

⁷ Programa de compras del sector público del BCE (PSPP), preguntas y respuestas: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/pspp-qa.en.html>



crédito, se estableció por encima del tipo de la facilidad de depósito. En septiembre, los dos elementos se modificaron para que la política monetaria fuera más acomodaticia. Primero, el vencimiento de esta serie de TLTRO se aumentó a tres años, con una opción de repago después de dos años. Segundo, el diferencial de 10 puntos básicos se eliminó en ambos niveles de tipos de interés, lo que significa que el tipo para los bancos que superan su referencia de volumen de crédito neto ahora puede ser tan bajo como el tipo de interés para depósitos. Sin embargo, aunque las subastas pasadas han conseguido ofertas que ascienden a 97.000 millones de euros de media y la última subasta de 2017 llegó a 233.000 millones de euros, los bancos solo ofertaron 3.400 millones de euros en la primera ola de las nuevas TLTRO el 19 de septiembre.

Por último, el BCE también introdujo un sistema de dos niveles para la remuneración de las reservas en su paquete de septiembre, a través del cual el volumen de las reservas de un banco exento de tipos de interés negativo es igual a 6 veces el volumen de sus reservas obligatorias. Esto se implementó en un esfuerzo por mitigar los posibles efectos colaterales de los tipos de interés negativos sobre la rentabilidad de los bancos y, por tanto, sobre su capacidad de préstamo. Los estudios preliminares sugieren que esta política aliviará de manera significativa los costes de los bancos relacionados con los tipos de interés negativos. Se calcula que esta política reducirá el coste de los tipos negativos para los bancos en aproximadamente un tercio (Ducrozet y Gharbi, 2019). Sin embargo, existe un equilibrio entre ayudar a los bancos reduciendo el impacto adverso de los tipos negativos en sus beneficios y que el tipo de interés para depósitos tenga un sólido canal de transmisión al tipo de interés del mercado a corto plazo (EONIA, ahora €STR). Básicamente, cuanto mayor sea el volumen de reservas exento, menor incentivo tendrán los bancos para hacer préstamos en el mercado interbancario en vez de mantener simplemente su exceso de liquidez y pagar el tipo de interés para depósitos, lo que empuja al alza el tipo a un día, alejándolo del tipo de interés para depósitos. Como resultado, el canal de transmisión del tipo de interés para depósitos al tipo de mercado podría debilitarse hasta cierto punto.

Teniendo en cuenta todos estos elementos, la pregunta más importante hoy en día es si el conjunto de herramientas actual será suficiente para que el BCE afronte una nueva recesión. Como se ha comentado, el límite inferior igual a cero es una importante limitación sobre los tipos de interés de referencia, el APP que recientemente se ha vuelto a iniciar está restringido por el límite por emisor que se ha autoimpuesto el BCE, mientras que el interés en la primera ola de las TLTRO III ha sido bastante decepcionante. Aunque el sistema de niveles sobre la remuneración de las reservas puede afectar positivamente a la rentabilidad de los bancos, también puede debilitar el canal de transmisión de la política monetaria convencional, de forma que su impacto general todavía no está claro. Ante estas preocupaciones, ¿qué puede hacer el BCE para prepararse para la próxima recesión europea?



5.5. ¿QUÉ PUEDE HACER EL BCE SI HAY UNA NUEVA RECESIÓN EN LA ZONA EURO?

5.5.1. ¿PUEDE SEGUIR EMPUJANDO EL BCE LOS TIPOS DE INTERÉS A TERRITORIO NEGATIVO?

Desde su creación, la principal herramienta que ha tenido el BCE para hacer frente a las crisis económicas y a la baja inflación ha sido recortar los tipos de interés. El problema actual es que su tipo de referencia principal ya está en territorio negativo. Los efectos de los tipos de interés negativos todavía no se entienden por completo, pero no hay duda de que tendrán un impacto en la forma en que el BCE pueda reaccionar a la próxima recesión. Una encuesta del BIS (Potter y Smets, 2019) sugiere que, en general, los bancos centrales que han implementado tipos de interés negativos se han mostrado satisfechos con la capacidad de la política para reducir los tipos de interés del mercado. Consideran que el traspaso a la mayoría de las economías ha sido casi completo, pero también reconocen que es posible que esto se deba únicamente a que los tipos solo han estado ligeramente en el rango negativo y durante un periodo de tiempo relativamente corto. Si estos tipos se bajaran de forma más significativa o se mantuvieran negativos durante mucho más tiempo, sus efectos podrían ser distintos.

A grandes rasgos, hay dos efectos principales derivados de los tipos negativos, con consecuencias opuestas. El primer efecto es que un tipo de referencia negativo reduce los tipos de interés del mercado y los tipos de interés que los bancos aplican sobre los préstamos. Esto aumenta la demanda de crédito y, en última instancia, la inversión y el consumo. El segundo efecto es que supuestamente puede provocar una contracción porque los tipos negativos tienden a reducir la rentabilidad de los bancos, lo que puede dar como resultado que se reduzca la provisión de crédito. Esto se debe a que es difícil que los bancos pasen el tipo negativo a sus clientes, ya que los hogares podrían usar dinero en efectivo en vez de depositarlo en los bancos. Como consecuencia, el diferencial entre su tipo de financiación y su tipo para préstamos se puede reducir y los beneficios verse recortados. Por ejemplo, Rognlie (2016) modela la relación entre los efectos adversos de los tipos negativos y sus ventajas expansionistas y llega a la conclusión de que, de hecho, hay un tipo de interés invertido al cual los tipos negativos se convierten en contractivos.

La cuestión crucial, por tanto, es saber cuál de estos efectos domina y en qué nivel se sitúa este tipo invertido. Sin embargo, dada la relativa novedad del asunto, como es lógico, la literatura económica todavía está lejos de llegar a un consenso.

Después de dos años de tipos negativos en la Zona euro, Jobst y Huidan (2016) evaluaron si la adopción de tipos negativos por parte del BCE en 2014 había tenido en general un efecto expansivo o contractivo. Par ello usaron un modelo DSGE calibrado para los datos de la Zona euro. Su estudio muestra que aunque ha habido un importante efecto negativo en los beneficios de los bancos, especialmente en los que pagaban tipos más rígidos a sus depositantes, los valores más altos de los activos y la demanda agregada



más fuerte habrían compensado el efecto negativo, permitiendo así una modesta expansión del crédito y, sobre todo, una flexibilización de las condiciones financieras.

Un año después Eggertsson, Juelsrud y Wold (2017) sostenían, por el contrario, que dominaba el efecto adverso de los tipos de interés negativos. Utilizando datos de bancos individuales de Suecia, Dinamarca, Suiza, Japón, Alemania y la Zona euro desde 2008, llegaron a la conclusión de que hay un límite inferior igual a cero empírico sobre los tipos que los bancos pagan sobre los depósitos. Basándose en este hallazgo, crearon un modelo DSGE, con un sector bancario integrado y concluyeron que debido a los tipos de interés negativos y al estricto nivel inferior sobre los tipos para depósitos, el diferencial entre los tipos para depósitos de los bancos y sus tipos para préstamos se ha reducido, lo que lleva mecánicamente a una caída de sus beneficios. Como resultado, los autores sostienen que en su modelo, el tipo de interés negativo tiene automáticamente un efecto contractivo en la economía.

Sin embargo, un estudio reciente de la OCDE (Stráský y Hwang, 2019) que utiliza datos consolidados trimestrales de aproximadamente 50 bancos individuales supervisados por el Mecanismo Único de Supervisión encuentra las pruebas contrarias. En dicho estudio calculan que solo hay pruebas empíricas débiles de que la rentabilidad de los bancos se haya visto significativamente perjudicada por los tipos de interés negativos y que los reducidos beneficios de los bancos en épocas de tipos de referencia negativos en realidad se pueden explicar en gran medida por la debilidad de las condiciones macroeconómicas generales. Esto implica que el tipo de interés negativo tiene un efecto expansivo en general, puesto que solo afecta levemente a los beneficios de los bancos.

Esta es también la conclusión a la que llegan Altavilla *et al.* (2018) basándose en el microanálisis que realizan de datos de bancos individuales en la Zona euro. Consideran que la flexibilización de la política, incluido el tipo de interés negativo, en realidad tiende a tener un efecto positivo en los beneficios de los bancos porque reduce las provisiones para préstamos incobrables al mejorar la capacidad de los prestatarios para pagar sus deudas y al incrementar la calidad de los activos que se mantienen en las carteras de los bancos. Esto compensa la pérdida del margen de intereses en su modelo y confirma el efecto expansivo de la flexibilización de la política y el tipo de interés negativo.

Además de este debate sobre los efectos opuestos del tipo de interés negativo, también está la cuestión del poder del canal de transmisión. Eggertsson, Juelsrud y Wold (2017) suponen una ruptura del canal de transmisión de los tipos de interés tan pronto como se introducen los tipos de referencia negativos, ya que los tipos para los depósitos comerciales no pueden seguir a los tipos de referencia y situarse por debajo de cero en su modelo. Esto es también lo que Eggertsson *et al.* (2018) sostienen. En su trabajo, incluyen una discusión sobre los efectos de dispersión de los tipos de referencia una vez que se vuelven negativos, impulsados por las diferencias de la estructura de financiación de los bancos. Según su investigación, los bancos con un nivel más elevado de financiación mediante depósitos se ven más afectados por los tipos de referencia negativos, lo que provoca que experimenten un menor crecimiento del crédito en un entorno de tipos negativos.



Otros autores no creen que el efecto de los tipos negativos en el canal de transmisión esté tan claro. Por ejemplo Brunnermeier y Koby (2018) defienden el argumento de que a medida que los tipos bajan, su efecto marginal en la economía real se reduce, pero el tipo invertido al cual la política monetaria ya no se transmite no es obvio que esté establecido en el umbral del porcentaje cero. Este tipo invertido en realidad depende de varios factores, incluidas las tenencias de renta fija de los bancos, la rigurosidad de las limitaciones de capital, el grado de transmisión a los tipos para depósitos comerciales y la capitalización inicial de los bancos. Altavilla *et al.* (2018) también consideran que los tipos negativos no rompen automáticamente el canal de transmisión, que en realidad depende en gran medida de la salud del banco. Los bancos sólidos (que se caracterizan por diferenciales de CDS más bajos y un menor nivel de préstamos morosos) tienen más probabilidades de establecer tipos para depósitos negativos que los bancos que no son sólidos. No obstante, en periodos de tipos de interés negativos, también hay mayor demanda de activos seguros, lo que significa que estos bancos sólidos acaban por recibir más depósitos que los bancos que no son sólidos, situación que refuerza aún más su capacidad para seguir los tipos de referencia en el territorio negativo. Por tanto, hay más probabilidades de ruptura de los canales de transmisión de la política monetaria para los bancos que no son sólidos, pero no se produce nunca una ruptura completa.

Otra área de preocupación es el impacto que los tipos negativos podrían tener en el comportamiento de asunción de riesgos de los bancos y, en última instancia, en la estabilidad financiera. Las pruebas de Heider *et al.* (2018) parecen apuntar al hecho de que una vez que los tipos pasan a ser negativos, los bancos que dependen principalmente de la financiación de los depósitos asumen más riesgos y hacen menos préstamos que los bancos que dependen de otras fuentes de financiación. Como resultado, los tipos de interés negativos podrían ser menos acomodaticios de lo que se pensaba inicialmente y también podrían aumentar la inestabilidad financiera si los préstamos de los bancos con muchos depósitos aumentan significativamente.

Por último, desde una perspectiva empírica, los datos publicados recientemente por el BCE (2018) muestran que hay indicios de que los bancos acaparan efectivo como consecuencia de los tipos negativos para depósitos, aunque las sumas en cuestión son todavía pequeñas en comparación con el volumen general de exceso de reservas.

En general, el BCE podría tratar de recortar más su tipo para depósitos con el fin de reducir los tipos de interés del mercado a corto plazo. Sin embargo, aunque los debates sobre los efectos de los tipos negativos aún no están totalmente resueltos, la literatura que se ha examinado anteriormente sugiere que el BCE podría estar ya cerca de su límite inferior efectivo y que podría ser difícil ir muy por debajo del mismo en el futuro.

5.5.2. ¿CÓMO SE PUEDEN LIMITAR LOS EFECTOS COLATERALES ADVERSOS DE LOS TIPOS NEGATIVOS?

En vista de la incertidumbre y de todos los problemas vinculados al uso de tipos de interés negativos en la Zona euro, el BCE no puede esperar a que la investigación deter-

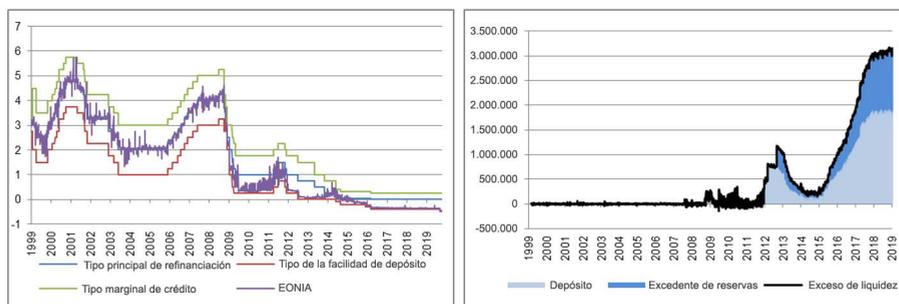


mine de forma concluyente si el tipo de interés invertido ya se ha alcanzado y, si no es así, en que momento exactamente se habrá llegado a ese caso. En su lugar, debe adaptar sus políticas de forma que respondan apropiadamente a ambas posibilidades, lo que significa encontrar la forma de mitigar los efectos potencialmente adversos de los tipos de interés negativos y maximizar sus beneficios expansionistas.

Ya se ha dado un primer paso en esta dirección con el nuevo sistema de dos niveles anunciado por el BCE en septiembre, a aplicar a partir del 30 de octubre de 2019. Como se ha dicho anteriormente, esto ofrecerá un alivio importante a los bancos a medida que el volumen de sus reservas exento del coste de los tipos negativos para depósitos se multiplique por seis. Aunque no hay duda de que con ello se fortalecerá el efecto expansionista de los tipos de interés negativos, también se podría debilitar el impacto del tipo para depósitos en el tipo EONIA, tal como hemos visto anteriormente. De hecho, cuantas más reservas estén exentas de los tipos de interés negativos, menos incentivos tendrán los bancos para estar activos en el mercado interbancario en vez de depositar simplemente su exceso de liquidez en el BCE. Esto implica que el BCE se enfrenta a un dilema entre reducir los efectos colaterales de los tipos negativos en los bancos y la economía y garantizar que el nivel del tipo para depósitos se refleje en los tipos del mercado a corto plazo (EONIA, ahora €STR).

Este asunto es especialmente importante dado que el tipo para depósitos ha sido el principal determinante del nivel del EONIA en los últimos años. Gracias a los elevados niveles de exceso de liquidez en la Zona euro desde 2012 (Figura 5, derecha), el EONIA se ha mantenido estable y muy cerca del tipo de interés de la facilidad de depósito (Figura 5, izquierda), lo que lo convierte en el tipo de referencia más importante del BCE en cuanto a transmisión de la política monetaria. Por consiguiente, las implicaciones de una interrupción en la transmisión de este tipo a los tipos del mercado a un día es que tendría un impacto muy importante en la forma en que el BCE dirige la política monetaria en la próxima recesión. Esa es la razón por la que el BCE tendrá que vigilar muy de cerca cómo se ven afectados por el nuevo sistema de niveles tanto los beneficios de los bancos como los tipos de interés del mercado.

FIGURA 5: EL TIPO EONIA (EN %) Y EL EXCESO DE LIQUIDEZ EN LA ZONA EURO (EN MILLONES DE €)



Fuente: BCE a través de Bloomberg. Nota: El exceso de liquidez se define como los depósitos de la facilidad de depósito netos del recurso a la facilidad marginal de crédito más las tenencias en cuenta corriente en exceso de las que contribuyen a los requisitos de reservas mínimas.

Otra forma en que el BCE podría seguir recortando sus tipos y tener una postura más expansionista sin bajar más su tipo para depósitos (y evitar así el impacto negativo en los bancos y en los préstamos bancarios) sería recortar el tipo para préstamos por debajo del tipo de la facilidad de depósito, supeditado a que los bancos alcancen un volumen de referencia para los préstamos. Por ahora, el tipo de las TLTRO solo puede bajar tanto como el tipo para depósitos, pero no por debajo de él. Sin embargo, si este fuera el caso, los bancos podrían tomar préstamos del BCE a largo plazo a un tipo más bajo del que pagarían para depositar allí el exceso de liquidez. Esto les permitiría conceder más préstamos, lo que a su vez aumentaría mecánicamente sus requisitos de reserva, ya que estos se calculan como una ratio de los pasivos de los bancos, principalmente los depósitos de sus clientes. Teniendo en cuenta el nuevo sistema de niveles sobre la remuneración de las reservas, sus reservas exentas también aumentarían, incluso más de lo que correspondería proporcionalmente. Esto en último caso podría crear un círculo virtuoso para la rentabilidad de los bancos e incentivarlos para prestar a la economía a pesar de los tipos de referencia negativos (o más precisamente gracias a un tipo de TLTRO negativo).

La principal alerta vendría del hecho de que el BCE en realidad perdería dinero en estas operaciones. No obstante, esto no debería ser una fuente de preocupación importante, dado que, como se indica en Chiacchio, Claeys y Papadia (2018), aunque es preferible que los bancos centrales logren beneficios en vez de registrar pérdidas, no son entidades cuya misión sea optimizar los beneficios y su mandato primordial es conseguir la estabilidad de los precios. Por tanto, registrar pérdidas a corto y medio plazo en el intento de cumplir su función macroeconómica no debe impedir al BCE utilizar esa política.

Por último, una solución más extrema para abordar el límite inferior podría incluir gravar el papel moneda (tal como sugieren Agarwal y Kimball, 2015 o Kimball, 2015) o suprimirlo totalmente (Rogoff, 2016). Pero esta solución sería muy impopular en algu-



nos estados miembros y, una vez más, los posibles efectos colaterales en la rentabilidad de los bancos y en la capacidad de conceder préstamos reduciría la eficacia de ese instrumento para estimular el crecimiento y la inflación en un sistema de financiación basado en los bancos.

5.5.3. ¿PODRÁ EL BCE USAR SU PROGRAMA DE COMPRAS DE ACTIVOS EN LA PRÓXIMA RECESIÓN?

Teniendo en cuenta la caída secular de los tipos neutros en la Zona euro, las herramientas de política monetaria tradicionales podrían estar restringidas por el límite inferior igual a cero durante periodos de tiempo más frecuentes y más prolongados, por lo que los demás instrumentos políticos, concretamente las compras de activos, son aún más importantes al abordar la próxima recesión europea.

Esto significa que el BCE tendrá que estar preparado para usar esta herramienta más a menudo y no confinarla a una situación extrema. El peculiar acuerdo institucional de la UEM y la reticencia de algunos países a utilizar esa política provocaron retrasos en la implementación de las compras de activos en la pasada crisis, ya que el programa del BCE se lanzó 6 años después del programa de la Reserva Federal y el del Banco de Inglaterra.

Es cierto que los efectos de esta política no convencional todavía no se conocen por completo y que las compras de activos son más difíciles de calibrar que los simples recortes de los tipos. En particular es difícil saber si sus efectos marginales siguen siendo significativos cuando las rentabilidades ya son muy bajas o incluso negativas, como sostiene por ejemplo Coppola (2019). Sin embargo, las compras de bonos soberanos también son una forma de coordinarse mejor con las autoridades fiscales. De hecho, aunque las compras de activos adicionales tienen menores efectos marginales en la curva de rentabilidad y en las condiciones de financiación, también permiten que la política fiscal sea más expansiva en épocas malas. Algunos pueden tener miedo de que esto reduzca la independencia del BCE, consagrada en el Artículo 130 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea (TFUE). No obstante, también se podría argumentar que la cooperación más estrecha del BCE con las autoridades fiscales en busca de un objetivo común no tiene por qué acabar con su independencia y hasta podría sentar las bases para una mejor coordinación entre las políticas fiscal y monetaria, siempre que la decisión de lanzar la expansión cuantitativa proceda del BCE.

Desde una perspectiva más práctica, como ya se ha mencionado, el problema principal para que el BCE utilice la expansión cuantitativa en la próxima recesión es que el programa ya está actualmente restringido por el límite por emisor (autoimpuesto). El BCE ya está bastante cerca del límite en varios países, en especial en los Países Bajos y Alemania. En el sistema actual, esto implica que las compras tendrán que detenerse en unos meses. La respuesta más evidente sería aumentar el límite por emisor una vez más, aunque el BCE no parece que esté inclinado a hacerlo por el momento. En una rueda de prensa reciente, el presidente Draghi declaró que *“francamente no había ningún deseo*



de discutir los límites por una buena razón, porque tenemos un margen importante para continuar durante bastante tiempo a este ritmo sin necesidad de plantear el debate sobre los límites”⁸.

Esta reticencia a cambiar el límite por emisor también se puede explicar por la preocupación del BCE por la financiación monetaria. Posee una participación bastante grande de algunas emisiones de bonos para tener una minoría con capacidad de bloqueo; el BCE teóricamente estaría en posición de bloquear un voto en la reestructuración de la deuda que mantiene el BCE de países de la Zona euro. No bloquear este voto podría considerarse financiación monetaria. No obstante, podríamos cuestionarnos si el límite por emisor actual consigue el equilibrio adecuado entre correr el riesgo de financiación monetaria *ex ante* y que el BCE no cumpla su objetivo primordial de mantener la estabilidad de los precios. Por ejemplo, habría muy poco riesgo de financiación monetaria en gobiernos con calificación AAA como el Alemania o el de los Países Bajos, dadas las probabilidades cercanas a cero de que tengan que reestructurar su deuda en los próximos años. Por consiguiente, el BCE debe suspender su límite por emisor, al menos para los países con buena calificación, para que esta política se pueda utilizar tanto como sea necesario en la próxima recesión europea.

Teniendo en cuenta la inquietud que algunos miembros del Consejo de Gobierno del BCE siguen teniendo respecto a las compras de valores de deuda soberana, otra opción para el BCE podría ser comprar otras clases de activos, como préstamos de bancos o incluso renta variable.

5.5.4. LA REVISIÓN DEL MARCO DE POLÍTICA MONETARIA DEL BCE TAMBIÉN AYUDARÍA

Operar en un mundo con un “límite inferior igual a cero” significa que el BCE también debe revisar su marco de política monetaria, en especial su definición de estabilidad de los precios, para aumentar la flexibilidad que tiene al afrontar una nueva recesión. El mandato oficial del BCE de mantener la estabilidad de los precios no se define explícitamente en los Tratados Europeos: no se menciona ningún objetivo numérico, horizonte temporal ni variable concreta. Estos elementos los decidió el Consejo de Gobierno en 1998 y luego los aclaró en 2003, lo que significa que podrían modificarse de nuevo. Como se explica detalladamente en Claeys *et al.* (2018), creemos que la definición de inflación del BCE debe cambiar de “*por debajo pero cerca del 2% a medio plazo*” a “*en torno al 2% de media a largo plazo*”. Esto tendría muchas ventajas.

En primer lugar, la definición de la estabilidad de los precios implica que el BCE establece implícitamente un objetivo de inflación inferior al 2%. No está claro por qué el banco central mantiene este margen para la interpretación en torno a su objetivo

⁸ Banco Central Europeo. (2019, 15 de octubre). Declaración introductoria a la conferencia de prensa (con preguntas y respuestas). Obtenido el 15 de octubre de 2019, de la página web del Banco Central Europeo: <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2019/html/ecb.is190912~658eb51d68.en.html>



de inflación, algo que creemos que añade un ruido innecesario a sus operaciones y no permite un objetivo claro y bien definido en torno al cual los mercados puedan crear expectativas realistas (Demertzis y Viegi, 2008). Cambiar la definición para hacerla doble, “cerca del 2%”, es una forma de corregir este sesgo bajista sin tener que alejarse mucho de lo que se ha comunicado actualmente. Además, sería importante establecer bandas de tolerancia definidas numéricamente en torno al objetivo del 2% dentro de las cuales la inflación se consideraría aceptable. Estas bandas tendrían que elegirse con cuidado de forma que el objetivo siga siendo una buena señal y se aclare la definición de estabilidad de los precios (Demertzis y Viegi, 2010).

En segundo lugar, el periodo durante el cual se mide la estabilidad de los precios podría alargarse presumiblemente de los 18 meses actuales a 3 años, de la definición general de “medio plazo” a un marco temporal más largo, como el curso de un ciclo económico⁹. Si se implementara satisfactoriamente, no solo podría contribuir a evitar cambios demasiado rápidos en la política, sino que también permitiría al BCE dejar que la economía se recalentara durante algún tiempo después de periodos en los que no se alcanzara su objetivo de inflación. Si los agentes económicos esperan que el BCE actúe de este modo, los tipos de interés reales bajarían más durante las crisis y podrían evitarse las posibles incoherencias temporales en la comunicación de orientación futura del BCE. De hecho, en la situación actual, se podría considerar que al BCE le falta credibilidad cuando dice que mantendrá los tipos bajos durante un periodo de tiempo prolongado, cuando los participantes del mercado saben que podría tener que reaccionar rápidamente para mantener la inflación por debajo del 2%. Tener definida la inflación *media* fortalecería el papel de las expectativas de inflación como estabilizador automático para aliviar el problema provocado por el nivel inferior igual a cero (siguiendo la formalización de Nessen y Vestin, 2002). En la práctica esto significa que la política monetaria, siempre que sea creíble, tendrá las expectativas a largo plazo ancladas en el objetivo de inflación, lo que permite que las expectativas a medio plazo se desvíen de este objetivo tanto como sea necesario para tener en cuenta los choques. Por ejemplo, en el caso de un choque deflacionista, las expectativas a medio plazo aumentarán por encima del objetivo y por tanto, los tipos reales se reducirán, lo que ayudaría a eliminar los efectos del choque. En cambio, en el régimen actual, la política monetaria creíble implica que las expectativas a medio plazo estén ancladas en el objetivo y, por consiguiente, el cambio en el tipo real no será de tanta ayuda. Somos conscientes de que alargar el horizonte puede reducir la “capacidad de controlar” el instrumento, es decir, la capacidad de la política monetaria para controlar la forma en que su instrumento logra el resultado deseado. Sin embargo, con la ayuda de una comunicación clara que ancle las expectativas en el nivel adecuado, este problema se puede dominar.

⁹ Aunque la longitud normal de un ciclo económico ha sido bastante variable en la Zona euro desde la década de 1970, según el comité de datación del CEPR, ha sido de aproximadamente 9 a 10 años. Véase <https://cepr.org/content/euro-area-business-cycle-dating-committee>. La calibración exacta del horizonte temporal tendría que evaluarse a través de la experimentación en varios modelos.



En tercer lugar, estos cambios deben ir acompañados de un movimiento para marcar sistemáticamente el objetivo de la inflación subyacente, en vez de la inflación general. La reciente decisión del BCE de centrarse más en la inflación subyacente al incluirla en su orientación futura es un primer paso en esta dirección y debe ser objeto de seguimiento. Además, en el marco de “fijar el objetivo de inflación media” que proponemos, fijar la inflación general podría tener efectos perniciosos: los choques de suministro temporales en los precios de la energía y los alimentos tendrían que compensarse automáticamente con una inflación más baja en los periodos siguientes.

Los cambios que proponemos en la definición de la estabilidad de precios del BCE no son tan radicales ni complejos como otras propuestas, como un aumento directo del objetivo o un movimiento para fijar el objetivo nominal del PIB, por ejemplo. Esto quiere decir que no suponen el riesgo de dañar la credibilidad del banco central ni de desanclar las expectativas de inflación. Por el contrario, estas propuestas reforzarían el peso vinculado a su orientación futura en materia de inflación, además de facilitar a los agentes económicos la planificación de las inversiones a largo plazo y la reducción de los riesgos relacionados con los contratos a largo plazo.

5.5.5. EL BCE DEBE ESTAR PREPARADO PARA USAR LAS OMT SI ES NECESARIO

La promesa que hizo Mario Draghi de hacer “*todo lo necesario*” en 2012 resultó decisiva para resolver la crisis de deuda soberana de la Zona euro. Al enfrentarse a un rápido incremento de los tipos de interés y al riesgo de redenominación relacionada con una posible disolución de la UEM, el BCE intervino y anunció su programa de Operaciones monetarias de compraventa (OMT). Se trataba de un programa de compras de bonos gubernamentales de la Zona euro potencialmente ilimitadas pero con condiciones, cuyo objetivo era “*proteger la transmisión adecuada de la política monetaria y la singularidad de la política monetaria*”. De esta forma se rompió el ciclo de la crisis de liquidez autocumplida que se había apoderado del mercado de deuda soberana de la Zona euro. Los diferenciales entre los distintos países cayeron una vez más, aunque nunca volvieron a los niveles que tenían antes de la crisis, ya que los participantes se dieron cuenta de que seguía habiendo diferencias en los riesgos crediticios dentro de los países de la Zona euro.

Lo que ilustra este caso es que, en 2012, los mercados estaban totalmente convencidos de que el BCE tenía tanto las herramientas como la voluntad de intervenir para proteger la integridad del euro. Este nivel de claridad y credibilidad tiene que mantenerse a toda costa para que el BCE pueda afrontar su próxima recesión. Como pilar fundamental de la arquitectura de la Zona euro, esto significa que las OMT tienen que fortalecerse y reafirmarse.

El primer paso para hacerlo es que el BCE debe reconfirmar que el banco central está totalmente preparado para utilizar su programa de OMT con el fin de evitar crisis de liquidez en los mercados de deuda soberana. Tendrá que seguir estando muy claro que el BCE está dispuesto a y es capaz de actuar como prestamista de último recurso de los fondos soberanos en caso de que se produzcan crisis de liquidez autocumplidas.



Como segunda medida, la arquitectura de la OMT también debe reevaluarse para garantizar su solidez. En el sistema actual, la condición previa para acceder a las OMT del BCE es la participación de un gobierno en un programa del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE). Esta condicionalidad tiene por objeto evitar cualquier riesgo moral, ya que la participación en un programa del MEDE requiere una valoración neutral por parte de la Comisión Europea de la sostenibilidad de la postura fiscal de un gobierno, así como el respaldo político de un consejo del MEDE. Sin embargo, en la nota de prensa original del BCE que establecía el marco de sus OMT (BCE, 2012), había cierta ambigüedad con respecto a las condiciones previas exactas bajo las cuales un gobierno podía tener acceso al programa. Como han explicado Claeys y Mathieu Collin (2018), el BCE menciona expresamente los programas cautelares del MEDE, que incluyen su Línea de Crédito Preventivo Condicionada (LCPC), y las compras del mercado primario, que son posibles bajo la LCPC, pero también destaca la Línea de Crédito con Condiciones Mejoradas (más difícil de obtener), sin hacer mención a la LCPC. El BCE debe aclarar su postura sobre este tema indicando que la LCPC se considera una condición previa suficiente para acceder al programa de OMT, con vistas a hacer que sus OMT sean más creíbles en caso de que se produjera una nueva crisis de liquidez.

5.5.6. ESTAR PREPARADO PARA INNOVAR (DE NUEVO) SI OTRAS HERRAMIENTAS NO SON SUFICIENTES

Por último, recomendamos que el BCE esté preparado para innovar en su uso de la política monetaria no convencional. Su conjunto de herramientas actual podría, de hecho, ser insuficiente en una nueva recesión: 1) los tipos de referencia podrían llegar al punto de inversión en el cual su efecto general pasa a ser contractivo, dejando al BCE sin su principal instrumento de política monetaria y 2) la expansión cuantitativa también podría ser un opción limitada, tanto debido al límite por emisor actual como debido a la posible reducción de las rentabilidades. En ese caso, el BCE tendrá que estar preparado para usar distintos tipos de política, teniendo alguna noción de la forma en que funcionan y los riesgos que conllevan.

Por tanto, aunque el BCE debe centrarse ante todo en adaptar las herramientas existentes a la situación económica y a los posibles riesgos y contracciones emergentes (como se ha expuesto anteriormente), también debe como mínimo empezar a evaluar el potencial de otras herramientas alternativas que pueden ser de ayuda para afrontar la próxima recesión. En este respecto, es útil recordar que en el momento de su implementación, las compras de activos se consideraban una política experimental, cuyos efectos y riesgos eran prácticamente desconocidos (véase por ejemplo Giles, 2014 y Choyleva, 2014). Esto demuestra que el BCE es capaz de innovar y está dispuesto a ello cuando es necesario.

El “helicopter money”, teorizado por Milton Friedman (1969), podría ser esa innovación política. La premisa es que el BCE inyecte directamente un volumen de efectivo en la economía calculado para devolver la inflación a su objetivo distribuyéndolo de forma igualitaria e indiscriminada en todos los hogares. Podría ser una solución para la parálisis



crediticia en tiempos de crisis, cuando las herramientas convencionales como los recortes de los tipos de interés y la expansión cuantitativa ya no sean un impulso suficiente para la demanda agregada.

Una condición para que esta política cumpla sus objetivos de estabilidad de precios es que las inyecciones tienen que ser permanentes de forma verosímil, lo que significa que los hogares deben creer que una vez que reciben esta transferencia, el banco central no implementará después políticas contractivas para reducir la inflación más alta que ha creado. Esto es similar a lo que Krugman describió como un banco central que sea “*irresponsable [...] de forma verosímil*” (2011) al comprometerse a crear un inflación más alta. Si las transferencias son permanentes de forma verosímil, los hogares estarán más inclinados a gastar los ingresos extra que a guardarlos en espera de una forma de fiscalidad futura.

Hay dos problemas principales que destacan al considerar la implementación del “helicopter money” (como también comentan por ejemplo Pisani-Ferry, 2019). El primero en relación con la legalidad de esta política: ¿estaría actuando el BCE dentro de su mandato? Algunos podrían considerar que esta política es asistencia financiera, que es ilegal según el Artículo 123(1) del TFUE. Pero puede que el caso no sea tan sencillo. En primer lugar, el artículo 123(1) no prohíbe operaciones como el “helicopter money” siempre que no se haga a través de “*instituciones, organismos, oficinas o agencias de la Unión, gobiernos centrales, regionales locales u otras autoridades públicas, otros organismos gobernados por el derecho público o empresas públicas de los Estados miembros*”. El BCE debe, por tanto, encontrar la forma de eludir las autoridades fiscales para interactuar directamente con los ciudadanos europeos. En segundo lugar, para cumplir el mandato primordial del BCE de mantener la estabilidad de los precios, el Consejo de Gobierno puede definir nuevos instrumentos con el fin de lograr este mandato a través del voto mayoritario de dos terceras partes, tal como se consagra en el artículo 20 del Protocolo sobre el Estado del Sistema Europeo de los Bancos Centrales y del BCE. Estos dos elementos podrían dar al BCE la libertad suficiente para implementar algún tipo de “helicopter money” que no se considere asistencia financiera, como las operaciones directas a todos los ciudadanos de la Zona Euro, por ejemplo¹⁰.

Esto nos lleva al segundo problema, que es más operativo: ¿cómo puede transferir el BCE una suma de dinero a cada persona de la Zona euro, teniendo en cuenta especialmente que algunas podrían no disponer de cuentas bancarias y que hay importantes diferencias de renta entre los países de la zona euro? Estos problemas de igualdad no son insignificantes y el BCE tendría que abordarlos al discutir esta política, aunque el “helicopter money” sea más equitativo que la expansión cuantitativa, ya que el banco central suministraría dinero directamente a los hogares en vez de pasar por el canal de compras

¹⁰ Además, si se necesita más claridad sobre las acciones específicas que están prohibidas por el artículo 123 y por consiguiente sobre la legalidad del “helicopter money”, según el artículo 125(2) del TFUE, el Consejo Europeo puede “*determinar las definiciones para la aplicación de las prohibiciones a las que se hace referencia en los Artículos 123 y 124*”, a propuesta de la Comisión y después de consultar al Parlamento Europeo.



de valores del sector público y privado, lo que podría afectar a los diferentes segmentos de la población de forma distinta.

En términos más generales, aunque las soluciones innovadoras serán cruciales para dar más margen de actuación al BCE, las ventajas de las nuevas herramientas deben evaluarse en función de lo que constituye un buen mix de política macroeconómica. Las ventajas de “sobreampliar” la política monetaria pueden ser fáciles de combinar si la política fiscal tiene por objetivo contribuir a manejar el ciclo macroeconómico.

5.6. OBSERVACIONES FINALES

Aunque sus efectos todavía no se entienden por completo, los tipos de interés “bajos por mucho tiempo” cada vez limitan más la política monetaria del BCE y bien podrían representar un reto sin precedentes cuando llegue la próxima recesión europea. Como los recortes de los tipos de interés ya estarán probablemente restringidos por el límite inferior, ya sea en el umbral del cero por ciento o más bajo, el BCE tendrá que encontrar nuevas formas de ajustar su postura política.

Hemos defendido varios cambios en su conjunto de herramientas y en su marco, que no se apartan drásticamente de su forma actual pero que podrían aportar más flexibilidad y libertad para abordar crisis futuras. Primero, el BCE debe trabajar en reducir los impactos potencialmente adversos de sus tipos de interés negativos, ya que serían la causa del efecto contractivo que podría tener esta política. Segundo, debe replantearse su límite por emisor en el APP, ya sea relajando el propio límite por emisor (al menos para los valores de deuda pública con buena calificación) o ampliando su lista de activos admisibles, para tener más margen y poder seguir con su APP lo máximo posible. Tercero, debe cambiar su marco para fijar su objetivo de inflación media en un periodo de tiempo más largo y con un objetivo simétrico más que con un objetivo unilateral del 2%. Cuarto, para mantener su credibilidad y garantizar la protección contra una nueva crisis de liquidez en el mercado de deuda soberana, el BCE también debe revisar los detalles de su programa de OMT con el fin de estar completamente preparado para utilizarlo si es necesario. Por último, como fue el caso a comienzos de la década de 2010, el BCE debe buscar nuevas formas de dirigir su política monetaria si su conjunto de herramientas actual no es suficiente para afrontar la nueva recesión.

El papel de la comunicación seguirá siendo fundamental para informar y orientar a los mercados y a públicos más amplios en la formación de sus expectativas. No obstante, es importante comprender que como el entorno en el que opera el BCE es muy incierto, la comunicación tendrá que centrarse menos en lo que va a suceder en el futuro y más en cómo manejar resultados alternativos en el futuro.

Creemos que estos cambios permitirán al BCE manejar parte de la incertidumbre a la que se enfrenta y le proporcionarán una estrategia creíble en caso de que se produzca una nueva recesión europea.



REFERENCIAS

- Altavilla, C., Boucinha, M., & Peydró, J.-L. (2018). Monetary Policy and Bank Profitability in a Low Interest Rate Environment. *Economic Policy*. <https://doi.org/10.1093/epolic/eiy013>
- Altavilla, C., Burlon, L., Giannetti, M., & Holton, S. (2019). Is there a zero lower bound? The effects of negative policy rates on banks and firms. *BCE, documentos de trabajo, 2289*. Obtenido de <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2289~1a3c04db25.en.pdf>
- Banque de France. (2019). Pourquoi le dynamisme des salaires n'a-t-il pas fait augmenter l'inflation en zone euro ? *Banque de France*. Obtenido de <https://publications.banque-france.fr/pourquoi-le-dynamisme-des-salaires-na-t-il-pas-fait-augmenter-linflation-en-zone-euro>
- Bindseil, U., & Kamin, S. (2018). Financial stability implications of a prolonged period of low interest rates. *Documentos del Comité sobre el Sistema Financiero Global, 61*. Obtenido de <https://www.bis.org/publ/cgfs61.htm>
- Brand, C., Bielecki, M., & Penalver, A. (2018). The Natural Rate of Interest: Estimates, Drivers, and Challenges to Monetary. *Banco Central Europeo, 217*, 71.
- Brunnermeier, M., & Koby, Y. (2018). *The Reversal Interest Rate* (p. w25406). <https://doi.org/10.3386/w25406>
- Chiacchio, F., Claey's, G., & Papadia, F. (2018). Should we care about central bank profits? *Bruegel, (13)*, 12.
- Choyleva, D. (2014, December 22). Draghi must choose right type of QE. *Financial Times*. Obtenido de <https://www.ft.com/content/631c4316-7a4e-11e4-a8e1-00144feabdc0>
- Claey's, G., & Demertzis, M. (2017). How should the European Central Bank 'normalise' its monetary policy? *Bruegel, 17*.
- Claey's, G., Demertzis, M., & Mazza, J. (2018, 22 de noviembre). *A monetary policy framework for the European Central Bank to deal with uncertainty*. Obtenido de <https://bruegel.org/2018/11/a-monetary-policy-framework-for-the-european-central-bank-to-deal-with-uncertainty/>
- Claey's, G., Demertzis, M., & Papadia, F. (2019). Challenges ahead for the European Central Bank: Navigating in the dark? Memos to the new leadership, *Bruegel*. Obtenido de <https://bruegel.org/2019/09/challenges-ahead-for-the-european-central-bank-navigating-in-the-dark/>
- Claey's, G., & Mathieu Collin, A. (2018, 13 de diciembre). Does the Eurogroup's reform of the ESM toolkit represent real progress? | *Bruegel*. Obtenido el 28 de octubre de 2019, de <https://bruegel.org/2018/12/does-the-eurogroups-reform-of-the-esm-toolkit-represent-real-progress/>
- Coppola, F. (2019). *The Case for People's Quantitative Easing*. Cambridge: Polity.
- Del Negro, M., Giannoni, M. P., & Patterson, C. (2012). The Forward Guidance Puzzle. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2163750>



- Demertzis, M., & Viegi, N. (2008). Inflation Targets as Focal Points. *International Journal of Central Banking, International Journal of Central Banking*, vol. 4(1), páginas 55-87, marzo. Demertzis, M., & Viegi, N. (2010). Inflation Targeting: A Framework for Communication. *The B.E. Journal of Macroeconomics*, 9(1). <https://doi.org/10.2202/1935-1690.1992>
- Deutsche Bundesbank. (2019). The impact of wages on prices in Germany: Evidence from selected empirical analyses. *Informe mensual*, 15, 23.
- Draghi, M. (2019, octubre). *Verbatim of the remarks made by Mario Draghi*. Conferencia de prensa. Obtenido de <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120726.en.html>
- Ducrozet F., N. Gharbi (2019) 'Euro Area: The New Limits of ECB Policy', Pictet Flash Note, 28 de octubre de 2019: <https://perspectives.group.pictet/sites/perspectives/files/2019-10/Flash%20Note%20%20Euro%20Area%2CThe%20new%20limits%20of%20ECB%20policy.pdf>
- Eggertsson, G. B., Juelsrud, R. E., Summers, L. H., & Wold, E. G. (2018). Negative nominal interest rates and the bank lending channel. *Norges Bank, documento de trabajo*, 4, 60.
- Eggertsson, G. B., Mehrotra, N. R., & Robbins, J. A. (2019). A Model of Secular Stagnation: Theory and Quantitative Evaluation. *American Economic Journal: Macroeconomics*, 11(1), 48. <https://doi.org/10.1257/mac.20170367>
- Eggertsson, G., Juelsrud, R., & Wold, E. G. (2017). *Are Negative Nominal Interest Rates Expansionary?* (p. w24039). <https://doi.org/10.3386/w24039>
- ECB (2018) 'The cash holdings of monetary financial institutions in the euro area', Banco Central Europeo, https://www.ecb.europa.eu/pub/economicbulletin/articles/2018/html/ecb.ebart201806_03.en.html#toc6
- Banco Central Europeo. (2019a, octubre). *Introductory statement to the press conference (with Q&A)*. Conferencia de prensa. Obtenido de <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2019/html/ecb.is190912~658eb51d68.en.html>
- Banco Central Europeo. (2019b, 22 de octubre). *Account of the monetary policy meeting*. Obtenido de <https://www.ecb.europa.eu/press/accounts/2019/html/ecb.mg191010~d8086505d0.en.html>
- Banco Central Europeo. (2012). Technical features of Outright Monetary Transactions. Obtenido el 28 de octubre de 2019, de la página web del Banco Central Europeo: https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2012/html/pr120906_1.en.html
- Filardo, A., & Hofmann, B. (2014). Forward guidance at the zero lower bound. *BIS Quarterly Review*. Obtenido de https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1403f.htm
- Friedman, Milton (1969), "The Optimum Quantity of Money", en Milton Friedman, *The Optimum Quantity of Money and Other Essays*, Capítulo 1, pp.1-50, Adline Publishing Company, Chicago.
- Giles, C. (2014, 21 de octubre). Debate rages on quantitative easing's effect on inequality. Obtenido el 28 de octubre de 2019, de la página web del Financial Times: <https://www.ft.com/content/c630d922-586f-11e4-942f-00144feab7de>



- González, A., & Véron, N. (2019, 19 de septiembre). The EU is in the US trade war crosshairs. It should further raise its game.
- Haberis, A., Harrison, R., & Waldron, M. (2017, 21 de septiembre). The forward guidance paradox. Obtenido el 23 de octubre de 2019, de la página web de VOX: <https://voxeu.org/article/forward-guidance-paradox>
- Hansen, A. (1939). Economic progress and declining population growth. *The American Economic Review*, 29(1), 15.
- Heider, F., Saidi, F., & Schepens, G. (2018). Life below zero: Bank lending under negative policy rates. *Banco Central Europeo*, 2173, 74.
- IHS. (2019, 3 de octubre). *IHS Markit Eurozone Composite PMI®—Final data*. Obtenido de <https://www.markiteconomics.com/Public/Home/PressRelease/51de396b073d4d3889b1afe7b9a36872>
- Jobst, A., & Lin, H. (2016). Negative Interest Rate Policy (NIRP): Implications for Monetary Transmission and Bank Profitability in the Euro Area. *FMI, documentos de trabajo*, 16(172), 48. <https://doi.org/10.5089/9781475524475.001>
- Krugman, P. (2011a, 18 de marzo). Credibility and Monetary Policy in a Liquidity Trap (Wonkish). Obtenido el 28 de octubre de 2019, del blog de Paul Krugman: <https://krugman.blogs.nytimes.com/2011/03/18/credibility-and-monetary-policy-in-a-liquidity-trap-wonkish/>
- Krugman, P. (2011b, 8 de noviembre). The Return of Secular Stagnation. *The New York Times*. Obtenido de <https://krugman.blogs.nytimes.com/2011/11/08/the-return-of-secular-stagnation/>
- Krugman, P. (2013a, 25 de septiembre). Bubbles, Regulation, and Secular Stagnation. *The New York Times*. Obtenido de <https://krugman.blogs.nytimes.com/2013/09/25/bubbles-regulation-and-secular-stagnation/>
- Krugman, P. (2013b, 16 de noviembre). Secular Stagnation, Coalmines, Bubbles, and Larry Summers. *The New York Times*. Obtenido de <https://krugman.blogs.nytimes.com/2013/11/16/secular-stagnation-coalmines-bubbles-and-larry-summers/>
- Laubach, T., Holston, K., & Williams, J. (2016). Measuring the Natural Rate of Interest: International Trends and Determinants. *Banco de la Reserva Federal de San Francisco*, 2016–11, 43.
- Nessen, M., & Vestin, D. (2002). Average Inflation Targeting. *Journal of Money Credit and Banking*, 37. <https://doi.org/10.1353/mcb.2005.0055>
- Occhino, F. (2019). The Flattening of the Phillips Curve: Policy Implications Depend on the Cause. *Economic Commentary*, (2019–11). <https://doi.org/10.26509/frbcec-201911>
- Pisani-Ferry, J. (2019, 2 de octubre). How to ward off the next recession. Obtenido el 29 de octubre de 2019, de la página web de Bruegel: <https://bruegel.org/2019/10/how-to-ward-off-the-next-recession/>
- Potter, S., & Smets, F. (2019). Unconventional monetary policy tools: A cross-country analysis. *Documentos del Comité sobre el Sistema Financiero Global*, 63, 85.



- Rognlie, M. (2016). What Lower Bound? Monetary Policy with Negative Interest Rates. *Northwestern University*, 50.
- Solow, R. M. (1956). A Contribution to the Theory of Economic Growth. *The Quarterly Journal of Economics*, 70(1), 31. <https://doi.org/10.2307/1884513>
- Stráský, J., & Hwang, H. (2019). Negative interest rates in the euro area: Does it hurt banks? *Documentos de trabajo del Departamento de Economía de la OCDE*, 1574, 35.
- Summers, L. (2013, noviembre). *IMF Fourteenth Annual Research Conference in Honor of Stanley Fischer*. Discurso presentado en Washington, DC. Obtenido de <http://larrysummers.com/imf-fourteenth-annual-research-conference-in-honor-of-stanley-fischer/>
- Weale, M., & Wieladek, T. (2016). What are the macroeconomic effects of asset purchases? *Journal of Monetary Economics*, 79, 81–93. <https://doi.org/10.1016/j.jmoneco.2016.03.010>
- Wicksell, K. (1898). *Interest and Prices*. London: Macmillan.
- Woodford, M. (1998). Doing Without Money: Controlling Inflation in a Post-Monetary World. *National Bureau of Economic Research*, 6188, 64.

PARTE III
CUESTIONES DE POLÍTICA FISCAL



6. LAS REGLAS FISCALES DE LA UE DURANTE LA COMISIÓN JUNCKER: APLICACIÓN, REFORMA Y DESAFÍOS FUTUROS

CARLOS MARTÍNEZ MONGAY Y MIRZHA DE MANUEL ARAMENDÍA^{1,2}

6.1. EXTRACTO/RESUMEN EJECUTIVO

La ocasión planteada por la transición a la nueva Comisión resulta idónea para evaluar la aplicación por la Comisión Juncker del marco de política fiscal y para valorar su legado al nuevo ciclo institucional, incluidos los retos fiscales que la Comisión von der Leyen probablemente deberá afrontar en los próximos cinco años.

Durante el mandato de Juncker, la Eurozona pasó de una lenta recuperación a una expansión económica más marcada. Su Comisión favoreció el uso de la flexibilidad que recogían las normas existentes, sin introducir cambios en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC). La política fiscal desempeñó un papel ligeramente estabilizador en la Eurozona. Sin embargo, la combinación de estrategias nominalistas de ajuste bajo el brazo corrector del Pacto ha afectado la sostenibilidad de las finanzas públicas de países muy endeudados como Francia, Italia, España y Bélgica. En el caso de Italia, la combina-

¹ Carlos Martínez Mongay es antiguo Director General Adjunto de la Comisión Europea. Mirzha de Manuel Aramendía es Economista de la Dirección General de Asuntos Económicos y Financieros de la Comisión Europea.

² Los autores agradecen los útiles comentarios de L. Codogno, F. Fernández, M. Hallet, M. Larch, I. Maes, A. Margerit, J. Yaniz y C. Weise. Se aplican las advertencias habituales, incluida la de que las opiniones del artículo son únicamente las de sus autores y no deben atribuirse a la Comisión Europea.



ción de presiones del mercado, presiones de otros Estados miembros y aplicación de las normas de la Comisión logró que se evitaran riesgos mayores.

Mientras esperamos los resultados del debate lanzado por la Comisión sobre la revisión de los llamados 6-Pack y 2-Pack en lugar de presentar otra propuesta de reforma, este capítulo discute las reglas fiscales desde la perspectiva de los retos económicos a los que probablemente se enfrentará la política presupuestaria en los próximos años. Entre esos retos cabe mencionar los cambios demográficos, la emigración, los costes del cambio climático y la transformación de las estructuras económicas, sociales y políticas como consecuencia de los avances tecnológicos.

Una pregunta pertinente en este sentido es si, en el entorno actual de bajos tipos de interés, el aumento de la inversión pública debería financiarse principalmente con deuda pública. Y una pregunta relacionada es si debería adoptarse algún tipo de “regla de oro” para excluir esas inversiones de los indicadores del Pacto. Nuestra conclusión es que nada garantiza que los tipos de interés vayan a permanecer bajos en el futuro. En definitiva, las vulnerabilidades de los países muy endeudados no proceden tanto de los intereses abonados en un momento dado como de sus necesidades de refinanciación a corto plazo. Las políticas impositivas también deberían desempeñar un papel en la financiación de esos gastos adicionales.

En general, dados los retos anteriores, es posible que el equilibrio entre los dos principales objetivos de la política fiscal –la estabilización a corto plazo y la sostenibilidad a largo plazo– deba reconsiderarse y, seguramente, ampliarse para dar cabida a la calidad de las finanzas públicas tanto en términos de ingresos como de gastos. Demasiados objetivos para un único instrumento, por lo que será necesario ampliar el debate sobre el papel y el diseño de las normas presupuestarias para introducir en la ecuación otros elementos de la arquitectura de la UEM. Por ejemplo, quién debería encargarse de aplicar las normas presupuestarias y la posible introducción de una capacidad fiscal común y un activo seguro común para la Eurozona.

Palabras clave: Política fiscal; Pacto de Estabilidad y Crecimiento; Coordinación de la política económica; Profundización de la UEM; Economía de la Eurozona.

6.2. INTRODUCCIÓN

Este capítulo presenta la forma en que la Comisión Juncker interpretó y aplicó la normativa fiscal de la UE, y resume el estado actual de la reforma del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC). También tratamos de abordar los retos económicos de los próximos cinco años y el papel que podría desempeñar la política fiscal.

Cuando la Comisión Juncker asumió el cargo en noviembre de 2014, se encontró con una economía de la Eurozona en recuperación incipiente en un contexto de crecimiento potencial lento, gran desfase negativo de la producción e inflación muy baja. El PIB de la Eurozona estaba creciendo a un ritmo del 1,4%, el crecimiento potencial era inferior al 1% y la brecha de producción (el “output gap”) se situaba en un -2,6%. La tasa de inversión en 2014 era 3 puntos porcentuales (p.p.) del PIB más baja que en el



periodo anterior a la crisis, y la tasa de desempleo era del 11,6%. La inflación, medida por el índice armonizado de precios al consumo, se situaba en el 0,4%, muy por debajo de la tasa de crecimiento salarial, del 1,3%.

En cuanto a las finanzas públicas, el agregado de la Eurozona registraba un déficit de 2,5% y 10 países miembros tenían déficits iguales o superiores al 3%. Los gastos financieros alcanzaban un 2,6% del PIB y el saldo primario era prácticamente un 0% del PIB. El saldo estructural se situaba en el -0,9% del PIB en el conjunto de la Eurozona. La deuda pública había alcanzado un 94% del PIB, comparada con una media del 68% entre 1999 y 2008. La inversión pública había descendido hasta el 2,7% del PIB, por debajo de la media anual del 3,2% registrada entre 1999 y 2008. España, Irlanda y Portugal habían concluido con éxito sus respectivos programas de asistencia financiera. Los programas de Grecia y Chipre seguían en marcha.

La deuda privada había descendido solo marginalmente desde su máximo de más de un 162% del PIB en 2009. La deuda corporativa se situaba en el 101,5% del PIB y la deuda de los hogares representaba un 59,6% del PIB. El volumen de préstamos en mora (NPLs) en la Eurozona constituía aproximadamente un 8% del total de préstamos. La intensa reestructuración que había afectado a cientos de bancos seguía su curso, mientras que la rentabilidad de la banca se había vuelto positiva.³ En 2014 ya se habían dado varios pasos decisivos, aunque parciales, para crear la Unión Bancaria. Concretamente, después de la creación en 2013 del Mecanismo Único de Supervisión (MUS), el BCE asumió esa función en noviembre de 2014. En el frente de la resolución bancaria, la Directiva sobre reestructuración y resolución bancarias (DRRB) entró en vigor en 2014, y el Mecanismo Único de Resolución (MUR), que incluía la Junta Única de Resolución (JUR) y el Fondo Único de Resolución (FUR), entraría en funcionamiento en 2016.

En cuanto a la gobernanza económica, las reformas del PEC posteriores a la crisis ya se estaban aplicando en su totalidad. Los llamados 6-Pack (Paquete de seis medidas) de 2011 y 2-Pack (Paquete de dos medidas) de 2013 habían reforzado el conjunto de herramientas de vigilancia fiscal y económica. Se había introducido el procedimiento de desequilibrios macroeconómicos (PDM) para prevenir y corregir desequilibrios tanto externos como internos. Las normas presupuestarias incluían una norma en materia de gasto, un objetivo de reducción de la deuda y un sistema más gradual de sanciones. Además, los Estados miembros de la Eurozona tenían que consultar a la Comisión antes de adoptar los proyectos de planes presupuestarios en sus Parlamentos. Estos procedimientos estaban integrados en el Semestre Europeo, el marco central para la coordinación y vigilancia de las políticas económicas, que se había creado en 2011. El Paquete de dos medidas también incluía procedimientos de resolución de crisis, y el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) estaba en pleno funcionamiento. Por último, también se habían establecido “instituciones fiscales independientes” que se esperaba contribuyeran

³ “The effects of temporary State aid rules adopted in the context of the financial and economic crisis” Comisión Europea, Bruselas, 5 de octubre de 2011, SEC(2011) 1126 final.
https://ec.europa.eu/competition/publications/reports/working_paper_en.pdf



a aumentar la co-responsabilidad en la implementación de las normas fiscales en cada Estado miembro.

Este es, en resumen, el legado económico, presupuestario e institucional que la Comisión Juncker recibió al asumir el cargo en 2014. Cinco años después, la ocasión parece adecuada para evaluar la reforma y la aplicación por la Comisión Juncker del marco de política fiscal y para valorar el legado que deja al nuevo ciclo institucional. También es un momento propicio para reflexionar sobre los retos fiscales que probablemente se plantearán a la nueva Comisión en los próximos cinco años. El documento se estructura de este modo: en la sección 2 resumimos el desempeño fiscal y económico de la Eurozona entre 2014 y 2019. En la sección 3 analizamos cómo se han interpretado y aplicado las normas presupuestarias durante la Comisión Juncker. En la sección 4 hablamos del estado actual del debate sobre la reforma del PEC. En la sección 5 analizamos los retos que le esperan a la economía de la Eurozona y comentamos el papel de las políticas presupuestarias. La sección 6 contiene nuestras conclusiones.

6.3. ANÁLISIS RETROSPECTIVO DE LA COMISIÓN JUNCKER

6.3.1. DE LA RECUPERACIÓN ECONÓMICA A LA EXPANSIÓN, CON CIFRAS DE EMPLEO RÉCORD

Durante el mandato de la Comisión Juncker, la Eurozona pasó de una lenta recuperación a una expansión económica más marcada que, recientemente, parece estar volviendo a ralentizarse. Entre 2014 y 2018, el nivel de vida medido por el PIB per cápita aumentó en torno a un 12,4% hasta 33.779 euros, lo que reflejaba el efecto de un alto crecimiento (Figura 1) que se vio acompañado por la fortaleza del empleo. De 2014 a 2018, la media de crecimiento del PIB fue de un 2,1% anual, en comparación con el 0,7% de los cuatro años anteriores. El crecimiento de la producción recibió el impulso de una demanda interna robusta y el dinamismo de la exportación gracias al aumento de la competitividad, a pesar de un entorno internacional de incertidumbre generalizada. La inversión se recuperó notablemente, con un incremento medio en el periodo de más del 4% anual. La tasa de inversión, en consecuencia, creció 1,25 p.p. del PIB, todavía 1,25 p.p. por debajo de la media de 2000-2007.

La recuperación del mercado laboral situó el empleo en un máximo récord (Figura 2). La tasa de empleo llegó al 72% en 2018, en comparación con el 68,2% de 2014, acercándose al objetivo de Europa para 2020 del 75%. Este dato equivale a más de 7 millones de nuevos empleos creados en cuatro años en la Eurozona. La tasa de desempleo descendió más de 3 p.p. en 2018, hasta el 8,2%, cerca de los niveles anteriores a la crisis. Sin embargo, siguen sin resolverse algunos retos importantes que incluyen el aumento del empleo a tiempo parcial involuntario, la pobreza en el empleo y unos niveles aún altos de desempleo juvenil en algunos Estados miembros. Pese a la fortaleza de la creación de empleo, el número de horas trabajadas por persona empleada aún no ha invertido la tendencia descendente iniciada en 2009.



Los resultados del mercado laboral del agregado de la Eurozona encubren importantes diferencias entre países. Por ejemplo, la tasa de desempleo en Alemania fue de solo un 3,5% en 2018 frente al 5% de 2014. En Francia e Italia se registraron descensos similares, de en torno a 1,5 p.p., pero la tasa de desempleo de esos dos países continuó cerca del 10% o por encima de ese nivel, respectivamente. En el caso de España, la tasa de desempleo registró un descenso récord de casi 10 p.p. y se situó en el 15,3% en 2018, aún la más alta de la Eurozona después de Grecia.

Corrección asimétrica de los desequilibrios macroeconómicos

En este contexto de crecimiento sostenido se observó una corrección asimétrica de los desequilibrios macroeconómicos. Los países deudores (los que registraban grandes déficits por cuenta corriente justo antes de la crisis de 2008) lograron corregir las grandes diferencias existentes entre ahorro e inversión reequilibrando sus economías, sobre todo por la vía del recorte de las inversiones. En cambio, los países acreedores no ajustaron sus superávits por cuenta corriente y el desfase entre ahorro e inversión continuó aumentando. La consecuencia fue que el superávit por cuenta corriente de la Eurozona llegó a un máximo del 3,2% del PIB en 2016 y 2017, el más alto del mundo y por encima de niveles coherentes con los fundamentales.⁴ Desde entonces, el superávit general de la Eurozona solo ha descendido de forma marginal. Al mismo tiempo, los saldos de deuda –pública o privada, doméstica o exterior– acumulados en la primera década del siglo fueron disminuyendo lentamente (Figura 3). Algunos Estados miembros aún tienen que completar la corrección de sus voluminosos saldos de deuda heredada y unas posiciones de inversión internacional neta negativas, lo que los hace vulnerables a los cambios en el sentimiento de los inversores en caso de shock económico. En los ciclos sucesivos de recomendaciones para la Eurozona del Semestre Europeo⁵, la Comisión ha pedido a los Estados miembros que coordinen mejor el ajuste de su deuda y los desequilibrios por cuenta corriente. En particular, el aumento de la demanda doméstica y la inversión en países acreedores netos contribuiría al proceso de desapalancamiento de los países deudores netos y sostendría el crecimiento de la Eurozona.⁶

La recuperación del sector bancario también ha sido notable: su resiliencia a los shocks económicos se ha fortalecido y ha disminuido la probabilidad de contagios a las finanzas públicas como los observados durante la crisis financiera (Figura 4). Respaldados por la revisión de la regulación y de la supervisión puestas en marcha y aún en curso,

⁴ “Analysis of the euro-area economy accompanying the Recommendation for a Council Recommendation on the economic policy of the euro area” Comisión Europea, Bruselas, 21 de noviembre de 2018, SWD(2018) 467

https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/2019-european-semester-recommendation-euro-area-staff-working-document_en.pdf

⁵ “Communication on 2019 European Semester: country-specific recommendations”, Comisión Europea, Bruselas, 5 de junio de 2019, COM(2019) 500 final.

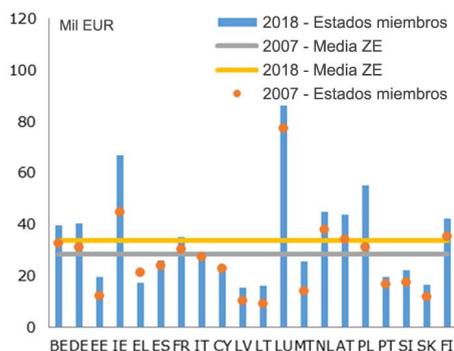
<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52019DC0500&from=EN>

⁶ “Recommendation for a Council Recommendation on the economic policy of the euro area” Comisión Europea, Bruselas, 21 de noviembre de 2018, COM(2018) 759 final.

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52018DC0759&from=EN>

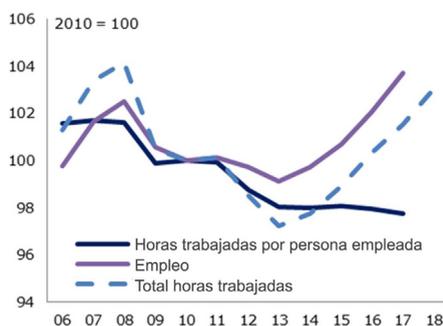
los bancos consiguieron mejorar sustancialmente la cantidad y la calidad de su capital, y reducir su apalancamiento y su dependencia de las fuentes de financiación a corto plazo. No obstante, la rentabilidad sigue siendo baja y tanto la actividad bancaria transfronteriza como las fusiones siguen muy contenidas. La ponderación de préstamos morosos en los balances de los bancos se redujo sustancialmente, de en torno al 7% en 2014 a algo más del 3% en 2018, unos niveles cercanos a los anteriores a la crisis, aunque en algunos Estados miembros como Grecia, Chipre y Portugal la banca aún registra niveles excesivamente altos de este tipo de activos.

FIGURA 1: PIB NOMINAL PER CÁPITA, EUROZONA



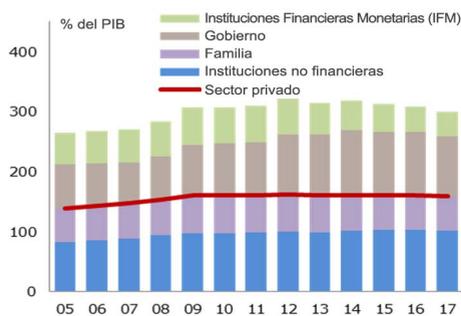
Fuente: Comisión Europea, *previsión Primavera 2019*.

FIGURA 2: EMPLEO Y HORAS TRABAJADAS, EUROZONA



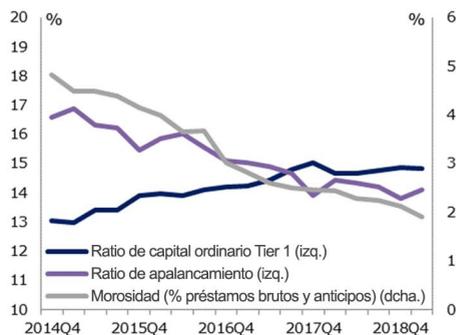
Fuente: Comisión Europea, Eurostat.

FIGURA 3: ENDEUDAMIENTO POR SECTOR, EUROZONA



Deuda no consolidada. Fuente: Comisión Europea.

FIGURA 4: INDICADORES DE ESTABILIDAD BANCARIA, EUROZONA



Fuente: Banco Central Europeo.



6.3.3. UNA CONSOLIDACIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS INDUCIDA POR EL CRECIMIENTO

En lo que respecta a las finanzas públicas, la Eurozona logró mejoras significativas de su posición fiscal durante la Comisión Juncker (Figura 5). El déficit nominal agregado era del 0,5% en 2018, lo que representa un descenso sustancial respecto al 2,5% de 2014 del inicio del mandato, y la serie de procedimientos de déficit excesivo que siguió a la crisis financiera concluyó en 2018, cuando se derogó el procedimiento de España. Por primera vez desde la introducción del euro, ninguno de los Estados miembros tenía un déficit superior al 3% del PIB.

Al mismo tiempo, el ajuste del déficit nominal de debió más a la expansión económica que a la implementación de las sendas de ajuste fiscal recomendadas. Esto puede decirse, sobre todo pero no exclusivamente, de los Estados miembros que estaban sujetos al brazo corrector del Pacto al iniciarse el mandato, como era el caso de Francia y España. En Francia, el déficit nominal bajó del 3,9% del PIB en 2014 al 2,8% en 2017, por lo que el país salió del procedimiento de déficit excesivo (PDE), pero en términos estructurales el esfuerzo fiscal total en el periodo no llegó a 0,3 p.p.⁷ En el caso de España, desde 2014 hasta la corrección del PDE en 2018, el déficit nominal bajó un 3,5% del PIB pese a un esfuerzo fiscal negativo. La misma conclusión sería aplicable a algunos países muy endeudados sujetos al brazo preventivo del Pacto. Así, por ejemplo, el esfuerzo fiscal registrado en Italia entre 2014 y 2018 fue igualmente negativo.

El saldo primario mejoró significativamente en el transcurso del periodo. Esta cifra, que deduce los pagos de intereses del gasto total, se situó en un 1,3% del PIB en 2018, en comparación con el 0,01% de 2014. Paralelamente, los pagos de intereses bajaron 0,8 p.p. del PIB para situarse en el 1,8% en 2018, equivalente a un ahorro total de 152.000 millones de euros en el periodo. De nuevo, la situación de varios países se desvió de esa evolución general. En el caso de Francia, el saldo primario fue deficitario durante todo el periodo, aunque registró una mejora de 0,9 p.p. del PIB desde 2014, mientras que los pagos de intereses descendieron medio punto. En el caso de España, la mejora del saldo primario, incluidas partidas excepcionales, fue muy amplia; del déficit del 2,5% del PIB en 2014 se pasó a una situación de equilibrio, de la que dos quintas partes equivalían al descenso de los pagos de intereses. Por último, en Italia, el saldo primario fue excedentario, permaneciendo en torno al 1,5% del PIB a lo largo del periodo, y los pagos de intereses descendieron casi un 1% del PIB.

La evolución del balance estructural, que corrige el impacto el ciclo económico, fue menos favorable (Figura 1). Se mantuvo constante en el conjunto de la Eurozona, rondando el 1% del déficit del PIB en los últimos años, y se espera que aumente en 2019

⁷ El esfuerzo fiscal se refiere a una cuantificación del impacto fiscal de la introducción de medidas, obtenido como el resumen del impacto de las medidas individuales (bottom-up) o del impacto fiscal de la política gubernamental, observado en el cambio general del balance estructural (top-down). Fuente: SGP Vademedcum.



y 2020 según las previsiones de la Comisión. Aunque este indicador está sujeto a una incertidumbre considerable, ya que se basa en la estimación de la situación cíclica de la economía, sus movimientos indican que el empeoramiento del saldo estructural de algunos países, como España o Italia, se vio compensado por las mejoras registradas en algunos Estados miembros poco endeudados, como Alemania, así como en algunos países muy endeudados, como Bélgica o Portugal.

La evolución del total de la deuda pública de la Eurozona experimentó un descenso sustancial: del 92% del PIB en 2014 al 85% del PIB en 2018. Aun así, ese nivel supera en 20 p.p. al anterior a la crisis de 2007 (Figura 6). Como acabamos de ver, tanto el ascenso del ciclo económico como el descenso de los tipos de interés contribuyeron a la disminución del déficit nominal y, por consiguiente, a la de la deuda pública en el conjunto de la Eurozona. Sin embargo, las diferencias siguen siendo amplias entre los países. Las ratios de deuda pública se encuentran en el 120% o más del PIB en tres Estados miembros (Grecia, Italia y Portugal) y están cerca del 100% en otros cuatro países, incluidos España y Francia, mientras que países como Alemania o los Países Bajos se ajustan o se acercan al valor de referencia del Tratado, un 60% del PIB. Es interesante señalar que los países que tenían los niveles de deuda más altos al empezar la andadura de la Comisión Juncker han registrado las correcciones de deuda menos intensas. Los niveles de deuda, de hecho, han aumentado en Francia y, en menor medida, en Italia, mientras que descendieron solo 3 p.p. del PIB en España (del 100% de 2014 a un 97% en 2018) pese a un crecimiento nominal acumulado de en torno al 20% desde 2014.

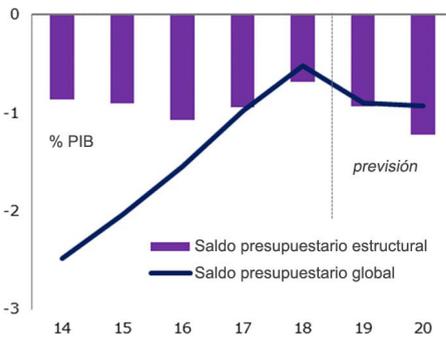
La mejora presupuestaria total en términos nominales procedió del ajuste del gasto, mientras que los ingresos descendieron marginalmente (Figura 7). El gasto público como ratio del PIB bajó casi 2,3 p.p., desde el 49,1% de 2014 hasta un 46,8% en 2018. En cuanto a los ingresos públicos, bajaron ligeramente del 46,2% del PIB en 2014 al 45,8% en 2018, en comparación con los incrementos registrados en 2011-2013. Aproximadamente un 20% del ajuste del gasto total se debió al descenso de los tipos de interés como consecuencia de la política monetaria acomodaticia aplicada por el BCE.

En Francia y España, los perfiles del ajuste fiscal encajan bastante bien con los de la Zona euro, al provenir casi exclusivamente del lado del gasto, aunque las diferencias en cuanto a los niveles son impactantes. En Francia, el gasto descendió solo 1 p.p. del PIB, para situarse en el 56%, mientras que los ingresos permanecieron sin cambios en general, en torno al 53,5% del PIB. En el caso de España, el gasto registró un descenso de 3,5 p.p. hasta un 42% del PIB, y los ingresos permanecieron constantes en un 39% del PIB. En cambio, el gasto no cambió en Alemania (44% del PIB), pero los ingresos aumentaron 1 p.p. en Italia; los ingresos y el gasto descendieron 1,5 y 2,5 p.p. respectivamente.

La inversión pública representó un 2,7% del PIB de la Eurozona en 2018, algo menos ($\frac{1}{4}$ p.p.) que la media del periodo 2010-2014. La inversión pública se redujo en la mayoría de los principales países de la Eurozona. En los Países Bajos y Francia, la inversión pública continuó por encima de la referencia arbitraria del 3%, aunque con sendas descendentes. En Italia, después de una caída de medio punto porcentual del PIB, la inversión pública registra un escaso 2,1% del PIB, igual que en España, aunque en este caso la contracción representa un 1% del PIB en relación con la media de 2010-2014.

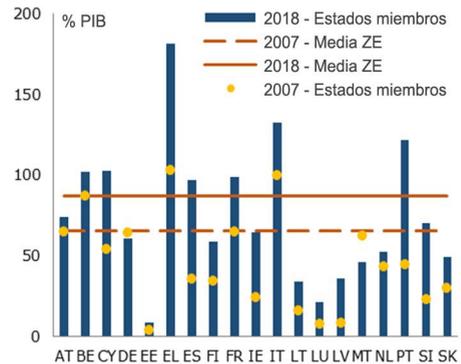
La política presupuestaria desempeñó un papel ligeramente estabilizador en la Eurozona durante el mandato de la Comisión Juncker, después del tono contractivo de los peores años de la crisis. La política fiscal agregada de la Eurozona fue expansionista en 2015 y 2016, lo que ayudó a sostener la recuperación económica, y neutral en 2017 (Figura 8). En 2018, la política fiscal fue algo restrictiva, y en 2019 se espera que haya sido algo expansionista.⁸

FIGURA 5: DÉFICIT PÚBLICO, EUROZONA



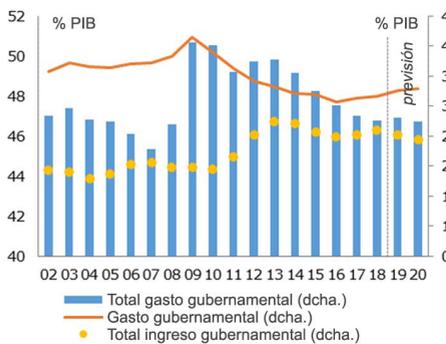
Fuente: Comisión Europea, *previsión Primavera 2019*.

FIGURA 6: DEUDA PÚBLICA BRUTA, EUROZONA



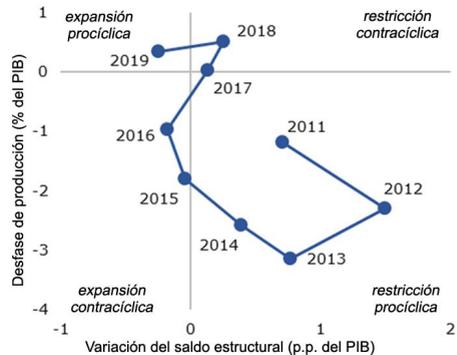
Fuente: Comisión Europea, *previsión Primavera 2019*.

FIGURA 7: INGRESOS, GASTO E INVERSIÓN PÚBLICOS, EUROZONA



Fuente: Comisión Europea, *previsión Primavera 2019*.

FIGURA 8: POLÍTICA FISCAL CONJUNTA, EUROZONA



Fuente: Comisión Europea, *previsión Primavera 2019*.

⁸ "Assessment of the prospective fiscal stance appropriate for the euro area", Consejo Fiscal Europeo, Bruselas, 25 de junio de 2019.

https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/2019_06_25_june_report_final.pdf



6.4. VIGILANCIA ECONÓMICA Y FISCAL DURANTE LA COMISIÓN JUNCKER

6.4.1. UN MARCO MEJORADO

Como se ha dicho en la introducción, cuando la Comisión Juncker asumió el cargo, las reformas del PEC posteriores a la crisis ya se estaban aplicando en su totalidad con la adopción del 6-Pack en 2011 y del 2-Pack en 2013. Para promover las reformas estructurales y la inversión, la Comisión Juncker introdujo varios cambios prácticos en la coordinación y vigilancia de las políticas económicas. Se fortaleció el Semestre Europeo. El diálogo con los Estados miembros y los grupos de interés se reforzó a fin de aumentar la calidad y la co-responsabilidad de los análisis y recomendaciones de la Comisión. La dimensión de la Eurozona y los posibles contagios entre países también recibieron más atención. La Comisión supervisó y aconsejó sobre la idoneidad de la política fiscal, y presentó sus recomendaciones de política para la Eurozona como parte del paquete de otoño, que representa el lanzamiento del ciclo del Semestre Europeo, lo que permite integrarlas en las políticas y planes presupuestarios nacionales. Además, los temas abordados en los informes de país y las recomendaciones específicas por países se fortalecieron en varios aspectos que incluían las políticas sociales y de empleo y las necesidades y barreras de la inversión.

La Comisión también mejoró el modo de controlar la aplicación por los Estados miembros de las reformas estructurales recomendadas a cada uno de ellos por el Consejo en las recomendaciones específicas por países. Por otra parte, se introdujeron mejoras en cuanto al apoyo técnico y financiero disponible para la aplicación de esas reformas por los Estados miembros. Esas mejoras incluyeron la creación del Servicio de Apoyo a las Reformas Estructurales, dirigido a proporcionar asistencia técnica adaptada a los Estados miembros, a petición de estos, en colaboración con otros departamentos de la Comisión, con un presupuesto de 222,8 millones de euros en el periodo 2017-2020.⁹

Desde el inicio del Semestre Europeo en 2011, los Estados miembros lograron algunos avances en al menos dos tercios de las recomendaciones específicas por países.¹⁰ El progreso fue más rápido en los primeros años después de la crisis, especialmente en el sector financiero. Sin embargo, en los últimos años, al mejorar la situación económica, los Estados miembros se han mostrado menos inclinados a acometer reformas estructurales, e incluso han retrocedido en algunos de sus elementos. En cuanto a las finanzas públicas, los mayores avances se produjeron en el área de la gobernanza, mientras que los avances fueron más limitados en lo relativo a la ampliación de la base impositiva. La excesiva carga fiscal sobre el trabajo, la tributación segada en favor de la deuda, la lucha

⁹ Hasta ahora, el Servicio ha participado en casi 500 proyectos de 25 Estados miembros.
https://ec.europa.eu/info/departments/structural-reform-support-service_en

¹⁰ “Communication on 2019 European Semester: country-specific recommendations”, Comisión Europea, Bruselas, 5 de junio de 2019, COM(2019) 500 final.
<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52019DC0500&from=EN>



contra el fraude y la evasión fiscal, así como la mejora de la administración fiscal siguen siendo retos importantes. Además, la reducción de los actuales superávits por cuenta corriente ha sido marginal pese a las recomendaciones reiteradas, particularmente a Alemania y Países Bajos.

6.4.2. UNA APLICACIÓN MÁS FLEXIBLE DEL PACTO

En cuanto a la vigilancia fiscal, la Comisión Juncker favoreció una aplicación más flexible del PEC. Ya al principio de su mandato, en enero de 2015, la Comisión aprobó una comunicación sobre el mejor uso de la flexibilidad dentro de las normas existentes del PEC (“Making the best use of the flexibility within the existing rules of the SGP”).¹¹ Un año más tarde, en febrero de 2016, el Consejo aprobó una posición común que proporcionaba orientaciones sobre el uso de la flexibilidad recogido en las normas existentes, sin introducir cambios en el Pacto.¹² La Comisión puede modular el ajuste fiscal necesario en función del ciclo económico y de los niveles de deuda pública, dentro de ciertos límites, para reducir el sesgo procíclico en la aplicación de las normas. El objetivo es que los ajustes presupuestarios sean más (menos) intensos en la fase expansiva (contractiva) del ciclo sin perder de vista la sostenibilidad fiscal a largo plazo. Además, los Estados miembros pueden solicitar una relajación limitada de su senda de ajuste fiscal para llevar a cabo reformas estructurales o proyectos de inversión en determinadas condiciones; por ejemplo, en fases bajas del ciclo económico, en el caso de los proyectos de inversión.¹³

La aplicación de la posición común sobre la flexibilidad ha sido objeto de controversias (algunos Estados miembros han achacado a la Comisión una aplicación a veces demasiado indulgente de las normas presupuestarias), pero las recomendaciones de la Comisión fueron adoptadas por el Consejo sin cambios significativos.

En las recomendaciones específicas por países de 2017, la Comisión introdujo el “margen de apreciación” en la evaluación del grado de cumplimiento del brazo preventivo del PEC. En la práctica, eso significaba que la Comisión tendría en cuenta tanto la posición cíclica de la economía del Estado miembro como la sostenibilidad de su deuda. Según las recomendaciones, los presupuestos de 2018 “deberán tener debidamente en

¹¹ “Communication on making the best use of the flexibility within the existing rules of the Stability and Growth Pact”, Comisión Europea, Bruselas, 13 de enero de 2015, COM/2015/012 final.

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?qid=1479128901339&uri=CELEX:-2015DC0012>

¹² “Commonly Agreed Position on Flexibility under the SGP” Consejo Europeo, Bruselas, 30 de noviembre de 2015 (OR. in) 14345/15, ECOFIN 888 UEM 422.

<http://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-14345-2015-INIT/en/pdf>

¹³ “Vade Mecum on the Stability and Growth Pact” Comisión Europea, Asuntos Económicos y Financieros, Documento institucional 101, Bruselas, abril de 2019.

https://ec.europa.eu/info/publications/vade-mecum-stability-and-growth-pact-2019-edition_el



cuenta el objetivo de conseguir una orientación presupuestaria que contribuya tanto a reforzar la recuperación en curso como a garantizar la sostenibilidad de las finanzas públicas”¹⁴. En ese momento, las previsiones de primavera 2017 de la Comisión manejaban un crecimiento de la Eurozona del 1,8% para 2018, ligeramente superior al 1,7% previsto para 2017. Sin embargo, el crecimiento real fue mucho mayor de lo esperado en ambos años.

En un artículo de esta longitud no es posible hacer una revisión exhaustiva del modo en que la Comisión Juncker aplicó las normas presupuestarias, pero sí podemos comentar brevemente cinco casos relevantes que permiten ilustrar algunos de los desafíos que tuvo que abordar la aplicación crítica no mecánica del Pacto: (i) la extensión en 2015 de la recomendación 126(7) del Consejo¹⁵ para Francia; (ii) las decisiones adoptadas en 2016 sobre las multas asociadas a los procedimientos aplicables en caso de déficit excesivo (PDE) para España y Portugal; (iii) la aplicación de flexibilidad en el brazo preventivo para Italia; (iv) el rechazo y la opinión negativa subsiguiente sobre el proyecto de presupuestos para 2019 de Italia en otoño de 2018; y (v) la aplicación de la nueva norma en materia de deuda, también en el caso de Italia.¹⁶

6.4.3. AMPLIACIÓN DEL PDE EN EL CASO DE FRANCIA

Cuando la Comisión Juncker asumió el cargo, Francia estaba incluida en el brazo corrector del Pacto desde 2009. El 27 de abril de 2009, el Consejo había determinado que el déficit de Francia era excesivo y había recomendado al país su corrección como muy tarde en 2012. Solo unos meses antes, en diciembre de 2009, el Consejo amplió en un año el

¹⁴ “Semestre Europeo 2017: Recomendaciones específicas por países”, Comisión Europea, Bruselas, 22 de mayo de 2017, COM(2017) 500 final.
<https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/2017-european-semester-country-specific-recommendations-commission-recommendations-communication.pdf>

¹⁵ Si la Comisión considera que existe o puede producirse un déficit excesivo, emite una opinión al Estado miembro correspondiente conforme al Artículo 126(5) TFUE; a continuación, la Comisión elabora una propuesta sobre una decisión del Consejo conforme al Artículo 126(6) TFUE sobre la existencia de un déficit excesivo y, por último, la Comisión prepara una recomendación según el Artículo 126(7) TFUE para su adopción por el Consejo, en la que se establece un plazo para corregir los desequilibrios de las finanzas públicas del Estado miembro en cuestión y para cumplir con los requisitos de déficit y de deuda. La recomendación contiene objetivos de déficit anuales, tanto en términos nominales como estructurales, que están vinculados por un escenario macroeconómico subyacente determinado en función de las previsiones de la Comisión. Fuente: SGP Vademecum.

¹⁶ Puede consultarse más información sobre la aplicación de las normas presupuestarias en la publicación anual de la Comisión “Finanzas públicas en la UEM” y en los informes anuales de la Consejo Fiscal Europeo.

https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economy-finance-and-euro-publications_en
https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/european-fiscal-board-efb_en



plazo de corrección, hasta 2013, y al cumplirse el plazo en 2013 volvió a concederse otra prórroga, esta vez para 2015, cuando el déficit debería situarse en un 2,8% del PIB (respecto al 3,9% de 2013). En todas esas etapas, el Consejo entendió que Francia había tomado medidas efectivas pero ciertas circunstancias económicas adversas e imprevistas le habían impedido lograr los objetivos indicados en las correspondientes recomendaciones.

Las primeras previsiones de la Comisión elaboradas por la Comisión Juncker, las de invierno de 2015, señalaban que el esfuerzo estructural acumulado de Francia en 2013-2014 (1,9% del PIB) sería inferior al 2,1% recomendado.¹⁷ Además, según las previsiones, el déficit nominal se situaría en un 4,1% del PIB en 2015. Basándose en esas observaciones y teniendo en cuenta la revisión a la baja de la inflación, el Consejo concluyó que “la evidencia disponible no permitían llegar a una conclusión sobre la ausencia de medidas efectivas”, eludiendo así hacer una afirmación explícita, según se recomendaba en el texto adoptado por la Comisión.¹⁸ Esto evitó ahondar en los mecanismos de corrección aplicables en el PDE, y se concedió a Francia una extensión de la recomendación 126(7).

A fin de establecer el plazo para la corrección del déficit excesivo, la Comisión tuvo en cuenta, dentro del marco de la “Comunicación de Flexibilidad”¹⁹ que acababa de adoptarse, el compromiso de Francia de poner en marcha una serie de reformas estructurales (aunque los avances conseguidos por Francia en la corrección de sus desequilibrios excesivos habían sido limitados). Además, la Comisión consideró que conceder un solo año habría resultado demasiado exigente en vista de la debilidad del entorno económico. En consecuencia, el Consejo recomendó a Francia que corrigiera el déficit excesivo para 2017, cuando debería situarse en un 2,8% del PIB. Esa senda de consolidación exigía mejoras del saldo estructural del 0,5%, el 0,8% y el 0,9% del PIB en 2015, 2016 y 2017, respectivamente.

En última instancia, mediante un ajuste casi exclusivamente nominal, Francia cumplió la recomendación y corrigió el déficit excesivo en 2017. La previsión de primavera 2018 mostró que el déficit nominal había sido del 2,6% del PIB en 2017, en comparación con el 3,9% de 2014.²⁰ Sin embargo, el esfuerzo estructural acumulado de 2015 a 2017

¹⁷ “Previsiones económicas de la Comisión Europea - Invierno 2015” Comisión Europea, Bruselas, 24 de enero de 2015.

https://ec.europa.eu/economy_finance/publications/european_economy/2015/pdf/ee1_en.pdf

¹⁸ “RECOMENDACIÓN del Consejo encaminada a poner fin a la situación de déficit público excesivo en Francia” Consejo Europeo, Bruselas, 5 de marzo de 2015 (OR. in) 6704/15, ECOFIN 177 UEM 81.

<http://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-6704-2015-INIT/en/pdf>

¹⁹ “Comunicación de enero de 2015 sobre la mejor utilización de la flexibilidad de conformidad con las normas del Pacto de Estabilidad y Crecimiento” Comisión Europea, Estrasburgo, 13 Enero 2015, COM(2015) 12 final.

https://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/sgp/pdf/2015-01-13_communication_sgp_flexibility_guidelines_en.pdf

²⁰ “Previsiones económicas de la Comisión Europea. Primavera 2019” Comisión Europea, Bruselas, 7 de mayo de 2019.



fue solo del 0,9% del PIB (de -3% en 2014 a -2,1% del PIB en 2017), comparado con la recomendación del 2,2%.

6.4.4. INTENSIFICACIÓN DEL PDE EN LOS CASOS DE ESPAÑA Y PORTUGAL

A diferencia del caso francés, en julio de 2016 el Consejo decidió que España y Portugal no habían tomado medidas efectivas en respuesta a las recomendaciones correspondientes según el Artículo 126(7). Por consiguiente, en agosto del mismo año, conforme al Artículo 126(9) del Tratado, el Consejo notificó a ambos países que debían tomar medidas para corregir sus déficits excesivos. A Portugal se le pidió que lo corrigiera ese mismo año, mientras que a España se le concedieron dos años, hasta 2018. Aunque sin duda merecería la pena analizar en profundidad el contenido de ambas notificaciones, el motivo por el que estos casos se tratan aquí es que las notificaciones activaron el Artículo 6 del Reglamento 1173/2011 sobre la imposición de una multa por la no adopción de medidas efectivas. Dado que los casos de España y Portugal son similares, utilizamos el segundo para referirnos en este capítulo a un país pequeño.

Como ocurrió con Francia, el PDE portugués se abrió en 2009 y se habían concedido dos extensiones al país. De acuerdo con la última, el plazo para la corrección era 2015. Sin embargo, en ese año, el déficit global alcanzó un 4,4% del PIB y el saldo estructural había empeorado algo más de medio punto del PIB. Además, según las previsiones de primavera de 2016, si bien se esperaba que el déficit nominal de Portugal hubiera bajado desde el 4,4% del PIB en 2015 al 2,7% en 2016, el saldo estructural proyectado empeoraba $\frac{1}{4}$ p.p. del PIB. Las previsiones para 2017 apuntaban a una reducción adicional del déficit nominal hasta el 2,3% del PIB y un empeoramiento adicional del saldo estructural de otro $\frac{1}{4}$ p.p. del PIB. La previsión de crecimiento nominal era de una tasa sostenida del 3% anual.

En la “notificación del 126(9)”²¹ de 8 de agosto de 2016, el Consejo amplió solo un año la corrección del déficit excesivo, como preveía el propio Portugal, pero pidió medidas presupuestarias adicionales de carácter estructural por $\frac{1}{4}$ p.p. del PIB, de forma que el saldo estructural permaneciera constante.²² Un día después, el 9 de agosto de

https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/economy-finance/ip102_en.pdf

²¹ Para Estados miembros de la Zona euro cuyo PDE hay aumentado, el Consejo emite una notificación conforme al Artículo 126(9) TFUE. La notificación refleja la recomendación según el Artículo 126(7) en cuanto a que indica un plazo para la corrección del déficit excesivo, así como objetivos presupuestarios en términos nominales y estructurales, que están vinculados por un escenario macroeconómico subyacente. Además, la notificación también contiene una serie de medidas, así como el correspondiente calendario para su implementación, que pueden conducir al cumplimiento de los objetivos nominales y estructurales. Los Estados no miembros de la Zona euro reciben recomendaciones revisadas conforme al Artículo 126(7) tras la decisión según el Artículo 126(8) de que no se han adoptado medidas. Fuente: SGP Vademecum.

²² “Decisión del Consejo por la que se formula una advertencia a Portugal para que adopte medidas dirigidas a la reducción del déficit que se considera necesaria para poner remedio a la



2019, el Consejo, siguiendo la correspondiente recomendación de la Comisión, decidió cancelar la multa del 0,2% del PIB que iba a imponerse a Portugal.²³ Los motivos aducidos se basaron en la evaluación por la Comisión de la solicitud razonada presentada por Portugal de reducir la multa a cero. Incluían, en particular, el considerable ajuste fiscal y el paquete integral de medidas de reformas estructurales puestos en marcha durante el programa de ajuste económico. Asimismo, el Consejo, siempre siguiendo a la Comisión, tuvo en cuenta el compromiso asumido por las autoridades de corregir cualquier posible desviación en la ejecución del presupuesto de 2016, aplicar un ajuste estructural de al menos un 0,6% del PIB en 2017 y poner en marcha un paquete de reformas estructurales en áreas clave, particularmente en el sector bancario.

Mirándolo con algo de perspectiva, y de acuerdo con las previsiones de primavera de 2017, Portugal registró un déficit del 2,0% del PIB en 2016, ayudado por un ingreso no recurrente del 0,2% del PIB procedente de una amnistía fiscal lanzada al final del año, y se calculó una mejora de $\frac{1}{4}$ p.p. del PIB en el saldo estructural, es decir, superior a la recomendación de la notificación del Consejo y a los objetivos del propio presupuesto de 2016. Además, aunque el déficit nominal se acercó al umbral del 3% en 2017 debido a las partidas no recurrentes, el saldo estructural mejoró en un 0,7% del PIB. La conclusión es que las condiciones que había establecido la Comisión para cancelar la multa del 0,2% del PIB se habían cumplido con creces.

6.4.5. APLICACIÓN DE FLEXIBILIDAD EN EL CASO DE ITALIA

El caso de Italia resulta interesante por tres motivos. El primero, que es el país que más se ha visto beneficiado por las cláusulas de acontecimientos inusitados y flexibilidad. El segundo, que es el primer país cuyo proyecto presupuestario ha sido rechazado formalmente por la Comisión y que ha recibido una opinión negativa subsiguiente. Y tercero, que, aunque no se ha abierto nunca un PDE para ningún Estado miembro sobre la base del criterio de deuda, Italia tuvo que hacer ajustes presupuestarios para evitar esa posibilidad.

Empezando por la aplicación de flexibilidad dentro del componente preventivo, de 2015 a 2018 Italia se benefició de un subsidio acumulado del 1,8% del PIB (30.000 millones de euros) y en 2019 se concedió provisionalmente un 0,18% del PIB (3.000 millones de euros).²⁴ Incluía provisiones relativas a un menor esfuerzo presupuestario (0,25% del

situación de déficit excesivo” Consejo Europeo, Decisión (UE) 2017/985 de 8 de agosto de 2016. https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/economy-finance/2016-08-08_council_notice_0.pdf

²³ “Decisión del Consejo sobre la imposición de una multa a Portugal por la no adopción de medidas efectivas dirigidas a la reducción de un déficit excesivo” Consejo Europeo, Decisión (UE) 2017/2350 de 9 de agosto de 2016.

https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/economy-finance/2016-08-09_council_implementing_decision_0.pdf

²⁴ “Informe de la Comisión. Italia. Informe elaborado de acuerdo con el Artículo 126(3) del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea” Bruselas, 5 de junio de 2019, COM(2019) 532 final.



PIB) y un gasto relacionado con los refugiados (0,03%) en 2015. En 2016 se concedió a Italia un 0,5% del PIB conforme a la cláusula de reforma estructural, un 0,21% por la cláusula de inversión y un 0,12% por medidas destinadas a refugiados y seguridad. El importe concedido en 2017 alcanzó un 0,35% del PIB (inversiones excepcionales y gastos relacionados con refugiados) y, para 2018, la Comisión hizo uso de su margen de discreción para reducir el esfuerzo fiscal del 0,6% al 0,3% del PIB.

Una evaluación realizada por la Comisión en 2018 a solicitud del Consejo concluyó que la aplicación de cláusulas de flexibilidad no redujo el ritmo estándar del ajuste fiscal necesario y, por lo tanto, aún garantizaba el logro de unas posiciones presupuestarias sólidas y una reducción de la deuda a medio plazo.²⁵ Sin embargo, el ajuste fiscal real de los Estados miembros fue, en general, inferior al solicitado y, en los casos contados en los que se ha aplicado la flexibilidad, incluido el de Italia, los Estados miembros no siempre acometieron del todo las reformas estructurales y proyectos de inversión acordados previamente.

6.4.6. RECHAZO DEL PROYECTO DE PLAN PRESUPUESTARIO PARA 2019 DE

ITALIA

La secuencia de acontecimientos producidos en 2018 demostró tanto las fortalezas como las limitaciones de la coordinación y vigilancia de los planes presupuestarios. El 16 de octubre de 2018, Italia presentó su proyecto presupuestario para 2019, que comportaba un deterioro estructural del 0,8% del PIB según los planes del gobierno, en comparación con la recomendación de esfuerzo presupuestario del 0,6% del Consejo. Unos días después, la Comisión adoptó una opinión en el que pedía a Italia que presentara un proyecto presupuestario revisado tras identificar incumplimientos graves de la recomendación.²⁶ El 13 de noviembre, Italia presentó un proyecto de presupuesto ligeramente revisado que mantenía el objetivo de déficit nominal en el 2,4% del PIB, lo que suponía un deterioro estructural del 1,2% del PIB según las previsiones de otoño de 2018 de la Comisión. En consecuencia, ésta adoptó un dictamen por el que confirmaba la existencia de incumplimientos particularmente graves, basándose tanto en los planes del gobierno como en las previsiones de otoño.²⁷ El procedimiento de proyecto de plan

https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/economy-finance/com2019_532_it_en.pdf

²⁵ “Communication on the review of the flexibility under the Stability and Growth Pact” Comisión Europea, Bruselas, 23 de mayo de 2018, COM(2018)335 final.

https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/economy-finance/com_2018_335_en.pdf

²⁶ “Opinión de la Comisión sobre el proyecto de Plan Presupuestario de Italia 2019” Comisión Europea, Estrasburgo, 23 de octubre de 2018, C (2018) 7510 final.

https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/economy-finance/2019_dbp_opinion_it_en.pdf

²⁷ “Informe de la Comisión. Italia. Informe elaborado de acuerdo con el Artículo 126(3) del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea” Comisión Europea, Bruselas, 21 de noviembre de 2018, COM(2018) 809 final.



presupuestario concluyó ahí, ya que la Comisión solo podía pedir la modificación del proyecto de plan presupuestario italiano una vez.

6.4.7. APLICACIÓN DE LA NORMA EN MATERIA DE DEUDA EN EL CASO DE ITALIA

En consecuencia, Italia podía haber decidido no modificar más el proyecto de plan presupuestario y adoptar el correspondiente presupuesto para 2019. La Comisión habría tenido que esperar hasta la primavera de 2020 para observar los resultados del presupuesto de 2019, momento en el que podría plantearse iniciar un procedimiento de desviación significativa y/o un PDE basado en el déficit o la deuda, en función de los datos notificados para 2019.²⁸ Sin embargo, para mantener la presión a fin de que el gobierno italiano se atuviera a las normas, la Comisión decidió abrir un PDE basado en la deuda utilizando datos de 2017. Antes de eso, en mayo de 2018, la Comisión había aprobado un “informe del 126(3)”²⁹ en el que evaluaba el cumplimiento de la norma en materia de deuda en 2017 y donde había observado una serie de factores pertinentes que habrían justificado la no apertura del PDE. Sin embargo, en noviembre, después de que Italia rehusara modificar su PDE, la Comisión emitió un nuevo “informe del 126(3)” donde consideraba que el riesgo de incumplimiento grave en 2019 constituía un cambio sustancial de esos factores. El informe concluía que estaba justificado un PDE por incumplimiento del criterio de deuda en 2017. Aunque estuvo de acuerdo con la Comisión, el Comité Económico y Financiero (CEF) señaló que el diálogo entre la Comisión y las autoridades italianas podía hacer emerger otros elementos. El Eurogrupo también defendía ese diálogo, cuya consecuencia fue la introducción por Italia de varias modificaciones en el proyecto presupuestario de 2019. La Comisión, a continuación, concluyó que el presupuesto resultante ya no constituía un riesgo de incumplimiento y que, por lo tanto, el PDE había dejado de estar justificado.

https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/economy-finance/1263_commission_report_211118_-_italy_en_1.pdf

²⁸ Si un Estado miembro tiene previsto romper el PEC, la Comisión también puede activar procedimientos basados en proyecciones.

²⁹ Después de incumplirse el criterio del déficit (identificado utilizando datos de resultados, planes o previsiones) o del criterio de deuda (identificado utilizando datos de resultados), la Comisión elabora un informe conforme al Artículo 126(3) TFUE. En dicho informe, la Comisión valora si debe ponerse en marcha un PDE, basándose en la consideración de todos los factores pertinentes a esa decisión (Sección 2.2). El Artículo 126(4) TFUE exige que el Comité Económico y Financiero (CEF) formule una opinión sobre el informe de la Comisión. A continuación, si la Comisión considera que existe o puede producirse un déficit excesivo, emite una opinión al Estado miembro correspondiente conforme al Artículo 126(5) TFUE. Después elabora una propuesta para una decisión del Consejo conforme al Artículo 126(6) TFUE sobre la existencia de un déficit excesivo y, por último, una recomendación según el Artículo 126(7) TFUE para su adopción por el Consejo, en la que se establecen requisitos de ajuste y un plazo para corregir los desequilibrios de las finanzas públicas del Estado miembro. Fuente: SGP Vademecum.



De hecho, el episodio que acabamos de describir no ha sido la única ocasión en que Italia tuvo que modificar sus presupuestos de 2019 a fin de evitar un PDE basado en la deuda. Según datos fiscales comunicados para 2018, el 5 de junio de 2019 la Comisión valoró el no cumplimiento prima facie de la norma en materia de deuda. En porcentaje del PIB, la deuda italiana había aumentado hasta el 132,2% en 2018 respecto al 131,4% de 2017. Además, el saldo estructural se había deteriorado en un 0,1% del PIB, mientras que el ajuste recomendado era del 0,6% (0,3% teniendo en cuenta el margen de discreción). Por otra parte, la previsión de primavera de 2019 preveía un déficit global por encima del 3% del PIB en 2020. Basándose en ello, la Comisión concluyó que Italia no cumplió el criterio de deuda en 2018. El CEF estuvo de acuerdo con la Comisión, pero invitó a Italia a tomar las medidas necesarias para garantizar el cumplimiento de las normas y concluyó que tanto la Comisión como el CEF tendrían en cuenta otros elementos que Italia pudiera presentar. El 1 de julio de 2019, las autoridades italianas aprobaron una actualización del presupuesto a mitad del ejercicio que equivalía a una corrección en términos estructurales del 0,45% del PIB, en comparación con el presupuesto aprobado por el Parlamento a finales de 2018. El 3 de julio, la Comisión emitió una comunicación al Consejo en la que explicaba que el paquete era lo bastante sustancial como para que no se propusiera la apertura de un PDE.³⁰ Según la previsión de otoño de 2019 de la Comisión, el déficit nominal sería del 2,2% del PIB (0,2 p.p. por encima del objetivo) y el saldo estructural mejoraría solo un 0,2% del PIB. Aun así, ese esfuerzo sería muy superior al previsto para España (empeoramiento del 0,2%) y Francia (saldo estructural sin cambios).

Las decisiones de no abrir un PDE para Italia, tanto por las cifras de deuda de 2017 como por las de 2018, encontraron la oposición de algunos Estados miembros. Es interesante señalar que ninguno de ellos llevó a la Comisión al Tribunal de Justicia. Puede que la interpretación de la Comisión fuera algo flexible en comparación con una lectura estricta de las normas, pero, si se observa la “saga” de PDE basados en deuda de un modo desapasionado, puede concluirse que la Comisión y el CEF tomaron las decisiones adecuadas para asegurar una rápida corrección de la situación presupuestaria de Italia. En primer lugar, la Comisión no dudó en rechazar el proyecto de plan presupuestario de octubre y en emitir una opinión sobre el proyecto de plan presupuestario modificado en noviembre. En segundo lugar, una vez que el procedimiento de proyecto de plan presupuestario se agotó, la Comisión tampoco dudó en iniciar un PDE basado en el criterio de deuda, que obligaba a Italia a modificar significativamente su proyecto de plan presupuestario, para terminar con los riesgos de un incumplimiento particularmente grave. En tercer lugar, la Comisión inició el PDE basado en deuda con los datos de 2018, lo que obligó a Italia a seguir modificando su presupuesto de 2019 en plena ejecución, reduciendo aún más la desviación del ajuste recomendado. Sin duda, las reacciones de

³⁰ “Communication on the Spring 2019 round of fiscal surveillance for Italy” Comisión Europea, Bruselas, 3 de julio de 2019 COM(2019) 351 final.
https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/economy-finance/communication_to_the_council_aftercollege_-_final.pdf



los inversores y la presión de otros países también desempeñaron un papel importante a la hora de convencer a las autoridades europeas para que modificaran sus planes presupuestarios iniciales a fin de preservar el acceso al mercado a precios razonables. Por lo tanto, podría decirse que una combinación de presiones del mercado, presiones de otros Estados miembros y aplicación de las normas de la Comisión consiguió que se evitaran riesgos significativos y persuadió a las autoridades italianas de que adoptaran una actitud de mayor cooperación. Al final, la cooperación leal es de hecho uno de los pilares y objetivos clave de la coordinación económica en la UE, ya que la economía de la UE es “una cuestión de interés común” para los Estados miembros.

6.5. REFORMA DE LAS NORMAS PRESUPUESTARIAS

6.5.1. ¿DE “DEMASIADO SIMPLES” A “DEMASIADO COMPLEJAS”?

El PEC es un elemento esencial de la arquitectura institucional de la Eurozona. Las normas presupuestarias de la UE están estrechamente ligadas a la adopción del euro, con el BCE como autoridad monetaria independiente. Una de las condiciones necesarias, entre otras, para que se sostenga la independencia de un banco central y, por consiguiente, la de la política monetaria, es garantizar unos niveles de deuda sostenibles. Salvo que se evite la dominancia fiscal, el banco central podría verse obligado a utilizar la política monetaria para financiar a su Estado soberano. De hecho, las normas presupuestarias consagradas en el Tratado de Maastricht y su protocolo trataban principalmente de la sostenibilidad de la deuda. Garantizaban que, dadas las condiciones de crecimiento nominal prevalecientes a finales de la década de 1980 y principios de la década de 1990, mantener el déficit global por debajo del 3% del PIB haría que el nivel de deuda se mantuviera estable en torno al 60% del PIB. Eran unas normas sencillas, basadas en indicadores casi directamente observables.

El PEC original de 1998 afirmaba que mantener un presupuesto equilibrado a lo largo del ciclo económico no solo evitaría déficits excesivos en ciclos normales, sino que también garantizaría que la deuda permaneciera en niveles sostenibles.³¹ La norma de equilibrio presupuestario posibilitaría el funcionamiento completo y simétrico de estabilizadores automáticos a lo largo del ciclo. Implícitamente, eso exigía que cualquier programa permanente de gasto y/o recortes fiscales se financiara con unos impuestos más altos y/o un gasto más bajo, lo que, por cierto, es conceptualmente similar a una norma de gasto. Además de la reglamentación en materia de aclaración y aceleración del PDE y los requisitos de coordinación de las políticas presupuestarias a medio plazo, la versión

³¹ “Resolución del Consejo Europeo sobre el Pacto de estabilidad y crecimiento”, Ámsterdam, 17 de junio de 1997. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=LEGISSUM:l25021> Para conocer más datos sobre el PEC, véase: https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/eu-economic-governance-monitoring-prevention-correction/stability-and-growth-pact/history-stability-and-growth-pact_en



del Pacto de 1998 también incluía un tipo de cláusula de escape para condiciones cíclicas extraordinariamente adversas.³² Asimismo, en la evaluación de indicios razonables de la existencia de un déficit excesivo se acordó que se tendría en cuenta la composición de las finanzas públicas, y en particular los niveles de inversión pública.

Este conjunto de normas simples y bastante claras fue apodado más tarde de “estúpido”. El enfoque sobre objetivos principales en la corrección de déficits excesivos se criticó por ignorar que los planes presupuestarios podían no llevar a los resultados esperados debido a cambios no previstos de las condiciones cíclicas o eventos imprevistos que escapan al control del gobierno. Después de la decisión del Consejo de no continuar con el procedimiento del Artículo 126(9) de los PDEs para Alemania y Francia, la reforma de 2005 de las normas presupuestarias trató de introducir algo de “inteligencia” económica en el Pacto. Básicamente, en la corrección del déficit excesivo, el enfoque se desplazó desde los resultados fiscales hacia el llamado “esfuerzo fiscal”, medido principalmente por el cambio del saldo estructural, reflejando supuestamente las medidas discrecionales adoptadas por el gobierno. Además, el concepto de “equilibrio presupuestario durante el ciclo” también se definió en términos de un objetivo de saldo estructural calculado teniendo en cuenta elementos específicos por país, como el crecimiento potencial, los costes futuros asociados al envejecimiento de la población o el nivel de deuda.

El periodo previo a la crisis de deuda soberana y su despliegue mostraron que las normas fiscales y el marco general de coordinación de políticas económicas estaban incompletos y no habían dado los resultados previstos. En los años de bonanza, los países muy endeudados no habían aprovechado la expansión económica para generar suficientes colchones fiscales, y no había herramientas para gestionar otros tipos de desequilibrios que, más tarde, se tradujeron en grandes incrementos de deuda pública.

Después de la crisis, las reformas introducidas en el 6-Pack y en el 2-Pack desplazaron el enfoque de las normas fiscales a la prevención de déficits excesivos y a promover ajustes más intensos para alcanzar los objetivos estructurales a medio plazo específicos para cada país en tiempos favorables. A fin de evitar la dependencia de un solo indicador (el “saldo estructural”), se introdujo la regla de gasto para garantizar que la parte del saldo primario que queda bajo control de los gobiernos no aumente anualmente por encima de los umbrales específicos para cada país sin ser financiada por nuevos ingresos fiscales permanentes. Las reformas también clarificaron el significado de “reducción de la deuda a un ritmo satisfactorio”, haciendo operativa la apertura de un PDE basado en la deuda. El objetivo era asegurar que los niveles de deuda elevados descendieran a un ritmo de 1/20 de la diferencia entre el nivel de deuda actual y el umbral del 60%.

Estas y otras innovaciones mejoraron el significado económico de las normas fiscales y trataron de reducir sus efectos procíclicos, pero a costa de aumentar su complejidad. La flexibilidad introducida durante la Comisión Juncker también mejoró el sentido eco-

³² Véase Artículo 2 del Reglamento del Consejo (CE) N.º 1467/97 de 7 de julio de 1997 por el que se agiliza y clarifica la aplicación del procedimiento de déficit excesivo. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex:31997R1467>



nómico de las normas fiscales, al medir la senda de ajuste hacia los objetivos a medio plazo como una función de las condiciones cíclicas y tratar de promover la aplicación de reformas estructurales para incrementar el crecimiento potencial. También puso más énfasis en la necesidad de preservar la calidad de las finanzas públicas, especialmente los niveles de inversión durante el proceso de ajustes fiscales en épocas desfavorables. No obstante, aunque aportó más significado económico a las herramientas fiscales en la UE, la flexibilidad también añadió complejidad, lo que, en última instancia, se tradujo en una menor transparencia y co-responsabilidad.

6.5.2. ¿HA CONSEGUIDO EL PACTO SUS RESULTADOS?

En términos de resultados fiscales, las comparaciones internacionales sugieren que las normas fiscales han contribuido a contener los niveles de deuda. Los niveles agregados de deuda pública son mucho más bajos y han aumentado mucho menos en la Eurozona (85% en 2018) que en Japón (236%), EE. UU. (104%) o Canadá (108%). Sin embargo, la cifra de deuda de la Eurozona está desigualmente distribuida entre los Estados miembros. No sorprende que las cifras del déficit nominal también se comparen bastante favorablemente con las de otras jurisdicciones, y el valor de referencia del Tratado del 3% ha sido bastante efectivo para contener desvíos más importantes, aunque también ha actuado como objetivo con demasiada frecuencia.³³

Al mismo tiempo, el conjunto de herramientas fiscales de la UE ha logrado sus objetivos solo parcialmente. Es cierto que la aplicación flexible de las normas fiscales ayudó a la economía de la Eurozona a recuperarse de la recesión. Pero, por una parte, una serie de Estados miembros muy endeudados no crearon los colchones fiscales necesarios para gestionar la siguiente desaceleración. La combinación de estrategias de ajustes nominales en el brazo corrector y el gasto frecuente de parte de los ingresos extraordinarios y reducciones de la carga de intereses han afectado a la sostenibilidad de las finanzas públicas de países altamente endeudados como Francia, Italia, España y Bélgica, que componen cerca del 50% de la economía de la Eurozona en términos de PIB. Por otra parte, el margen fiscal existente en algunos otros Estados miembros no se ha utilizado para aumentar la inversión, y ello a pesar de una combinación coherente de todas las herramientas de vigilancia económica y fiscal disponibles para la Comisión –incluidas las recomendaciones para la Eurozona, las recomendaciones para países específicos y el procedimiento de desequilibrios macroeconómicos– por las que se solicita a esos países que reduzcan sus elevados superávits por cuenta corriente. Ese es el caso de Alemania o los Países Bajos.

³³ “Fiscal outcomes in the EU in a rules-based framework – new evidence” Parte IV del Informe sobre finanzas públicas en la UEM 2018, Comisión Europea, Bruselas, 24 de enero de 2019 https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/economy-finance/ip095_part_iv.pdf



6.5.3. ¿DEMASIADOS PROCESOS E INDICADORES?

El componente corrector del Pacto se fija esencialmente en el saldo presupuestario, mientras que el componente preventivo observa los indicadores presupuestarios ajustados por la posición de la economía en el ciclo. Esto puede dar lugar a incoherencias en cuanto al ajuste necesario.³⁴ En los últimos años, a los Estados miembros que bajo un PDE se les recomendó frecuentemente que aplicaran ajustes estructurales superiores a los requeridos por el componente preventivo y, en particular, a la referencia del 0,5% del PIB. Sin embargo, lo ocurrido en realidad es que lo que cuenta para derogar el PDE es el déficit nominal, lo que ha llevado a algunos Estados miembros a aplicar “estrategias nominales” para corregir sus déficits excesivos. Así, algunos países bajo el PDE han utilizado principalmente los ingresos extraordinarios de una recuperación económica más fuerte de lo esperado para cumplir los objetivos establecidos por el Consejo, evitando la consolidación que habría requerido el componente preventivo.

En cuanto al propio brazo preventivo, al basarse en múltiples indicadores –es decir, el saldo estructural y la referencia comparativa de gasto –, también añade complejidad y puede conducir a resultados divergentes. La Comisión y los Estados miembros acordaron, en 2016, hacer prevalecer la regla de gasto.³⁵ En general, este indicador se considera más predecible, más fácil de medir, menos afectado por factores que queden fuera del control del gobierno y más adecuado para actuar como objetivo operativo en la elaboración del presupuesto. Sin embargo, este acuerdo no vinculante raramente se ha aplicado porque, con la recuperación económica, el ajuste necesario según la referencia comparativa de gasto fue con frecuencia superior al del saldo estructural.

Otro punto de contención, quizá más difícil de resolver, es el uso y la variabilidad de indicadores ajustados cíclicamente según el componente preventivo. Al menos en teoría, constituyen una mejora en comparación con el uso de cifras globales en la vertiente correctora. Pero es necesario estimar una variable no observable, es decir, output gap. La metodología utilizada para calcular esa variable la acuerdan los Estados miembros y la aplica la Comisión. No obstante, está sujeta a la incertidumbre de la estimación y algunos países aducen que no capta bien la posición cíclica de sus economías y conduce a resultados no plausibles.³⁶ Con carácter más general, pero importante, las estimaciones

³⁴ En el componente corrector, la referencia del gasto se deriva de los objetivos presupuestarios establecidos por el Consejo en su recomendación al Estado miembro en cuestión conforme al procedimiento de déficit excesivo, a diferencia de la vertiente preventiva, donde se deriva de la tasa de crecimiento a medio plazo de la producción potencial.

³⁵ “Improving the predictability and transparency of the SGP: A stronger focus on the expenditure benchmark in the preventive arm” Comité Económico y Financiero, Bruselas, 29 de noviembre de 2016. <http://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-14814-2016-INIT/en/pdf>

³⁶ “France, Italy, Spain, Portugal urge EU to review its economic models” Reuters Business News, 4 de mayo de 2017.

<https://www.reuters.com/article/us-eurozone-economy-letter/france-italy-spain-portugal-urge-eu-to-review-its-economic-models-idUSKBN1801XQ>



de brecha de producción están sujetas a cierto grado de volatilidad, lo que va en contra de la predecibilidad deseada de los objetivos presupuestarios a lo largo del tiempo.

Para concluir esta enumeración parcial de algunas de las limitaciones del Pacto, también se ha argumentado que las reglas actuales son asimétricas y se centran exclusivamente en los Estados miembros considerados de forma individual, sin tener en cuenta adecuadamente la política fiscal de la Eurozona.³⁷ Una senda de ajuste hacia los objetivos a medio plazo a un ritmo anual de al menos un 0,5% del PIB, con independencia de la posición cíclica del país, conducirá a políticas procíclicas en épocas desfavorables. No obstante, el Pacto no impone a países que han superado con creces los objetivos a medio plazo la obligación de aplicar políticas fiscales expansionistas en fases bajas del ciclo. Por consiguiente, medida por los cambios del saldo estructural, la política fiscal de la Eurozona debería ser contractiva hasta que todos los miembros hayan alcanzado sus objetivos de medio plazo, en cuyo caso la política fiscal se volvería claramente neutral. Por lo tanto, en las circunstancias actuales, aplicar una política fiscal expansionista para el euro exigiría un proceso de coordinación de políticas fiscales fuera del marco del Pacto.

6.5.4. REFORMA DE LAS NORMAS PRESUPUESTARIAS

En este estado de cosas, muchas instituciones (nacionales e internacionales, públicas y privadas), académicos y otros expertos han planteado sus propuestas de reforma de las normas fiscales. En algunos casos, esas propuestas consisten en paquetes de reformas razonablemente completos, pero la mayoría de las veces son modificaciones parciales del conjunto de herramientas.³⁸

La mayoría de las propuestas abogan por reducir a uno el número de indicadores utilizados dentro del Pacto, con preferencia por la regla de gasto por los motivos antes explicados, y por utilizar el mismo indicador en los brazos preventivo y corrector. Al mismo tiempo, los Estados miembros tendrían que cumplir un objetivo de la ratio deuda-PIB a medio plazo, lo que también es una medida más intuitiva que el saldo estructural actualmente utilizado. Estos cambios podrían no solo suponer una simplificación, sino también un endurecimiento relativo de las normas en comparación con la situación actual.

Más concretamente, para algunos analistas, se establecería un objetivo de deuda-PIB a largo plazo para cada Estado miembro en un horizonte determinado. Esto se traduciría

³⁷ Este aspecto también está vinculado al debate sobre una capacidad fiscal común. Véase “Fiscal rules in the euro area and lessons from other monetary unions” Nadine Leiner-Killinger y Carolin Nerlich, Boletín mensual del BCE, Número 3/2019, Banco Central Europeo, Fráncfort del Meno, 23 de abril de 2019.

https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/articles/2019/html/ecb.ebart201903_02~e835720b96.en.html#toc1

³⁸ Para consultar más información sobre las principales instituciones y autores que participan en este debate, véase Box 5.1 (“Other proposals to reform the EU fiscal framework”) del Informe Anual de 2019 Consejo Fiscal Europeo, Bruselas, 29 de octubre de 2019.

https://ec.europa.eu/info/publications/2019-annual-report-european-fiscal-board_en



en una senda de ajuste expresada en términos del crecimiento del gasto a medio plazo. Durante ese periodo, los Estados miembros podrían modular sus ajustes anuales. Así, la única diferencia entre la componente preventiva y la correctora serían el intrusismo de la vigilancia y la posibilidad de sanciones, y no el tipo de indicadores y los objetivos. En cuanto a las sanciones, algunos expertos sugieren abandonar las multas financieras directas y utilizar la condicionalidad económica, es decir, excluir a países que estén en situación de incumplimiento grave de las ventajas económicas derivadas de su pertenencia a la UE o la Eurozona. Por ejemplo, reducir las tasas de cofinanciación vinculadas a los fondos estructurales, sus derechos de voto o su acceso a otros instrumentos. Alternativamente, o a modo de complemento, podría plantearse un sistema de incentivos, basado, por ejemplo, en el futuro instrumento presupuestario para la convergencia y la competitividad.

También se está debatiendo la arquitectura institucional para la aplicación del Pacto. El Consejo Fiscal Europeo, por ejemplo, ha propuesto separar la valoración del cumplimiento puramente técnica de la más política, bien dentro de la Comisión o encargando la evaluación técnica a un tercero.³⁹ Otros observadores están a favor de descentralizar la vigilancia fiscal fortaleciendo los poderes y recursos de las Instituciones Fiscales Independientes que hoy existen a nivel nacional en virtud del Tratado de estabilidad, coordinación y gobernanza.⁴⁰ Una de las opciones sería ampliar sus mandatos de forma que puedan realizar evaluaciones de crecimiento potencial, inflación e impacto de los cambios fiscales sobre los ingresos públicos, así como un análisis de sostenibilidad a largo plazo. Otros llegan tan lejos como para proponer una renovación completa mediante la transferencia de la vigilancia fiscal a esas instituciones nacionales y un procedimiento de coordinación al nivel de la UE. El objetivo sería devolver el grueso de esa competencia a los Estados miembros y quitar a “Bruselas” buena parte de la responsabilidad (y de la culpa). En cualquier caso, la Comisión debería seguir siendo responsable de corregir y prevenir “errores graves”, según lo previsto por el Tratado (Artículo 126), aunque gran parte de la vigilancia fiscal se realizara a escala nacional.

Estas propuestas están lejos de ser las únicas, pero aún no se ha esbozado una propuesta de reforma completa, coherente y detallada. Se espera que se publiquen los resultados del debate lanzado por la Comisión sobre la revisión de los llamados 6-Pack y 2-Pack a finales de 2019, cuando también es posible que dé algunas indicaciones sobre una posible revisión más amplia del Pacto. Aun así, la reforma del Pacto puede no ser tan inminente como querrían algunos. Tal como se hizo evidente en el Eurogrupo y el ECOFIN informal de septiembre de 2019, el apetito de los Estados miembros de partici-

³⁹ “Assessment of EU fiscal rules with a focus on the six and two-pack legislation” Consejo Fiscal Europeo, Bruselas, 11 de septiembre de 2019.

https://ec.europa.eu/info/publications/assessment-eu-fiscal-rules-focus-six-and-two-pack-legislation_en

⁴⁰ “European fiscal rules require a major overhaul” Zsolt Darvas, Philippe Martin y Xavier Ragot, Bruegel Policy Contribution N.º 18, octubre de 2018.

<https://bruegel.org/2018/10/european-fiscal-rules-require-a-major-overhaul/>



par en un debate formal sobre la reforma de las normas parece ser bastante escaso, dada la complejidad tanto técnica como política de un debate de ese tipo, lo que podría hacer improbable un acuerdo en un plazo de tiempo razonable.⁴¹

Lo cierto es que las opiniones están divididas entre los Estados miembros en lo relativo al modo en que se han aplicado las normas, que probablemente conducirán a enfoques de reforma bastante variados. Hay quienes achacan a la Comisión que ha sido demasiado flexible e indulgente, mientras que otros dicen que las normas fiscales se aplican todavía de un modo demasiado estricto y siguen imponiendo austeridad. Algunos aducen que la Comisión tendría que limitarse a la función de órgano tecnocrático y a la aplicación mecánica del Pacto, y otros consideran que también debe aplicar juicio político en la implementación del Pacto, igual que en cualquier otra recomendación de la Comisión al Consejo y el Parlamento. Por último, hay quienes afirman que las normas no se aplican uniformemente, sino en función del (tamaño del) país afectado.⁴²

Existe un consenso amplio en cuanto a que una reforma del Pacto en las líneas comentadas en esta sección tendría efectos positivos sobre la vigilancia presupuestaria en general, al hacerla más transparente y predecible y, por consiguiente, más responsable y efectiva a lo largo del tiempo. Sin embargo, el consenso es menos obvio en lo que respecta a asignar grados de prioridad a los dos objetivos de política presupuestaria tradicionales, la sostenibilidad a largo plazo y la estabilización a corto plazo. Con toda probabilidad, las tensiones entre ambos objetivos seguirán determinando la aplicación y reforma futuras de las normas. El hecho de que, para algunos, la calidad de las finanzas públicas —especialmente los niveles de inversión— sea también un motivo de preocupación y deba integrarse en las futuras normas fiscales añadirá complejidad a la solución. Más tarde o más temprano, el debate deberá ampliarse considerablemente. El dilema de unas normas “simples” o “inteligentes y económicamente significativas” que aborden los objetivos simultáneos de sostenibilidad, estabilización y composición tendente al crecimiento de las finanzas públicas podría resolverse únicamente una vez se comprenda que la elección real es entre normas y competencias compartidas, y que un solo instrumento de política no puede lograr todos los objetivos perseguidos.

⁴¹ “Remarks by Vice-President Valdis Dombrovskis at the press conference following the second session of the informal ECOFIN in Helsinki” Helsinki, 14 de septiembre de 2019. https://europa.eu/rapid/press-release_SPEECH-19-5575_en.htm

⁴² Puede consultarse un resumen de este debate en “Why Do Large Countries Flout the Stability Pact? And What Can Be Done About It?” Marco Buti y Lucio R. Pench, 2004. *Journal of Common Market Studies*, vol. 42(5), páginas 1025-1032. Más recientemente, Luc Eyraud, Vitor Gaspar y Tigran Poghosyan (“Fiscal Policy in the Euro Area” Documento de trabajo del FMI n.º 17/18, Fondo Monetario Internacional, Washington DC, enero de 2017) no encontraron pruebas concluyentes de sesgo en procedimientos en relación con el tamaño de los países. <https://ideas.repec.org/a/bla/jcmkts/v42y2004i5p1025-1032.html>
https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2938319



6.6. LAS NORMAS PRESUPUESTARIAS DE LA UE Y LOS RETOS QUE QUEDAN POR DELANTE

6.6.1. UNA BASE MÁS FIRME, PERO ALGUNAS NUBES EN EL HORIZONTE

En la sección anterior se ha hablado de la reforma de las normas fiscales mediante una descripción de su arquitectura actual y sobre algunas de las propuestas planteadas por distintas instituciones y analistas. Mientras esperamos los resultados del debate lanzado por la Comisión sobre la revisión de los llamados 6-Pack y 2-Pack y las posibles propuestas que planteen, en esta sección adoptamos un enfoque distinto y hablamos de las normas presupuestarias desde la perspectiva de los retos económicos que probablemente tendrán que abordar las políticas fiscales en los próximos años. Esos retos son a corto, medio y largo plazo. El primero está relacionado con la brusca desaceleración de la economía de la Eurozona que venimos observando desde el segundo semestre del año pasado, que parecía estabilizarse a principio de este año, aunque la crisis del coronavirus ha introducido un elemento de incertidumbre adicional.

Aunque la economía europea es hoy mucho más fuerte de lo que era en 2014, hay nubes que van apareciendo en el horizonte. Desde mediados de 2019, las previsiones de la Comisión y otros organismos internacionales están confirmando que la economía global y la economía de la Eurozona están desacelerándose. En la Eurozona, la proyección de crecimiento del PIB es del 1,2% para el periodo 2019-2021, según las previsiones de invierno de la Comisión.⁴³ Esas tasas de crecimiento contrastan con el 1,9% de 2018 y el récord de 2,5% de 2017.

Existen muchos factores subyacentes en la actual ralentización que incluyen shocks de suministro en forma de tensiones comerciales, el conflicto entre EE. UU. y China, el Brexit o la volatilidad del mercado del petróleo. Los comentaristas también hablan de factores cíclicos, especialmente en EE. UU., y de otros elementos y cambios más estructurales como los que podrían estar produciéndose en el sector automovilístico. Por último, también se alude a los efectos de las políticas económicas: la reducción progresiva del estímulo en EE. UU. o la elevada incertidumbre global. Estos shocks afectan de distintos modos a los países de la Eurozona en función de su estructura económica. Por ejemplo, los países más dependientes de la demanda externa y los productos industriales, por comparación con la demanda interna y los servicios, tenderán a verse más directamente perjudicados por las tensiones comerciales. Ese parece ser el caso de Alemania, cuyo crecimiento, según las previsiones de la Comisión, será de solo un 0,6% en 2019. La desaceleración de Alemania se inició ya en 2018, cuando el PIB creció un 1,5%, en fuerte contraste con el 2,5% registrado el año anterior. Por otra parte, cualquier contagio o reajuste de los precios subsiguiente inducido por la desaceleración podría afectar

⁴³ “Previsiones económicas de la Comisión Europea. Invierno 2020” Comisión Europea, Bruselas, 13 de febrero de 2020.

https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/es/ip_20_232



más significativamente a los países que tengan niveles de deuda más altos o posiciones de inversión internacional netas negativas. La previsión para la economía italiana, por ejemplo, que ya se desaceleró en 2018 hasta el 0,8% respecto al 1,7% de 2017, es prácticamente de estancamiento en 2019. En este contexto, la economía española parece más resiliente, con una expectativa de crecimiento del PIB del 2,0% en 2019 y del 1,6% en 2020 según la previsión de otoño de la Comisión.

6.6.2. ¿CUÁL ES LA RESPUESTA DE POLÍTICA MONETARIA INMEDIATA (DE HABERLA)?

Dado el carácter diverso de los shocks que acabamos de mencionar y la diversa exposición de los Estados miembros a esos impactos, existen incertidumbres respecto a las respuestas de política monetaria en la Eurozona y en los países. La respuesta adecuada (ya sea monetaria, fiscal, estructural o, más probablemente, una combinación de ellas) debería ser diferente en función de dónde se produzcan los impactos: en el lado de la demanda (factores cíclicos, incertidumbre) o en el lado de la oferta (descenso permanente del comercio internacional, cambios tecnológicos). La respuesta también debería tener en cuenta el carácter de los shocks, permanente (cambio estructural en el sector del automóvil) o transitorio (descenso de la demanda de automóviles a corto plazo debido a incertidumbre transitoria de la regulación).

Nuestra valoración es que nos encontramos ante una combinación de impactos de demanda y oferta, en la que la última consistiría en reducciones permanentes de los niveles de comercio y cambios estructurales que afectan a algunos de los principales sectores manufactureros. Sin embargo, también pensamos que las incertidumbres económicas y de política monetaria están desempeñando un papel prominente en el descenso de la inversión. Esta parece ser también la postura del BCE. En septiembre de 2019, su Consejo de Gobierno concluyó que “la política presupuestaria debería convertirse en el principal instrumento para elevar la demanda” en el contexto actual.⁴⁴ La eficacia de una expansión monetaria adicional se prevé menor esta vez y ya no puede ser “el único juego posible”, lo que sugiere la necesidad de una reacción coordinada de las políticas fiscales de la Eurozona. Se ha argumentado que hacen falta unos déficits más elevados en los países poco endeudados para complementar la política económica, constreñida por el límite inferior igual a cero. Como ya se ha dicho en las secciones anteriores, el margen fiscal de la Eurozona está desigualmente distribuido entre los Estados miembros. Si algunos países disponen de un margen de maniobra fiscal sustancial, la mayoría de los miembros muy endeudados de la Eurozona se encuentran en una posición mucho más vulnerable. En un mundo ideal, los países que tienen altos niveles de deuda deberían construir colchones fiscales a un ritmo prudente, mientras que los de bajos niveles de

⁴⁴ “Introductory Statement by Mario Draghi on the outcome of the meeting of the Governing Council”, Banco Central Europeo, Fráncfort del Meno, 12 de septiembre de 2019. <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2019/html/ecb.is190912~658eb51d68.en.html>



deuda deberían respaldar la política monetaria, garantizando una postura fiscal expansionista en el conjunto de la Eurozona.

En este contexto, la siguiente pregunta que se plantea es cómo articular una respuesta fiscal coordinada. Las normas fiscales son asimétricas y no se refieren a la Eurozona como tal, según hemos dicho más arriba. Por lo tanto, una respuesta coordinada de políticas dependerá de la capacidad y voluntad política de los países de la Eurozona para coordinarse dentro del Eurogrupo, posiblemente con poca antelación. Los argumentos técnicos para convencerlos deberían proceder de la Comisión y el BCE, y tanto los países con niveles de deuda altos como los poco endeudados tendrían que estar de acuerdo en la respuesta para que se garantice la postura fiscal adecuada para la Eurozona.

6.6.3. EVITAR LOS RIESGOS DE UNA “ECONOMÍA DEL 1%”

Más allá de los riesgos más inmediatos para el crecimiento del PIB y el empleo, la Eurozona se enfrenta también a retos a más largo plazo que podrían exigir algún tipo de respuesta de política fiscal. Dadas las tendencias actuales del aumento de la productividad, la inflación y la desigualdad, existe el riesgo de que la Eurozona acabe por convertirse en una “economía del 1%”. Con esa expresión nos referimos a una situación en la que el potencial de crecimiento e inflación rondaría el 1% y la cuota de ingresos y riqueza del 1% de la población más favorecida seguiría aumentando.

Se prevé que el crecimiento potencial del PIB de la Eurozona, que actualmente se sitúa en torno al 1,5%, se vea presionado a medio plazo, especialmente por factores demográficos. Una desaceleración prevista del crecimiento de la población en edad laboral, unida a una situación de inversión y productividad moderadas, podría hacer bajar el potencial de crecimiento del PIB hasta un 1,1% en 2022, o incluso más si los riesgos bajistas asociados a la incertidumbre de la política monetaria se materializaran. De modo similar, las tasas de inflación, tanto observadas como las esperadas a medio plazo, han sido persistentemente inferiores al objetivo del BCE y se deterioraron en 2019. La inflación subyacente está algo por encima del 1% y sin una tendencia clara.

En el terreno de las finanzas públicas, las consecuencias de una “economía del 1%” podrían dejarse sentir rápidamente, sobre todo en un contexto en el que varios gobiernos de la Eurozona no han reducido suficientemente sus grandes stocks de deuda. Por otra parte, la combinación de bajo crecimiento del PIB y baja inflación tendría un impacto directo negativo en la sostenibilidad de la deuda debido al efecto de denominador. Además, unos menores ingresos del trabajo podrían reducir el consumo privado y los ingresos tributarios, mientras que la concentración de la riqueza podría erosionar más las bases fiscales. Ante los costes crecientes de una población en rápido envejecimiento y unos menores ingresos fiscales, los Estados miembros tendrían pocas opciones aparte de reducir el gasto público, lo que recortaría aún más las perspectivas de crecimiento futuro.

Aunque podría ser demasiado sombrío, el escenario que acabamos de describir sirve para ilustrar los principales retos de política económica que están presentes en el



panorama económico y fiscal del nuevo ciclo institucional de la UE que acaba de iniciarse. Como dijo la presidenta Ursula von der Leyen en sus orientaciones políticas, “Una Unión que se esfuerza por lograr más resultados”, la UE debe ser ambiciosa sobre a donde quiere ir y llevar a cabo las reformas necesarias.⁴⁵ Alcanzar un escenario económico más positivo requeriría, de hecho, medidas ambiciosas de política a nivel nacional y europeo para superar las actuales barreras a la productividad y el crecimiento potencial, con un papel evidente de la política presupuestaria que incluiría cuestiones de composición.

Al mismo tiempo, aunque las tendencias subyacentes de la “economía del 1%” son a más largo plazo, el grado en que la Eurozona puede quedar atrapada en ellas probablemente no esté desconectado de la respuesta de política a la actual desaceleración, que podría determinar el escenario económico central a medio plazo. Los efectos de histéresis podrían agravar la ralentización de la productividad, mantener la inflación moderada y empeorar la distribución de los ingresos.

6.6.4. ABORDAR LAS TENDENCIAS MACRO MÁS AMPLIAS

También hay tendencias macroeconómicas más amplias en juego que podrían tener profundas repercusiones en las finanzas públicas. Entre ellas, cambios demográficos, como el envejecimiento de la población en las economías más desarrolladas y China, y las migraciones; los costes del cambio climático; la contaminación con plásticos, pérdida de biodiversidad y otros tipos de degradación medioambiental, así como la transformación de las estructuras económicas, sociales y políticas impulsada por el desarrollo de las tecnologías, especialmente en las áreas de inteligencia artificial o robotización. Pese a ser un fenómeno a más largo plazo, algunos de sus efectos ya están dejándose sentir, quizá antes de lo que se esperaba.

Las economías afectadas por el envejecimiento de la población ven como cae su capacidad productiva, mientras que una fuerza laboral en disminución tiene que soportar una carga creciente al mantener a los que se jubilan. En 2070, la UE podría pasar de las actuales 3,3 personas en edad laboral por cada persona mayor de 65 años a solo 2 personas en edad de trabajar.⁴⁶ Eso puede contribuir a la desigualdad intergeneracional y poner una enorme presión en los sistemas de pensiones, tanto los de capitalización como los de reparto. La emigración puede ayudar a reequilibrar la pirámide de población y llenar huecos de competencias en los mercados de trabajo de las regiones y países receptores, contribuyendo al crecimiento económico y las finanzas públicas. Sin embargo, a corto plazo, la emigración presiona los sistemas sociales, de salud y de educación.

⁴⁵ “A Union that strives for more: My agenda for Europe - Political guidelines for the next Commission (2019-2024)” Ursula von der Leyen, Bruselas, 16 de julio de 2019.
https://ec.europa.eu/commission/sites/beta-political/files/political-guidelines-next-commission_en.pdf

⁴⁶ “The 2018 Ageing Report. Economic and Budgetary Projections for the EU Member States (2016-2070)” Comisión Europea, Bruselas, 25 de mayo de 2018.
https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/economy-finance/ip079_en.pdf



Además, también puede reducir el potencial económico de las regiones de origen de los emigrantes y contribuir a la desigualdad geográfica, también dentro de la UE y sus Estados miembros.

Los costes de adaptación al cambio climático y de respuesta a desastres medioambientales (que cada vez son más graves y frecuentes) suelen recaer en el sector público como asegurador de último recurso y reducen recursos productivos irremplazables de la economía. Europa tiene que cerrar una brecha de inversión de casi 180.000 millones de euros anuales para conseguir los objetivos de clima y energía de la UE para 2030, según estimaciones de la Comisión.⁴⁷ La Agencia Europea de Medio Ambiente ha calculado que la media de pérdidas económicas anuales asociadas al cambio climático fue de en torno a 13.000 millones de euros entre 2010 y 2017, en comparación con los 7.400 millones de euros del periodo 1980-1989 en el Espacio Económico Europeo.⁴⁸

Por último, el cambio tecnológico, que debería mejorar la productividad y el bienestar a largo plazo, puede tener efectos disruptivos en la competencia, los mercados laborales y la distribución de ingresos a corto y medio plazo. Estas circunstancias deben ser monitorizadas cuidadosamente para evitar una economía donde “el ganador se lo lleva todo” con el consiguiente agotamiento de las bases fiscales. Las políticas industriales y de innovación de Europa se ven cuestionadas por la fragmentación de intereses y programas nacionales y por la presión procedente de otras jurisdicciones, como China.

Además, las tendencias macro de las que hemos hablado antes también podrían afectar al proceso de convergencia económica entre los Estados miembros (Figuras 9 y 10). En el último ciclo institucional, 2014-2019, el crecimiento económico relanzó el proceso de convergencia que se había suspendido y retrocedido parcialmente durante la crisis. Esta renovada convergencia está produciéndose muy probablemente con un paso más firme que en el periodo anterior a la crisis gracias a las importantes reformas iniciadas para fortalecer al sector financiero y la arquitectura del euro.⁴⁹ No obstante, la Eurozona aún no tiene algunas de las características que sí presentan otras zonas monetarias. Si bien la movilidad del capital, la flexibilidad de los precios y los salarios y la movilidad laboral se han recuperado después de la crisis o han seguido progresando, la Eurozona aún carece de suficientes mecanismos de distribución de riesgos, tanto públicos como privados. Aunque la Eurozona cuenta con unos mercados bancarios bien desarrollados, no están lo bastante integrados, mientras que los mercados de capitales no solo están

⁴⁷ “Action Plan: Financing Sustainable Growth”, Comisión Europea, Bruselas, 8 de marzo de 2018, COM(2018) 97 final.

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52018DC0097>

⁴⁸ “Economic losses from climate-related extremes in Europe” Agencia Europea de Medio Ambiente, Copenhague, 24 de enero de 2019.

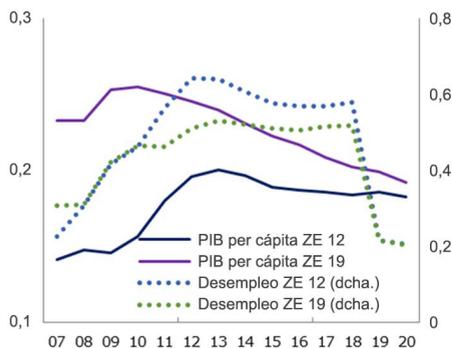
<https://www.eea.europa.eu/data-and-maps/indicators/direct-losses-from-weather-disasters-3/assessment-2>

⁴⁹ “Reflection paper on the deepening of the economic and monetary union” Comisión Europea, Bruselas, 31 de mayo de 2017

https://ec.europa.eu/commission/publications/reflection-paper-deepening-economic-and-monetary-union_en

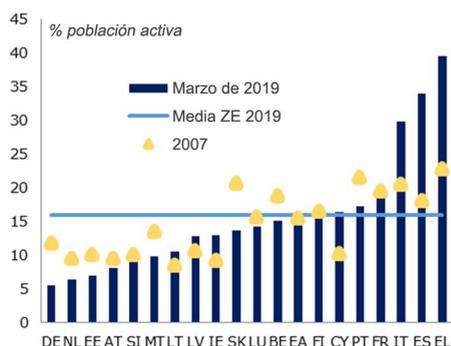
fragmentados, sino insuficientemente desarrollados en comparación con otras economías. Además, en la Eurozona no existe un presupuesto común significativo que complemente la distribución de riesgos del sector privado en tiempos de crisis y redistribuya recursos a las regiones o sectores afectados.

FIGURA 9: CONVERGENCIA EN LA EUROZONA



Coefficientes de variación, PIB real per cápita Composición cambiante excl. LU e IE. Fuente: Comisión Europea, previsión primavera 2019.

FIGURA 10: DESEMPLEO JUVENIL, MARZO 2019



Fuente: Comisión Europea, Eurostat.

6.6.5. EN BUSCA DE UNA RESPUESTA DE POLÍTICA HOLÍSTICA...

Para abordar estos desafíos, la UE debería adoptar un enfoque holístico en la reforma de las normas fiscales, que no puede entenderse de forma aislada. El papel que deberán desempeñar, así como su diseño, depende de los demás elementos de la arquitectura de la UEM.⁵⁰ Como se ha comentado antes, las normas fiscales tratan de cumplir dos objetivos, si no tres, que pueden entrar en contradicción. Una mayor profundización de la arquitectura de la Eurozona podría volver más efectivas las normas fiscales (i) al aumentar las oportunidades de distribución de riesgos financieros, se incrementaría la resiliencia de las economías de los estados miembros a shocks idiosincráticos, lo que reduciría la necesidad de estímulo fiscal de estabilización; (ii) al aumentar los recursos comunes y compartir riesgos, se podrían financiar proyectos que mejoren el potencial de crecimiento y amortigüen el impacto de posibles shocks; y (iii) al avanzar en la gobernanza común, se posibilitaría una mejor distribución de riesgos por el sector público.

Completar la Unión Bancaria y acelerar el desarrollo y la integración de los mercados de capitales en Europa serían las dos principales herramientas para posibilitar la distribu-

⁵⁰ "Communication on deepening Europe's Economic and Monetary Union: Taking stock four years after the Five Presidents' Report", Comisión Europea, Bruselas, 12 de junio de 2019, COM(2019) 279

https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/economy-finance/emu_communication_en.pdf



ción de los riesgos financieros en Europa. Unos servicios bancarios y entidades bancarias paneuropeas, que puedan funcionar sin barreras y dar servicio en todas las jurisdicciones, romperían el nexo banco-soberano y serían más resistentes a los shocks locales. A su vez, podrían mantener el canal de crédito operativo si la economía de alguno de sus mercados sufriera un shock, gracias a la diversificación geográfica de sus modelos de negocio.

Para lograr esta visión, Europa tiene que eliminar los obstáculos que subsisten para la Unión Bancaria. El Grupo de trabajo de alto nivel de Estados miembros identificó en junio de 2019 tres áreas de avance: (i) un Sistema de Garantía de Depósitos europeo que garantice una protección efectiva y uniforme de los depositantes cubiertos dentro de la Unión; (ii) una mayor aproximación del marco de gestión de crisis, incluida la legislación de insolvencia bancaria, y una posible ampliación del alcance del marco común de supervisión; y (iii) abordar el nexobanco-soberano y sus consecuencias para la estabilidad financiera al nivel de la UE y nacional, mediante una posible revisión del tratamiento normativo de las exposiciones soberanas y la introducción de un activo seguro común.⁵¹

A su vez, un progreso adicional de la Unión de los Mercados de Capitales ofrecería más opciones de fuentes de financiación a empresas y hogares a un coste inferior y facilitaría el acceso a vehículos de inversión más eficientes así como incrementaría las posiciones transfronterizas de renta variable y renta fija. Para hacerlo realidad sería necesario avanzar en aspectos polémicos, como unas normas comunes de supervisión y comercialización, así como en áreas complejas tales como la armonización de los marcos de insolvencia nacionales y algunos elementos de la legislación fiscal y de derechos de propiedad. Además, los dos pilares de la Unión Financiera presentan numerosas sinergias, ya que los mercados de capitales no se desarrollarán sin un mercado común del ahorro y una curva de rendimientos de referencia, y unos mercados de capitales en buen funcionamiento están llamados a desempeñar una función importante en el fortalecimiento de los bancos y otras empresas.

De todos los elementos anteriores, el que presenta unos vínculos más estrechos con las políticas fiscales es el activo seguro común. Cada vez hay más insistencia en la creación de un activo seguro común para la Eurozona.⁵² El gobernador del Banco de

⁵¹ “Considerations on the further strengthening of the banking union, including a common deposit insurance system - Informe de la presidencia del Grupo de Alto Nivel”, Comité Económico y Financiero, Bruselas, junio de 2019.

<https://www.consilium.europa.eu/media/39768/190606-hlwg-chair-report.pdf>

⁵² Véase, por ejemplo, *Bruegel* (“Promoting sustainable and inclusive growth and convergence in the EU” de M. Demertzis, A. Sapir y G. Wolff, abril de 2019; y “Redefining Europe’s economic sovereignty” de M. Leonard, Pisani-Ferry, J., Ribakova, E., Shapiro J. y G. Wolff, junio de 2019), *Centro de Estudios Políticos Europeos - European Capital Markets Institute* (“Rebranding Capital Markets Union”, informe del grupo de trabajo de K. Lannoo y A. Thomadakis, junio de 2019), *Peterson Institute for International Economics* (“Europe’s Search for a Safe Asset” de J. Zettelmeyer y A. Leandro, octubre de 2018), o *London School of Economics and Political Science* (“The rationale for a safe asset and fiscal capacity for the Eurozone” de L. Codogno y P. van den Noord, mayo de 2019).



España, Hernández de Cos, resumió recientemente los principales argumentos: ofrecer una alternativa a los bancos para diversificar sus posiciones de deuda soberana, reducir el efecto desestabilizador del desplazamiento de los fondos hacia activos seguros, aportar una curva de rendimientos común para valorar otros activos, facilitar la transmisión de la política monetaria y apuntalar el papel internacional del euro.⁵³ Un activo seguro común podría ser parte de una capacidad fiscal común o simplemente sustituir una parte del stock existente de bonos nacionales. Para tener el tamaño suficiente, tendría que estar más cerca del segundo caso que del primero. Existen varias propuestas que quizá podrían conseguir ese objetivo sin mutualización, incluidos los “sovereign bond-backed securities”, con posibles mejoras crediticias como aportaciones de capital o sobre-colateralización, o los “E-bonds” respaldados por préstamos senior de un emisor común a los Estados miembros.⁵⁴

Una capacidad fiscal común complementaría la Unión Financiera. Podría desempeñar una función estabilizadora para los Estados miembros en tiempos de crisis, lo que permitiría que las normas fiscales volvieran a centrarse en la sostenibilidad de las finanzas públicas. La presidenta von der Leyen anunció en las orientaciones políticas de su mandato que la Comisión propondrá un sistema europeo de reaseguros de prestaciones por desempleo “que protegerá a nuestros ciudadanos y reducirá la presión sobre las finanzas públicas en caso de circunstancias adversas externas”.⁵⁵ Al mismo tiempo, una capacidad fiscal común puede adoptar la forma de un presupuesto común para el gasto en proyectos de interés común, del que el instrumento presupuestario para la convergencia y la competitividad, acordado en principio por los Estados miembros, podría ser una base muy incipiente. Para cerrar el círculo, merece la pena señalar que, aunque la capacidad fiscal y un activo seguro común son diferentes, podrían complementarse mutuamente si se permitiera la emisión de deuda del presupuesto común.

⁵³ “Veinte años de la UEM: de la divergencia a la resiliencia” Discurso de bienvenida del gobernador Pablo Hernández de Cos, Tercera Conferencia Anual de Investigación del Banco de España, Madrid, 16 de septiembre de 2019.

<https://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/IntervencionesPublicas/Gobernador/Arc/Fic/hdc160919.pdf>

⁵⁴ “Creating a Euro-Area Safe Asset without Mutualizing Risk Much” Álvaro Leandro y Jeromin Zettelmeyer, Documento de trabajo, Peterson Institute for International Economics, Washington DC, EE. UU., agosto de 2019

<https://www.piie.com/publications/working-papers/creating-euro-area-safe-asset-without-mutualizing-risk-much>

“A European safe asset to complement national government bonds” Gabriele Giudice, Mirzha de Manuel Aramendía, Zenon Kontolemis y Daniel P. Monteiro, University Library of Munich, Alemania, agosto de 2019.

<https://ideas.repec.org/p/pram/prapa/95748.html>

⁵⁵ “A Union that strives for more: My agenda for Europe - Political guidelines for the next Commission (2019-2024)” Ursula von der Leyen, Bruselas, 16 de julio de 2019.

https://ec.europa.eu/commission/sites/beta-political/files/political-guidelines-next-commission_en.pdf



6.6.6. ... INCLUIDAS POLÍTICAS FISCALES

Por lo que se refiere a las políticas y normas fiscales, los retos planteados por las tendencias a largo plazo de las que antes hemos hablado probablemente tengan consecuencias importantes. En resumen, es previsible que requieran un mayor gasto público y, en particular, una mayor inversión pública para descarbonizar la economía, mejorar las infraestructuras para hacer frente al cambio climático o mejorar la educación a fin de aumentar la productividad y el crecimiento potencial". Dicho de otro modo, gastar más en bienes públicos para evitar el riesgo de convertirse en una "economía del 1%".

Varios autores, como Olivier Blanchard y Ángel Ubide, han reclamado recientemente unos límites más altos de deuda y una mejor coordinación de las políticas fiscales de la Eurozona, tanto para cubrir las necesidades de estabilización cíclicas antes comentadas, como la demanda estructural de una mayor inversión pública en la economía.⁵⁶ Su petición se basa también en la observación de que, enfrentadas a múltiples fuentes de incertidumbres de política y económicas y a unos sistemas de tributación ineficientes, las empresas siguen acumulando efectivo en todo el mundo.⁵⁷ En este contexto, unas reformas y programas de inversión ambiciosos del sector público tenderían a atraer la inversión privada, en lugar de desplazarla.⁵⁸

La Consejo Fiscal Europeo ha propuesto recientemente introducir alguna versión de una "regla de oro" por la que programas de inversión pública elegibles estarían exentos de la aplicación de normas fiscales.⁵⁹ Podrían identificarse y supervisarse programas elegibles tanto al nivel de la UE como por la Comisión, y a nivel nacional por las Instituciones Fiscales Independientes, para asegurar que impulsen el crecimiento, se apliquen del modo previsto y con la co-responsabilidad del Estado miembro.

⁵⁶ "Why Critics of a More Relaxed Attitude on Public Debt Are Wrong" Olivier Blanchard (PIIE) y Ángel Ubide (Citadel), PIIE Real-time Economic Issues Watch, Washington DC, 15 de julio de 2019.

<https://www.piie.com/blogs/realtime-economic-issues-watch/why-critics-more-relaxed-attitude-public-debt-are-wrong>

"Public Debt: Fiscal and Welfare Costs in a Time of Low Interest Rates" Olivier Blanchard, PIIE Policy Brief, Washington DC, 13 de febrero de 2019.

<https://www.piie.com/system/files/documents/pb19-2.pdf>

⁵⁷ "Uncertainty and the Economy" Kevin L Kliesen, The Regional Economist, Banco de la Reserva Federal de San Luis, abril de 2013. <https://ideas.repec.org/a/fip/fedlre/y2013iapr8.html>

⁵⁸ Uno de los ejemplos es el plan de inversión para Europa o "Plan Juncker", que logró movilizar 433.000 millones de euros de inversión total, de 80.000 millones de euros de inversión pública en la forma de un tramo de primera pérdida.

https://ec.europa.eu/commission/priorities/jobs-growth-and-investment/investment-plan-europe-juncker-plan_en

⁵⁹ "Assessment of EU fiscal rules with a focus on the six and two-pack legislation" Consejo Fiscal Europeo, Bruselas, 11 de septiembre de 2019.

https://ec.europa.eu/info/publications/assessment-eu-fiscal-rules-focus-six-and-two-pack-legislation_en



Una regla de oro supondría un cambio significativo de la coordinación de políticas fiscales en la Eurozona, especialmente si se diseña para satisfacer las necesidades de inversión estructural mencionadas, además de la estabilización a corto plazo. Complementaría la vigilancia de objetivos de déficit y deuda, con una coordinación más estrecha de la calidad de las finanzas públicas mediante la mejora de la planificación, la coordinación y la evaluación de la composición y la eficiencia del gasto de los países. Sin embargo, debería recordarse que, aunque una parte de la deuda quede excluida de una norma fiscal, los Estados miembros aún necesitarían financiarla en los mercados de capitales. Los países con altos niveles de deuda serían los más afectados, ya que las percepciones de los inversores también dependen del importe total de sus necesidades de deuda y refinanciación. Además, la propuesta suscita algunas cuestiones prácticas y políticas importantes; por ejemplo, en cuanto al desarrollo y la puesta en marcha de metodologías de planificación y evaluación y a la mejora de la capacidad administrativa de numerosas autoridades regionales, locales y de los Estados miembros. En la actualidad, el grueso de la coordinación en esta área se articula mediante herramientas suaves dentro del Semestre Europeo.⁶⁰

Otra pregunta pertinente es si, en el entorno actual de bajos tipos de interés, el aumento de la inversión pública debería financiarse principalmente con más deuda pública. Ángel Ubide habla de este tema en otro capítulo del Informe. No tenemos mucho que añadir, excepto recordar que, en el caso de países con niveles de deuda elevados, incluso en el actual entorno de tipos de interés bajos, la vulnerabilidad procede no tanto de los intereses pagados sobre la deuda emitida en cualquier momento dado como en las necesidades de refinanciación a corto plazo.⁶¹

Una cuota significativa de esa inversión debería ser privada⁶² y, al mismo tiempo, parece que existe margen para aumentar la inversión pública en Europa sin recurrir a déficits públicos. La comparación del desfase de inversión anual en la gestión del transporte, la energía y los recursos para cumplir los objetivos de cambio climático y otros objetivos (180.000-270.000 millones de euros; comentado antes) con la brecha de ingresos anual de los impuestos de sociedades y valor añadido (100.000-325.000 millones de euros; véase más abajo) es significativa.

⁶⁰ En particular, mediante la Encuesta anual sobre el crecimiento, los programas de estabilidad y crecimiento de los Estados miembros, las recomendaciones para la Zona euro y las recomendaciones específicas por países. Los programas cofinanciados por el presupuesto de la UE se planifican, se siguen y se evalúan de acuerdo con normas y métodos específicos.

⁶¹ Como es de sobra conocido, una gestión prudente de la deuda exige mantener un determinado volumen de deuda de vencimientos cortos, que se renueva en plazos cortos, en general de unos meses. Las crisis financieras siempre empiezan por afectar a la financiación de deuda a corto plazo, creando un problema de liquidez que, antes o después, termina en un problema de solvencia para el país.

⁶² “Action plan on financing sustainable growth” Comisión Europea, Bruselas, 8 de marzo de 2018, COM(2018) 97 final.

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52018DC0097>



Los sistemas de tributación en Europa presentan considerables deficiencias que pesan sobre los ingresos. La elusión de la tributación de sociedades mediante la transferencia de beneficios podría ascender a 50.000-70.000 millones de euros en la UE, según un estudio del Parlamento Europeo.⁶³ Si se tienen en cuenta acuerdos fiscales, ineficiencias del cobro de impuestos y otras prácticas, la pérdida podría ser de 160.000-190.000 millones de euros. Este problema sigue aumentando, en lugar de reducirse, a pesar de los esfuerzos internacionales, incluida la iniciativa de la OCDE para la lucha contra la erosión de las bases imponibles y el traslado de beneficios, según el FMI.⁶⁴ Además, la divergencia en materia de IVA, es decir, la diferencia entre los ingresos esperados en concepto de IVA y el importe realmente recaudado, supera los 135.000 millones de euros debido al fraude y la evasión fiscal, la insolvencia y quiebra corporativas, la mala administración y la optimización fiscal. De esa cantidad, se calcula que unos 50.000 millones de euros (o 100 euros por ciudadano de la UE cada año) se deben a fraude de IVA transfronterizo que podría abordarse mediante nuevas reformas de las normas de IVA.⁶⁵

La Comisión ha propuesto cambiar a una votación por mayoría cualificada en cuatro pasos, empezando por decisiones que afecten a la cooperación y la ayuda mutua, el cambio climático y la protección del medio ambiente, y terminando por decisiones sobre grandes proyectos fiscales, como el de la base imponible común consolidada para las empresas.⁶⁶

6.7. CONCLUSIONES

Cuando la Comisión Juncker asumió el cargo en noviembre de 2014, la economía de la Eurozona estaba experimentando una recuperación incipiente. Durante los últimos cinco años, esa recuperación incipiente se convirtió en una expansión sostenida acompañada por unos niveles de empleo récord. Al final de su mandato, la situación económica

⁶³ “Bringing transparency, coordination and convergence to corporate tax policies in the European Union” Dover, Ferrett, Gravino, Jones y Merler, Centro de Investigación del Parlamento Europeo, Estrasburgo, septiembre de 2015.
[http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2015/558773/EPRS_STU\(2015\)558773_EN.pdf](http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2015/558773/EPRS_STU(2015)558773_EN.pdf)

⁶⁴ “The Rise of Phantom Investments” Finance & Development, FMI, Washington DC, septiembre de 2019.
<https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2019/09/the-rise-of-phantom-FDI-in-tax-havens-damgaard.htm>

⁶⁵ Recientemente se hicieron avances en esta área. Véase “ECOFIN: Commission welcomes progress achieved on the road to a reformed EU VAT system” Comisión Europea, Bruselas, 2 de octubre de 2018, IP/18/5966.
https://europa.eu/rapid/press-release_IP-18-5966_en.htm

⁶⁶ “Towards a more efficient and democratic decision making in EU tax policy” Comisión Europea, Estrasburgo, 15 de enero de 2019, COM(2019) 8 final.
https://ec.europa.eu/taxation_customs/sites/taxation/files/15_01_2019_communication_towards_a_more_efficient_democratic_decision_making_eu_tax_policy_en.pdf



de la Eurozona parece incierta. La mayoría de los indicadores parecen apuntar a lo que podría ser una brusca desaceleración que podría convertirse en una recesión. En este contexto, en este capítulo hemos analizado el modo en que la Comisión Juncker aplicó el PEC y los retos que el conjunto de herramientas fiscales de la UE tendrá que afrontar en el siguiente ciclo institucional y más adelante.

La forma en que la Comisión Juncker aplicó las normas presupuestarias de la UE no ha estado exenta de controversia. Para algunos, el enfoque fue demasiado indulgente, mientras que para otros fue demasiado estricto. En este artículo se han proporcionado algunas pruebas de que, en los últimos cinco años, las políticas fiscales apoyaron en general la recuperación económica o, al menos, no la socavaron. Observando algunos casos de estudio, el artículo sugiere que el modo en que la Comisión aplicó las normas presupuestarias ha sido razonablemente estricto y políticamente inteligente, aunque en algunos casos haya hecho uso de toda la flexibilidad posible. En cualquier caso, podría ser demasiado pronto para hacer una evaluación menos ambigua. Sin duda, necesitamos algo más de perspectiva histórica.

El modo en que se ha aplicado el marco de normas fiscales no ha sido el único aspecto polémico; la idoneidad y el funcionamiento de las normas fiscales de la UE como tales son el tema principal de un debate inconcluso. Parece que existe un amplio acuerdo en cuanto a que las normas actuales se han vuelto demasiado complejas y opacas y, hasta cierto punto, ineficaces para lograr sus objetivos. Pero el consenso desaparece cuando se trata del cómo y el cuándo de una reforma de las normas. Como mínimo, puede decirse que no parece haber mucho apetito de reforma inmediata. Por ello, el statu quo podría ser la opción con más respaldo. Para algunos, las normas actuales les pueden dar margen para ocultar su falta de disciplina fiscal en un cumplimiento legalista, mientras que otros temen que una reforma del Pacto lo volviera más simétrico o conllevara demasiada flexibilidad e indulgencia.

Dados los retos a corto plazo (desaceleración del PIB), a medio plazo (los riesgos de que la Eurozona se convierta en una “economía del 1%”) y a largo plazo (envejecimiento de la población, cambio climático, contaminación y cambio tecnológico), el equilibrio entre los dos objetivos principales (estabilización a corto plazo y sostenibilidad a largo plazo) podría tener que reevaluarse y, posiblemente, ampliarse para dar cabida a la calidad de las finanzas públicas tanto en términos de ingresos como de gasto. El gran número de objetivos para un solo instrumento sugiere que la tarea de dar con el conjunto de normas adecuado podría ser imposible. Quizá, la cuadratura del círculo exigirá ampliar el debate, ya que el papel que deberían desempeñar las normas presupuestarias, así como su diseño, depende de que se completen otros elementos de la arquitectura de la UEM, como el de quién debería encargarse de aplicar las normas y el de la posible introducción de una capacidad fiscal común y de un activo seguro común.



7. POLÍTICA FISCAL CUANDO LOS TIPOS DE INTERÉS ESTÁN A CERO

ÁNGEL UBIDE^{1,2}

Hoy en día se reconoce ampliamente que aunque un país tenga un banco central absolutamente benevolente (uno que intente aumentar al máximo la función de bienestar social), puede sufrir una tasa de inflación sistemáticamente demasiado elevada. (Rogoff, 1985)

7.1. RESUMEN

Los marcos fiscales en uso a día de hoy, entre otros, el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC), se crearon para un mundo que ya no existe, un mundo en el que los tipos de interés eran positivos, el mayor riesgo era una mayor inflación y la política fiscal podía permitirse el lujo de ser pasiva y pasar por alto la estabilización cíclica. Era el mundo de Rogoff (1985) de “bancos centrales conservadores”, en el que la atención se ponía siempre en bajar la inflación: “A veces la sociedad puede mejorar nombrando a un banco central que no comparta la función de finalidad social, pero que a cambio ponga un peso “demasiado elevado” en la estabilización de la tasa de inflación en relación con la estabilización del empleo”.

¹ Director de análisis económico, Global Fixed Income, Citadel LLC.

² Versión ampliada y revisada de Ubide (2019). Quiero dar las gracias a Olivier Blanchard, Tito Cordella, Daniel Gros y Christian Odendahl, y a los participantes en la conferencia 2019 SUERF/Societe Generale/Columbia University/EIB del 16 de octubre de 2019 en Nueva York por sus comentarios. Me hago responsable de los errores existentes. Este artículo refleja el análisis y las opiniones de Ángel Ubide. El destinatario no debe interpretar en ningún caso que este artículo representa la opinión general de Citadel o sus empleados. Los hechos, análisis y opiniones presentadas en este análisis no han sido revisados por otros profesionales de Citadel y es posible que no reflejen información conocida por estos. Los supuestos, opiniones, visiones y previsiones forman parte del criterio del Sr. Ubide en la fecha indicada y están sujetos a modificaciones sin aviso previo ni obligación de actualizarlos. Citadel no se responsabiliza de los errores u omisiones contenidos en esta presentación y no acepta ninguna responsabilidad por las pérdidas directas o como consecuencia que puedan surgir del uso de este artículo y su contenido.



El mundo ha cambiado. Con tipos de interés a cero en muchos países y expectativas de que se mantengan así por mucho tiempo, y en un contexto en el que el principal riesgo es una inflación demasiado baja, el enfoque de la política económica debe cambiar hacia un aumento tanto del crecimiento como de la inflación, y la política fiscal debe ser activa y contribuir a la estabilización cíclica. Y los marcos y normas fiscales deben cambiar por ese mismo motivo, especialmente en la Zona euro.

El presente informe examina cómo la inercia y los sesgos de comportamiento son el principal escollo de una política fiscal más activa. En él se analiza la relación deseada entre la política monetaria y la fiscal en distintas configuraciones de tipos de interés e inflación y se llega a la conclusión de que, cuando los tipos de interés están a cero y la inflación muy por debajo del objetivo, la política fiscal debe ser el principal instrumento para impulsar el crecimiento y la inflación, mientras que la política monetaria debe apoyar a la política fiscal mediante la orientación de expectativas y la compra de activos. Asimismo, examina el concepto de espacio fiscal con límite inferior igual a cero y en un entorno de alta aversión al riesgo y baja inflación, argumentando que el espacio fiscal es un concepto de flujo y no de existencias, y que por ello las ratios de deuda y déficit no son buenos indicadores del espacio fiscal con límite inferior igual a cero. En un mundo caracterizado por un aumento persistente de la demanda de bonos, la consecuencia es que hay más espacio fiscal del que se supone normalmente. Por último, propone una serie de principios como guía para la política fiscal cuando los tipos de interés son cero. La aplicación de estos principios en la Zona euro sugiere que la política fiscal en la Zona euro es demasiado restrictiva y que un gran programa público de inversión multianual financiado mediante deuda sería adecuado para apoyar el crecimiento y contribuir a elevar la inflación hasta el objetivo.

Palabras clave: política fiscal, política monetaria, inflación, Zona euro, sostenibilidad de la deuda

7.2. INTRODUCCIÓN

Los marcos fiscales en uso a día de hoy, entre otros, el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC), se crearon para un mundo que ya no existe, un mundo en el que los tipos de interés eran positivos, el mayor riesgo era una mayor inflación y la política fiscal podía permitirse el lujo de ser pasiva y pasar por alto la estabilización cíclica. Era el mundo de Rogoff (1985) de “bancos centrales conservadores”, en el que la atención se ponía siempre en bajar la inflación: “A veces la sociedad puede mejorar nombrando a un banco central que no comparta la función de finalidad social, pero que a cambio ponga un peso “demasiado elevado” en la estabilización de la tasa de inflación en relación con la estabilización del empleo”.

El mundo ha cambiado. Con tipos de interés a cero en muchos países y expectativas de que se mantengan así por mucho tiempo, y en un contexto en el que el principal riesgo es una inflación demasiado baja, el enfoque de la política económica debe cambiar hacia un apoyo del crecimiento y de la inflación, y la política fiscal debe ser activa y



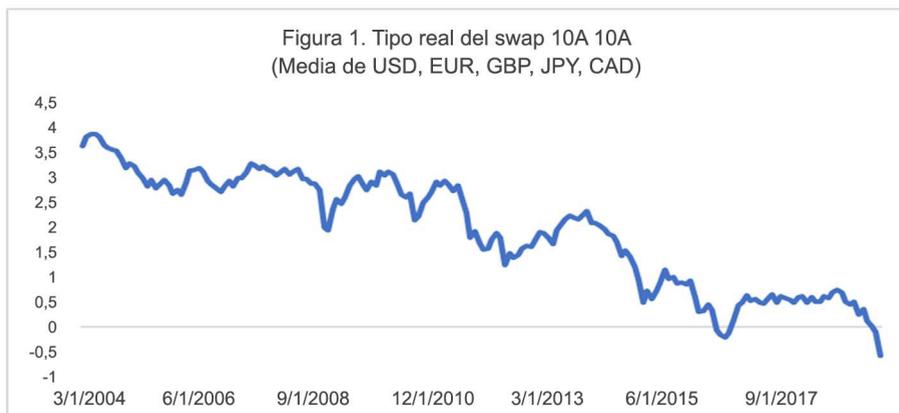
contribuir a la estabilización cíclica. Las normas fiscales deben cambiar por ese mismo motivo, especialmente en la Zona euro. Según el presente informe, la inercia y los sesgos de comportamiento son el principal escollo de una política fiscal más activa. En él se analiza la relación deseada entre la política monetaria y la fiscal en distintas configuraciones de tipos de interés e inflación, se examina el concepto de espacio fiscal con límite inferior igual a cero y se proponen una serie de principios como guía para la política fiscal cuando los tipos de interés son cero.

7.2.1. CAÍDA CONSTANTE DE LOS TIPOS DE INTERÉS NOMINALES A LARGO PLAZO

Desde que Ken Rogoff publicó su influyente estudio sobre la necesidad de bancos centrales conservadores en 1985, los tipos de interés han sufrido una tendencia bajista constante y recientemente han alcanzado mínimos históricos. En agosto de 2019, los tipos alemanes a 10 años llegaron a un mínimo histórico del -0,71% y Alemania emitió por primera vez bonos a 30 años a un tipo de interés del 0%. Los tipos de interés en mínimos récord no se limitaron a los bonos AAA. Los tipos portugueses a 10 años llegaron al 0,07% y los españoles al 0,03%. Además, los mercados esperan que los tipos de interés se mantengan muy bajos durante largo tiempo. Por ejemplo, los mercados estiman que los tipos alemanes a 10 años seguirán siendo negativos los próximos 5 años. Cierto es que los mercados pueden equivocarse. Pero también pueden estar en lo cierto. Durante la última década, las expectativas del mercado de tipos de interés bajos o menores han demostrado ser más precisas que las advertencias de economistas y legisladores que afirmaban que la subida de los tipos de interés estaba a la vuelta de la esquina.

Es posible que los tipos de interés muy bajos parecieran algo excepcional e incluso una anomalía de los mercados. Sin embargo, un análisis de los dos componentes de tipos nominales a largo plazo, los tipos de interés reales y las expectativas de inflación, sugiere que los tipos de interés nominales a largo plazo descienden estructuralmente y es poco probable que aumenten en un futuro próximo.

1. Los tipos de interés reales en los países desarrollados han descendido las dos últimas décadas, como indica la figura 1, que muestra un tipo de interés a 10 años, 10 años adelante, extraído de swaps de tipos de interés para una cesta de las principales monedas. Este descenso se ha visto motivado por un conjunto de factores estructurales, entre otros, la situación demográfica, el cambio en la naturaleza de las inversiones y el descenso del precio de los bienes de capital, la falta de inversión pública, una disminución constante en la oferta de activos seguros y un aumento de la aversión al riesgo (véase, entre otros, Gagnon, Johansen y López Salido (2016) o del Negro et al. (2017)). Esto ha llevado a un descenso del tipo de interés real neutro, que actualmente se estima que está próximo a cero en la mayoría de los países desarrollados (véase Holston, Laubach y Williams (2017)) o incluso es negativo (véase Kiley (2019)).



- Las actitudes hacia la inflación también han cambiado. Antes de 2007 todo el enfoque estaba en los riesgos de inflación al alza. El crecimiento salarial era sólido, el precio de los productos básicos seguía una tendencia secular alcista, la inflación lograda alcanzó una media del 2% en la mayoría de países desarrollados y las expectativas de inflación estaban bien afianzadas en los objetivos (fuera de Japón). Probablemente, el hecho de que los tipos de interés fueran positivos, proporcionando así mucho margen para relajar la política, contribuyó a afianzar las expectativas de inflación. Hoy la situación es muy distinta. El crecimiento salarial es bajo, el precio de los productos básicos es estable, la inflación lograda está por debajo del 2% y las expectativas de inflación están por debajo del objetivo. Como resultado, la atención se centra en el riesgo de inflación a la baja y las primas de riesgo de inflación se han vuelto negativas. Por ejemplo, los mercados esperan que la inflación en la Zona euro esté por debajo del 1,5% a lo largo de la próxima década.

Los tipos de interés reales muy bajos pueden parecer un buen resultado, pero no lo son. Pueden resultar ser un exceso de algo bueno. Los tipos de interés nominales excesivamente bajos reducen el bienestar porque limitan el espacio de la política monetaria para amortiguar las recesiones y gestionar el ciclo de negocio. En otras palabras, cuando los tipos de interés y la inflación son demasiado bajos, aumenta el diferencial de producción previsto en el futuro.

7.2.2. LA “PARADOJA DEL RIESGO” EN POLÍTICA FISCAL

La “paradoja del riesgo” describe situaciones en las que los actores políticos, en su cruzada por ser conservadores y prudentes, equivocadamente no son lo suficiente agresivos y convierten las perspectivas en algo más arriesgado (véase Ubide (2017)). Este concepto describe bien los debates entre los bancos centrales durante la Gran Crisis Financiera, cuando la preocupación por “preservar las armas”, controlar a los gobiernos o minimizar las posibles pérdidas en los balances del banco central, impidieron una



relajación de las políticas más oportuna y agresiva. Al final, al aplazar sus acciones y actuar sin convicción, los bancos centrales acabaron teniendo que hacer más que lo que no quisieron en un principio, manteniendo los tipos de interés bajos durante más tiempo y comprando más bonos, por lo que la recuperación fue más débil y la inflación más baja.

La paradoja del riesgo se origina por la inercia inherente en los marcos de política y los sesgos de comportamiento que afectan a los actores políticos, que impiden una formulación de políticas ágiles³. La inercia se produjo como resultado de aplicar conceptos de políticas económicas que de otro modo serían sensatas, a situaciones económicas equivocadas; por ejemplo, llevó a que los bancos centrales tardaran demasiado tiempo en darse cuenta de que el riesgo principal no era que la inflación pudiera subir en espiral, como había ocurrido durante dos décadas, sino que quizás nunca aumentase lo suficiente. La aversión a la pérdida (aversión excesiva a reconocer una pérdida que da lugar a decisiones menos óptimas) llevó a un enfoque excesivo en los posibles inconvenientes de las medidas políticas, por ejemplo, el “coste” fiscal del alivio cuantitativo. El “efecto dotación” (valorar excesivamente cosas que se poseen) cegó a los actores políticos, llevándoles a mantener durante demasiado tiempo marcos políticos que estaban fallando, como la asimetría de los objetivos de inflación.

La paradoja del riesgo también ha afectado a la política fiscal. Un temor excesivo a la deuda y el déficit llevó a políticas fiscales contradictorias que oprimieron el crecimiento y la inflación en el momento equivocado, creando una situación muy desfavorable para la política monetaria y, a su vez, empeorando las previsiones fiscales en lugar de mejorarlas. La inercia política y los sesgos de comportamiento estaban de nuevo en juego. La inercia de considerar durante décadas la política monetaria como el único instrumento para la estabilización cíclica ha aplazado excesivamente la necesidad de flexibilizar la política fiscal. Esta inercia ha generado la falsa creencia de que la austeridad fiscal es la política adecuada en todo momento. El “efecto anclaje” (dar excesiva importancia a una observación inicial) de la crisis griega creó un poderoso incentivo para que los gobiernos endureciesen ciegamente las políticas primero e hiciesen preguntas después. El efecto dotación ha llevado a los gobiernos europeos a no modificar los principios fundamentales del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, incluso aunque el mundo actual sea diametralmente opuesto al mundo en que se creó dicho pacto.

a. La política fiscal es la principal política económica con límite inferior igual a cero (ZLB, por sus siglas en inglés).

Un sesgo mental crítico que sigue obstaculizando la política económica es el concepto de políticas “no convencionales”. En política monetaria, “no convencional” se aplicaba en un principio al uso de orientación de expectativas (puesto que los bancos centrales solían operar según el principio de compromiso previo con una política), y de compra de activos (dado que a los bancos centrales les preocupaban las consecuencias de riesgo moral debidas a la compra de bonos del Estado. El término “no convencional”

³ Para ver un análisis en profundidad sobre los sesgos de comportamiento como la aversión a la pérdida, el efecto dotación o el efecto anclaje, véase Kahneman (2011).



está estigmatizado, denota una naturaleza temporal y subraya un deseo de salir lo antes posible, llevando a políticas demasiado restrictivas. Como recomendé en Ubide (2017), el concepto “no convencional” debe abandonarse, puesto que todos los instrumentos de política monetaria dentro del marco legal de un banco central son legítimos y los bancos centrales solo deberían hablar de flexibilización o endurecimiento de políticas. Jerome Powell, presidente de la Reserva Federal de EE. UU. parece estar de acuerdo: “Quizás es hora de abandonar el término “no convencional” a la hora de referirse a los instrumentos que se utilizaron en la crisis”⁴. Como resultado, los bancos centrales están aceptando esta realidad y han emprendido una revisión de sus marcos de política monetaria.

El problema del concepto “no convencional” también afecta a la política fiscal. La hipótesis del sesgo inflacionario de los gobiernos, combinado con la Gran Moderación, llevó al consenso de que la coordinación monetaria y de políticas conduciría a políticas incoherentes en el tiempo. Esto llevó a la visión “convencional” de una estricta división de funciones entre las políticas monetaria y fiscal, donde la política monetaria gestiona el ciclo de negocio y la política fiscal se centra únicamente en la sostenibilidad a largo plazo (y en los aspectos de distribución). Como resultado, las normas de política fiscal se han centrado, de manera asimétrica, en reducir la deuda y el déficit, casi independientemente de la posición cíclica de la economía.

El mundo ha cambiado y los marcos fiscales también deben revisarse. A pesar de los tipos de interés muy bajos y las grandes compras de bonos, la inflación es demasiado baja, no demasiado alta, y la política fiscal ha sido demasiado restrictiva. Al contrario de lo que se esperaba, a pesar de deudas y déficits más elevados, los tipos de interés han caído. La revisión de los marcos fiscales debe comenzar aceptando la idea “no convencional” de que, en ocasiones, la política monetaria y la política fiscal deben coordinarse. De hecho, la relación entre la política monetaria y la fiscal depende del nivel de inflación (π) respecto al objetivo de inflación (π^*) y del nivel de tipos de interés (r), de manera estrictamente simétrica. La tabla 1 muestra un esquema depurado para entender dicha relación.

TABLA 1. RELACIÓN ÓPTIMA ENTRE POLÍTICA MONETARIA Y FISCAL

	Monetario	Fiscal	Ejemplo
$\pi \gg \pi^*$	Contracción, leads	Contracción	1970-80s
$\pi \approx \pi^*$ y $r > 0$	Gestión del ciclo	Enfoque en la sostenibilidad	Gran moderación
$\pi \approx \pi^*$ y $r = 0$	Gestión del ciclo	Neutral	
$\pi \gg \pi^*$ y $r \leq 0$	Relajación	Relajación, leads	Japón, Eurozona hoy

⁴ Véase Federal Reserve Board (2019)



Hay cuatro casos diferentes:

1. Caso 1: Cuando la inflación está claramente por encima del objetivo, la política monetaria lidera y la política fiscal coopera de manera explícita. Este es el legado de la experiencia de los años 70, que introdujo la literatura sobre la incoherencia temporal (Kydland y Prescott (1977)) y la necesidad de bancos centrales independientes y conservadores (Rogoff (1985)). La política monetaria tiene que ser restrictiva para reducir la inflación y las previsiones de inflación, y la política fiscal debe cooperar con ajustes fiscales para facilitar dicho proceso. De hecho, los episodios históricos en los que la inflación ha sido difícil de contener, han sido episodios en los que la política fiscal ha sido excesivamente expansionista y no ha cooperado con la política monetaria (por ejemplo, en los primeros años del mandato de Volcker en la Reserva Federal de EE. UU.).
2. Caso 2: Cuando la inflación está anclada en el objetivo y los tipos de interés son positivos, como en la Gran Moderación, la política monetaria y la fiscal pueden desvincularse. La política monetaria tiene suficiente espacio para flexibilizar la política para gestionar las fluctuaciones económicas, y la política fiscal puede centrarse en la sostenibilidad a largo plazo al tiempo que permite que operen estabilizadores automáticos. La definición de sostenibilidad a largo plazo puede variar de una sociedad a otra, ya que las preferencias no son necesariamente homogéneas respecto a las dimensiones del gobierno y los niveles de deuda y déficit. Este es el entorno del modelo nekeynesiano de referencia con inflación objetivo, donde la única distorsión que afecta a la economía son las rigideces nominales y la política monetaria, que da por sentada la política fiscal, puede compensar la distorsión y lograr su objetivo de inflación. Es importante destacar que esto asume que las expectativas de inflación están bien ancladas en el objetivo. Ese es el contexto económico en el que las contracciones fiscales expansionistas podrían ser efectivas.
3. Caso 3: Cuando la inflación está anclada en el objetivo pero los tipos de interés son muy bajos, este marco comienza a fallar. En esos casos, la política fiscal debería estar en modo “ante todo, no perjudicar”, con un postura sencilla o como mucho cíclicamente neutra, para evitar que se convierta en una fuerza deflacionista que, con tipos de interés muy bajos, se vuelva difícil de gestionar para la política monetaria. Este es el caso de Australia actualmente, por ejemplo (véase análisis en Lowe (2019)).
4. Caso 4: Cuando la inflación y las previsiones de inflación están por debajo del objetivo y los tipos de interés ya están a cero o son negativos, la política fiscal debe liderar con una postura expansionista y la política monetaria debe cooperar explícitamente, garantizando tipos de interés bajos durante el tiempo que se necesite. Este es el reflejo fiel de los años 70 (Caso 1): a menos que la política monetaria y la fiscal cooperen de manera activa, la economía no conseguirá restaurar la estabilidad de los precios y un crecimiento sostenible. Este es el caso de Japón en los últimos años, en los que el gobierno ha adoptado una postura fiscal



expansionista y el Banco de Japón está cooperando con su estructura de Control de la curva de rendimiento. Esto también describe muy bien la actual situación en la Zona euro. Una política fiscal expansionista cuando los tipos de interés son muy bajos está exenta de costes y tiene un gran efecto multiplicador (véase Blanchard (2019) y Cohen-Setton, et al. (2019)).

El caso 4 es el caso correspondiente a la actual situación económica. Además de impulsar el crecimiento y la inflación, una política fiscal expansionista bien diseñada en el límite inferior igual a cero tiene diversas ventajas (véase Ubide (2016)):

Aumenta los tipos de interés neutro reduciendo el ahorro público, incrementando la eficacia de la política monetaria y limitando el efecto restrictivo del límite inferior igual a cero.

Aumenta el crecimiento potencial de dos maneras principales: sosteniendo la demanda, reduciendo la inactividad y evitando el efecto de histéresis, facilitando de este modo la reincorporación en el mercado laboral de los desempleados de larga duración⁵; aumentando la inversión pública.

Ayuda a reducir la desigualdad y otros efectos secundarios de la política monetaria reduciendo la necesidad de tipos de interés muy bajos y su magnitud. En definitiva, la principal fuente de desigualdad es el desempleo, por lo que una política monetaria fácil que reduzca la tasa de desempleo reduce la desigualdad. Sin embargo, en igualdad de circunstancias, una combinación de política monetaria fácil y política fiscal restrictiva que conduzca a tipos de interés muy bajos durante largo tiempo favorece a los patrimonios de rentas superiores y perjudica a los pensionistas de rentas más bajas.

Ayuda a reducir los riesgos para la estabilidad financiera derivados de un periodo prolongado de tipos de interés muy bajos. El riesgo es más evidente para aseguradoras y fondos de pensión que proporcionan productos con rentabilidad garantizada (véase, Berdin y Grundl (2015)).

La pregunta clave para los actores políticos cuando la economía está dentro del caso 4 es esta: ¿preferirían una economía con un crecimiento y una inflación un poco más altos, unos tipos de interés un poco más elevados y déficits un poco mayores? La respuesta debería ser un sí inequívoco.

b. Concepto de espacio fiscal con límite inferior igual a cero

Una crítica normal de la idea de un uso más activo de la política fiscal para apoyar la demanda al límite inferior igual a cero es que no hay espacio fiscal, porque la deuda y el déficit ya son “demasiado” altos. También aquí la inercia y los sesgos de comportamiento desempeñan un papel.

El efecto anclaje está detrás del límite arbitrario de déficit del 3% y del objetivo de deuda/PIB del 60% del Tratado de Maastricht: se eligieron simplemente porque el nivel de deuda medio en aquel momento era 60% y un déficit del 3%, asumiendo un crecimiento nominal del PIB del 5%, estabilizaría la deuda en torno a esos niveles. El umbral

⁵ La experiencia de EE. UU. es muy positiva a este respecto, véase Krueger (2018).



del 90% que se popularizó durante la Gran Crisis Financiera ha demostrado no tener ninguna base empírica, pero creó un potente sesgo de aversión a la pérdida entre los actores políticos tras la crisis: los ministros de economía priorizaron la adopción de políticas destinadas a reducir la deuda a cualquier precio, a costa del crecimiento. Japón es un ejemplo perfecto de la irrelevancia de estos límites.

El espacio fiscal es una función de la voluntad de los gobiernos de ajustarse durante las malas épocas. Ante el desafío de una perspectiva fiscal problemática, la decisión entre reducir los déficits o el impago es una elección política sobre la asignación del coste del ajuste entre contribuyentes y acreedores. Por regla general, los gobiernos deciden reducir los déficits: Ostry et al. (2010) muestra que a medida que aumentan los niveles de deuda, los gobiernos son más propensos a tener mayores superávits primarios para estabilizar sus ratios de deuda. Utilizando el comportamiento en el pasado de los gobiernos, calculan la ratio de deuda “límite”, definida como ratio de deuda/PIB por encima de la cual la deuda crece sin límite, en función del comportamiento de saldo primario histórico de un país. Sus cálculos del límite de la deuda se sitúan entre el 150% y el 200% del PIB, estando la media en el 180%. Como es evidente, los autores recomiendan que los países permanezcan muy por debajo del límite de deuda, ya que las perturbaciones imprevistas podrían impulsar al país por encima del límite, o los gobiernos podrían cambiar radicalmente sus preferencias respecto a la voluntad de ajustarse y hacer la deuda insostenible. Pero del 180% al 60% hay una gran distancia.

El espacio fiscal, al igual que la sostenibilidad de la deuda, es en esencia un concepto de flujo, no de existencias. La teoría económica ha tratado los impagos como el resultado de las crisis de liquidez y de reinversión, y dichas crisis son, principalmente, un factor de credibilidad y diseño de las políticas económicas⁶. Reconociendo este concepto de flujo, el FMI ha ampliado su definición de deuda sostenible “con una alta probabilidad”, combinando una evaluación del nivel (ratio de deuda/PIB) con una evaluación del flujo (las necesidades de financiación bruta como cuota del PIB) (véase FMI 2013). Desde la perspectiva del flujo, el FMI considera que la deuda es sostenible si las necesidades de financiación bruta como cuota del PIB están por debajo del 15% en los países desarrollados y por debajo del 10% en los mercados emergentes. Este criterio de flujo se hace aún más relevante en un entorno de tipos de interés muy bajos. Por ejemplo, respaldó la evaluación de la previsión de deuda de Grecia como sostenible con una alta probabilidad, pese a una deuda/PIB del 180%.

La ecuación de la dinámica de la deuda ilustra el concepto de flujo del espacio fiscal. La ecuación 1, a continuación, muestra que la ratio de deuda/PIB (d/y) es una función de la ratio de deuda pasada, el saldo primario (pb) y la relación entre la ratio de crecimiento del PIB (g) y el coste del tipo de interés de la deuda (r):

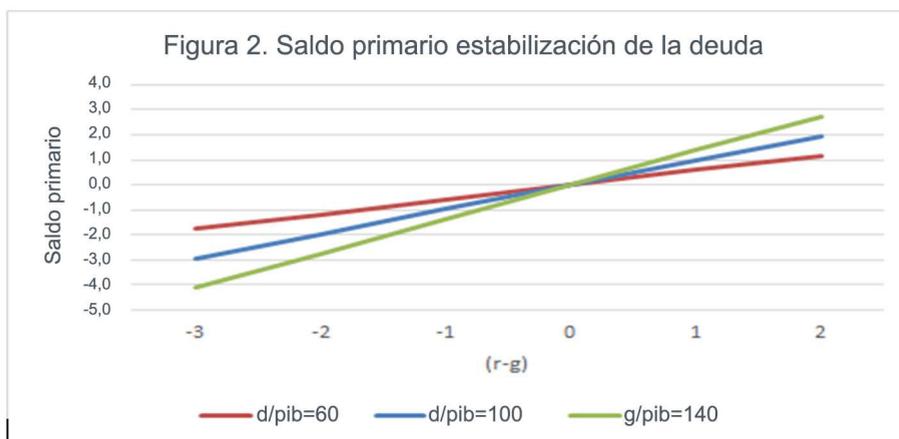
$$\frac{d}{y}(t) = \left(\frac{1+r}{1+g} \right) * \frac{d}{y}(t-1) - pb(t)$$

⁶ Véanse, por ejemplo, Giavazzi y Pagano (1989) o Cole y Kehoe (1996)

Operando, el cambio en la deuda es una función del nivel de deuda, el saldo primario y $(r-g)$, la diferencia entre el crecimiento del PIB y el tipo de interés.

$$\Delta \frac{d}{y} = \left(\frac{r-g}{1+g} \right) * \frac{d}{y} (t-1) - pb(t)$$

La senda de la deuda puede mejorar si el saldo primario mejora, si el crecimiento del PIB mejora o si el coste de los intereses de la deuda disminuye. Por ello, las políticas que aumentan el crecimiento potencial, como la inversión pública, mejoran la senda de la deuda, y las políticas que reducen los tipos de interés y se comprometen a mantenerlos bajos durante mucho tiempo, como la orientación de expectativas de los bancos centrales, también mejoran la senda de la deuda. Ambas amplían el margen de acción fiscal. Con un límite inferior igual a cero, donde los tipos de interés son muy bajos y $(r-g)$ es negativo, la inversión pública financiada con deuda mejora la senda de la deuda.



Una propiedad interesante de esta ecuación es que, cuando la ratio de deuda/PIB es elevada, la evolución de la ratio de deuda/PIB es más dependiente de $(r-g)$ que del saldo primario. La figura 2 muestra la relación entre los cambios en $(r-g)$ y los cambios en el saldo primario que mantienen la deuda/PIB constante para distintos niveles iniciales de deuda/PIB. Con una deuda/PIB del 60%, el factor principal es el saldo primario: la línea está menos inclinada, lo que significa que $(r-g)$ tiene que disminuir 2 p.p. para lograr el mismo efecto que una mejora de 1 p.p. en el saldo primario. Sin embargo, si es del 140%, el factor principal es $(r-g)$: la línea está más inclinada, lo que significa que una mejora en $(r-g)$ de menos de 1 p.p. es equivalente a una mejora de 1 p.p. en el saldo primario. A niveles de deuda altos, la calidad de las políticas, que impulsa el tipo de interés y la tasa de crecimiento del PIB, se vuelven más importantes que la dimensión del saldo primario a la hora de determinar la evolución de d/y , y por tanto el espacio fiscal disponible.



Como es natural, esta dinámica se aplica de manera simétrica: una mala política puede erosionar rápidamente el espacio fiscal si lleva a que los mercados soliciten una prima de riesgo más alta sobre la deuda. La experiencia reciente en Italia durante 2018-19 proporciona un experimento en una situación real. La llegada del gobierno Lega-M5S llevó a un fuerte aumento en la rentabilidad de los bonos italianos, debido principalmente al llamado “riesgo de redenominación”: el miedo en base a las declaraciones de los dirigentes de la Lega, en las que sugerían que el gobierno italiano podía decidir abandonar el euro, aumentando así la probabilidad de un impago de su deuda. Cuando la mayoría parlamentaria cambió y la Lega pasó a la oposición, la rentabilidad de los bonos sufrió un fuerte descenso, puesto que el riesgo de redenominación había desaparecido por completo. El cambio en las políticas gubernamentales generó espacio fiscal, facilitando una política fiscal más expansionista. En el límite inferior igual a cero, la calidad, y no la cantidad de deuda y déficits, es el principal determinante del espacio fiscal.

c. Espacio fiscal en un entorno de alta aversión al riesgo y baja inflación

El debate tradicional sobre el espacio fiscal siempre ha tenido como trasfondo los riesgos inflacionistas y los gobiernos con comportamientos erróneos, por lo que siempre se ha centrado en explorar las posibilidades de una mayor inflación y/o del impago. Pero hoy en día la situación es diferente, la inflación es demasiado baja y, en todo caso, los gobiernos están siendo demasiado austeros. Y esto requiere reconsiderar de nuevo el concepto de espacio fiscal.

El concepto de espacio fiscal describe fundamentalmente la probabilidad de que un gobierno pueda renovar su deuda. Por ello depende de la interacción entre la oferta y la demanda de bonos del Estado. Sin embargo, el debate sobre el espacio fiscal siempre se basa en modelos de sostenibilidad de la deuda que se centran solo en la oferta de bonos: los modelos analizan la evolución y las relaciones entre la deuda y los déficits (la oferta prevista de bonos), y buscan situaciones que puedan llevar a una senda de deuda asfixiante. En otras palabras, estos modelos asumen una demanda fija de bonos, invariable a lo largo del tiempo. En estos modelos, el tipo de interés de la deuda es simplemente una función positiva de la oferta de bonos, una función que en algún momento podría llegar a ser no lineal (véase, por ejemplo, FMI (2011) o D’Erasmus, Mendoza y Zhang (2016)).

Sin embargo, la premisa de la estabilidad de la demanda de bonos no es necesariamente cierta en la realidad y no ha sido cierta especialmente en los últimos años. La demanda de bonos no es fija. Se adquieren bonos con el fin de obtener un rendimiento como parte de una cartera. Como tal, su demanda depende del rendimiento esperado y de su valor relativo y características de riesgo frente a otros activos. Y estas consideraciones pueden cambiar a lo largo del tiempo.

Análiticamente, los rendimientos en bonos del Estado dependen de dos factores: la senda futura prevista de tipos de interés a corto plazo y una prima de riesgo que los inversores demandan para mantener títulos a largo plazo. La prima de riesgo varía a lo largo del tiempo y puede verse afectada por tres factores principales: (1) la inflación, que merma el valor real del principal, que es fijo en términos nominales; (2) el riesgo de impago, que reduciría el valor nominal del principal al vencimiento; y (3) los cambios en



la demanda relativa de bonos frente a otros activos, que afectaría al precio de los bonos a lo largo del tiempo.

Cuando la prima de riesgo es baja y estable, el principal factor determinante del precio de los bonos son los tipos a corto plazo previstos para el futuro. En estos casos, existe una correlación positiva entre la rentabilidad de los bonos a largo plazo y la actividad económica: un menor crecimiento llevaría a tipos de interés más bajos. Lo que esto significa es que, asumiendo que los estabilizadores automáticos funcionan y que por ello los déficits aumentan durante las recesiones, unos déficits más altos estarían acompañados por tipos de interés a largo plazo más bajos, no más altos. Dado que los precios de los bonos disminuyen cuando los tipos de interés bajan, esto convierte a los bonos soberanos en un buen instrumento de cobertura en una cartera.

Cuando la prima de riesgo es elevada o volátil, o muestra una tendencia secular, puede resultar más relevante que la senda prevista de tipos a corto plazo para fijar el precio de los bonos. La naturaleza variable a lo largo del tiempo de la prima de riesgo es un buen indicador del elemento variable a lo largo del tiempo de la demanda de bonos (véase análisis en Cohen, Hordahl y Xia (2018)). Cuanto mayor es la demanda de bonos, menor es la prima a término, y viceversa. En función de la dirección y la volatilidad de la prima a término, la correlación entre la rentabilidad de los bonos y la actividad económica puede variar.

Tradicionalmente, la naturaleza variable a lo largo del tiempo de la prima a término se ha visto como una posible fuente de riesgo al alza para la rentabilidad de los bonos soberanos: el riesgo inflacionista y los riesgos fiscales pondrían una presión creciente en la prima a término. El concepto de contracciones fiscales expansionistas se basaba en este supuesto: una consolidación fiscal bien diseñada reduciría la prima a término y los tipos de interés a largo plazo, e impulsaría el crecimiento. Esto era posible porque la prima a término ha sido tradicionalmente positiva. Sin embargo, la prima a término ha disminuido de forma constante en los últimos años, llegando a ser continuamente negativa (véase Figura 3, que muestra la prima a término estimada en los rendimientos del Tesoro de Estados Unidos a 10 años, utilizando la metodología de Adrian, Crump y Moench (2013)). Esta caída constante de la prima a término sugiere que la demanda de bonos ha aumentado paulatinamente en los últimos años y, como resultado, el espacio fiscal se ha ampliado.



¿Por qué ha descendido la prima a término? Como se ha indicado anteriormente, la prima a término puede explicarse como una combinación de prima de riesgo de inflación (mayor si el riesgo de inflación es elevado), prima de riesgo de impago (mayor si el riesgo fiscal es elevado) y prima de riesgo de las acciones (mayor si la demanda relativa de acciones frente a bonos es elevada).

La prima de riesgo de inflación se ha reducido porque la inflación lograda ha estado sistemáticamente por debajo del objetivo y el paso del crecimiento salarial a la inflación ha sido moderado, lo que ha quedado reflejado en el descenso de la inflación implícita. Con una inflación moderada, hay poca necesidad de protegerse contra la alta inflación y los bonos pasan a ser aún más atractivos como instrumento para protegerse frente a la debilidad del crecimiento, especialmente en un entorno en el que se espera que los bancos centrales utilicen la compra de activos como un instrumento de política, y por lo tanto en el que está casi garantizado un aumento en la demanda de bonos en una desaceleración. Este atractivo de los bonos como mecanismo de cobertura se ve ampliado por la estrategia de los bancos centrales de comunicar anticipadamente su función de reacción en el límite inferior igual a cero, que probablemente incluirá compras de activos y el mantenimiento de los tipos a cero durante largo tiempo, como manera de mejorar la eficacia de sus políticas.

La prima de riesgo de impago también ha descendido, a pesar del aumento de la deuda y el déficit tras la crisis que incrementó las necesidades de financiación y, por lo tanto, la oferta de bonos. La afirmación de que déficits más elevados llevan a tipos de interés más altos sigue siendo válida. Por ejemplo, tanto Rachel y Summers (2019), como Tedeschi (2019) muestran que una deuda pública más alta ha llevado, *ceteris paribus*, a tipos de interés más elevados. Sin embargo, el inciso *ceteris paribus* es fundamental, ya que ha habido varios factores de compensación que, en términos netos, han reducido



el riesgo de impago y han aumentado el atractivo de los bonos soberanos. Por ejemplo, las compras de activos de los bancos centrales han aumentado la demanda de bonos y han ejercido una presión a la baja en los tipos de interés. Además, las políticas centradas en reducir la incertidumbre acerca de la senda futura de tipos de interés, como la orientación de expectativas, también han contribuido a amortiguar la respuesta de los tipos de interés para una oferta de bonos más alta, creando más espacio fiscal. Además, el incesante enfoque de los gobiernos en reducir la deuda y el déficit en un entorno de crecimiento moderado y baja inflación ha reducido la sensibilidad de los tipos de interés a los niveles de deuda y déficits, y ha cambiado el enfoque a la calidad de la política fiscal, tal como mostraron los acontecimientos en Italia.

La prima de riesgo de las acciones ha permanecido elevada, apoyando la demanda de bonos (véase Caballero, Farhi y Gourinchas (2017)) y sus correspondientes referencias para conocer un análisis sobre los posibles factores subyacentes del nivel permanentemente elevado de la prima de riesgo de las acciones). La demanda relativa de bonos como activo de inversión es un elemento crítico y a menudo subestimado en el debate sobre el espacio fiscal. Un entorno de alta aversión al riesgo aumenta la demanda de bonos, lo que se ha calificado como una escasez de activos seguros, y con ella el espacio fiscal para un nivel determinado de deuda y déficit.

Como es natural, estas tendencias en la demanda de bonos pueden cambiar y la prima a término puede volver a aumentar. Pero los motivos que podrían llevar a dicho aumento, como una mayor inflación o una caída de la prima de riesgo de las acciones, serían fiscalmente favorables. Solo en caso de que un país decidiese degradar la calidad de su política fiscal o apunte a un impago estratégico, como es el caso de Italia en 2018-19, el aumento de la prima a término sería problemático merecidamente.

d. Esto no es chartalismo

Una crítica normal de esta idea que apoya un uso más activo de la política fiscal, es que este es un argumento en apoyo del chartalismo. La respuesta es no. Y merece la pena explicar por qué en detalle.

Para empezar, el chartalismo es una combinación de ideas sin una estructura clara. En esencia, sostiene que los países que emiten deuda en su propia moneda nunca pueden “quedarse sin dinero” de la manera en que lo hacen los hogares o las empresas porque, según el chartalismo, los gobiernos crean dinero siempre que gastan. En este discurso, la fiscalidad desempeña dos papeles: por un lado, da a los ciudadanos del país una razón para utilizar la moneda emitida por el gobierno y, por otro, los impuestos son una herramienta que los gobiernos pueden utilizar para controlar la inflación. Por último, una garantía de empleo (un empleo público con el salario mínimo) garantizaría que la economía siempre funcione a pleno empleo. Por ello, el chartalismo plantea que los gobiernos pueden utilizar sus políticas presupuestarias para promover sus objetivos políticos y para gestionar el ciclo de negocio (y por lo tanto, la inflación) mediante cambios en los impuestos. Los tipos de interés no son una variable relevante para gestionar la economía y, en su mayoría, el chartalismo defiende tipos de interés cero.



Hay muchas salvedades a esta historia. Por ejemplo, asume una credibilidad intertemporal perfecta de las políticas gubernamentales, sin comportamientos estratégicos ni crisis. La garantía de empleo como instrumento para gestionar la demanda tiene una amplia variedad de temas de distribución y eficacia. De hecho, lo que describe el chartalismo es un caso muy especial de modelo macro estándar cuando los tipos de interés son cero, la inflación es baja y las expectativas de inflación son totalmente fiables. Y aquí reside la diferencia fundamental: la búsqueda de una política fiscal más activa con límite inferior igual a cero es precisamente una estrategia para poder abandonar el límite inferior igual a cero y reubicar la economía en los casos 2 y 3, en los que la política monetaria puede gestionar el ciclo de negocio y la política fiscal puede centrarse en la redistribución y la sostenibilidad a largo plazo. El llamamiento a un papel más activo de la política fiscal con límite inferior igual a cero es precisamente una estrategia para evitar una situación económica como la que defiende el chartalismo.

7.2.3. POLÍTICA FISCAL EN LA ZONA EURO CON LÍMITE INFERIOR IGUAL A CERO

La aplicación del análisis anterior a la Zona euro sugiere que el marco fiscal de la Zona euro no funciona con límite inferior igual a cero porque el PEC fue creado para un mundo que ya no existe. Era un mundo en el que el principal riesgo era una inflación excesiva y el sesgo de déficit en políticas económicas. Era un mundo con objetivos de inflación aún no ensayados y con dudas acerca de la credibilidad del aún inexistente Banco Central Europeo. En el marco de la tabla 1, el PEC se creó teniendo en mente los casos 1 y 2. Pero la Zona euro está ahora en el caso 4 y probablemente siga estando en el caso 4 en un futuro inmediato.

El PEC sirvió a la Zona euro razonablemente bien hasta 2007, cuando la economía estaba en el caso 2 y la política fiscal podía centrarse en la sostenibilidad de la deuda. A pesar de sus limitaciones y rigideces, los objetivos numéricos fueron un anclaje creíble para la política fiscal. El estigma político (y el enfoque asociado en los mercados y agencias de calificación) de entrar en un conflicto con la Comisión Europea, limitó de facto el espacio para graves errores políticos.

Sin embargo, las mismas razones que hicieron del PEC un instrumento útil hasta 2007, lo han convertido en un problema desde 2007. El efecto anclaje de los objetivos del PEC ha introducido una asimetría perjudicial y muy dañina en la política fiscal de la Zona euro. El PEC funciona bien en los casos 1 y 2, donde la política fiscal necesita ser pasiva y con una inclinación más estricta. No funciona bien en el caso 4, donde la política fiscal necesita ser activa y con una inclinación más fácil. A pesar de las sucesivas reformas para mejorar su flexibilidad, el PEC mantiene un sesgo restrictivo asimétrico y no hay ningún mecanismo para “forzar” a un estado miembro a aliviar la política fiscal contra su voluntad y lograr la postura óptima de política fiscal a nivel de la Zona euro. El freno de deuda alemán y la estrategia de “cero déficit” del gobierno alemán han acentuado este sesgo restrictivo.



Además de ser asimétrico, el marco del PEC es poco fiable porque sus recomendaciones dependen esencialmente de una variable no observable, el diferencial de producción, que tiende a hacer la política fiscal procíclica tras un gran shock, ya que hay una tendencia en Europa (a diferencia de EE. UU.) de interpretar los grandes shocks como shocks permanentes para el potencial de producción. Lane (2019) muestra la notable diferencia entre los indicadores del FMI y la Comisión Europea del diferencial de producción de la Zona euro, que sugieren un cierre del diferencial de producción en 2019, y los de un modelo basado en el comportamiento de la inflación en la Zona euro, que sugiere un diferencial de producción del -3,5% del PIB aproximadamente en 2019 (véase también Brooks (2019)). El error de medición del diferencial de producción ha hecho la política fiscal de la Zona euro excesivamente restrictiva y ha creado una situación bastante desfavorable para el crecimiento y la inflación.

a. ¿Y si el diferencial de producción fuese un concepto engañoso? Teoría de arrastre del ciclo de negocio

Además de un error de medición, hay un defecto adicional respecto al uso del diferencial de producción como anclaje para la postura de la política fiscal: es posible que el concepto no esté bien definido. El diferencial de producción deriva de una visión de las fluctuaciones económicas que ve la producción como la combinación de una tendencia constante de crecimiento y un ciclo a su alrededor. Desde este punto de vista, la producción emplearía una cantidad de tiempo similar por encima y por debajo de la tendencia para que, de media, los diferenciales de producción fuesen iguales a cero a lo largo del tiempo.

Sin embargo, la realidad parece contradecir este punto de vista. Según las técnicas disponibles de estimación del desglose de tendencia-ciclo de actividades, parece que las economías han estado empleando más tiempo por debajo de la tendencia que por encima. En otras palabras, los diferenciales de producción medios han sido negativos (por ejemplo, los cálculos del FMI del diferencial de producción desde 1990 tanto en EE. UU. como en la Zona euro, ha tenido un promedio de -0,5% aproximadamente). Hay dos maneras de racionalizar este resultado empírico:

1. La política económica ha tenido un sesgo restrictivo constante, ya que en las últimas décadas su objetivo era reducir la tendencia inflacionista, en un enfoque de “desinflación oportunista”. Posiblemente este haya sido el enfoque adecuado tras la inflación de los años 70, pero sería necesario un enfoque simétrico ahora que la inflación y las expectativas de inflación están por debajo del objetivo; especialmente, la política económica debería centrarse en crear un diferencial de producción positivo de media durante los próximos ciclos de negocios.
2. La “teoría de arrastre” del ciclo de negocio, según la cual las economías nunca generan diferenciales de producción positivos, sino que solo vuelven a la producción potencial tras shocks negativos. La teoría fue desarrollada por Friedman (1964) y plantea que los shocks negativos llevan a un mayor desempleo, mientras que los shocks positivos conducen a un mayor crecimiento salarial. El resultado surge de rigideces nominales asimétricas, ya que los salarios nominales son



rígidos en la parte baja pero flexibles en la alta. La teoría tiene la implicación empírica, ampliamente confirmada por los datos (véase FMI 2019, recuadro 1.4), de que un aumento del desempleo durante una contracción pronostica la amplitud del posterior descenso del desempleo durante la expansión, pero el descenso del desempleo durante una expansión no tiene capacidad de previsión para el aumento posterior en la siguiente recesión. Según esta teoría, especialmente cuando la economía está en el caso 4, los legisladores deberían evitar los endurecimientos preventivos y comprobar siempre los límites de crecimiento, con el fin de garantizar el cierre del diferencial de producción.

Independientemente de cuál de las dos explicaciones es la correcta, la conclusión es que depender de estimaciones del diferencial de producción como factor impulsor de la política fiscal en el contexto actual podría llevar a políticas económicas excesivamente restrictivas. Esto es un error de bajo coste cuando la economía está en los casos 2 y 3 (tipos de interés positivos e inflación dentro del objetivo), pero es un error de alto coste cuando la economía está en el caso 4. Por ello, la política fiscal debería rediseñarse para eliminar su dependencia de los diferenciales de producción.

b. Principios de la política fiscal en la Zona euro con límite inferior igual a cero

El marco de política fiscal de la Zona euro debe cambiar para eliminar su asimetría, su complejidad y su prociclicidad, para ser eficaz con límite inferior igual a cero y para ayudar a la política monetaria a restaurar el crecimiento y la inflación. Con el fin de evitar la inercia y los sesgos de comportamiento que hacen ineficientes las estructuras políticas, seguimos las mejores prácticas de la ciencia del comportamiento. Esto implica suponer que el actual marco de política fiscal de la Zona euro no existe y plantear la siguiente pregunta: si la política fiscal de la Zona euro tuviera que diseñarse desde cero para el actual contexto de caso 4, ¿cómo sería? Llegamos a cuatro principios:

1. Lo pasado, pasado está en relación con la deuda/PIB. Los grandes aumentos de la deuda/PIB suelen producirse tras una gran crisis. La combinación de políticas tras la crisis debe centrarse en la necesidad de restaurar el crecimiento de la demanda y la inflación y cerrar el diferencial de producción lo antes posible, y no en volver a llevar la ratio de deuda/PIB a algún nivel arbitrario (supeditado, por supuesto, a una previsión de deuda no explosiva tras la recesión). Como es evidente, mientras lo llevan a cabo, los países pueden siempre adoptar políticas que mejoren la sostenibilidad a largo plazo de sus finanzas públicas y no se centren en la ratio de deuda/PIB actual, especialmente reformas de las pensiones.
2. Una regla de oro: la inversión pública neta debe financiarse con la deuda. La regla de oro permite aumentar el crecimiento potencial y evita los perjudiciales recortes en la inversión pública que los gobiernos aplican durante las recesiones, algo que no se resuelve con una regla de gasto nominal. La inversión pública debería definirse cuidadosamente e incluir programas que aumenten el crecimiento potencial, como por ejemplo, programas de infraestructura, inversión en educación preescolar o cualquier otro aspecto que cada país pueda necesitar para abordar sus problemas de crecimiento. Con límite inferior igual a cero, un



programa de inversión pública bien diseñado se amortiza con un mayor crecimiento futuro. Dado el amplio margen para un uso indebido de la regla de oro, los consejos fiscales independientes deberían determinar qué se incluye en el presupuesto de inversión. Un contexto obvio en el que podría aplicarse la regla de oro inmediatamente es la inversión pública para luchar contra el cambio climático: una regla de oro verde.

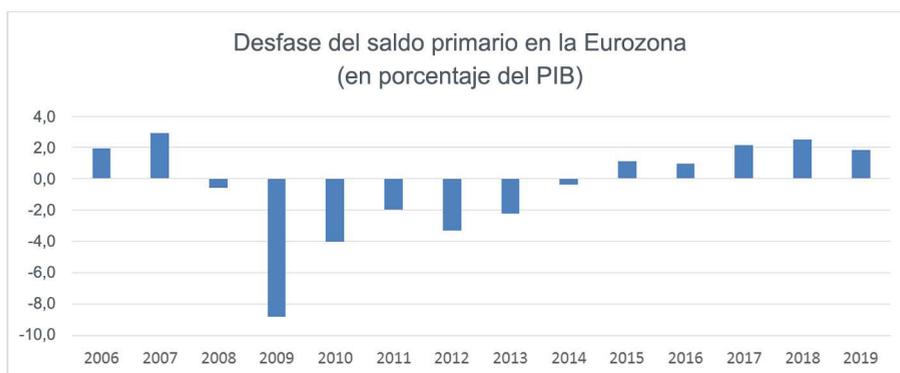
3. Una regla PAYGO para el actual presupuesto (sin inversión): los aumentos en el gasto actual o los recortes fiscales deben “sufragarse” (compensación con gastos más bajos o impuestos más altos) a futuro sobre una base de 5 años (o más, dependiendo del tamaño de la recesión). Los consejos fiscales independientes deben puntuar las nuevas propuestas fiscales antes de su adopción. Una regla PAYGO introduce disciplina permitiendo que la regla de oro funcione, al tiempo que se mantiene la confianza de los mercados y un periodo a 5 años permite un ajuste gradual para acomodar las fluctuaciones cíclicas. Además, el proceso de encontrar medidas compensatorias suele llevar a mejoras en la eficacia.
4. Una revisión anual obligatoria del gasto llevada a cabo por consejos fiscales nacionales independientes para garantizar la calidad de las finanzas públicas y reducir el despilfarro. Si la política fiscal se va a utilizar de manera más activa, debe supervisarse más de cerca. La premisa “gastar mejor para poder gastar más” debe estar en el centro de cualquier marco fiscal. Por ello, la creación de consejos fiscales independientes debe ser una condición previa para la aplicación de estos principios.

Estos principios pueden completarse con una regla fiscal simple: mientras la economía esté en el caso 4 (tipos de interés con límite inferior igual a cero e inflación por debajo del objetivo), los países deben diseñar su presupuesto cada año de manera que, considerando el nivel previsto de crecimiento del PIB y los tipos de interés, el saldo primario no conduzca, *ex-ante*, a la reducción de la ratio de deuda. En otras palabras, mientras los tipos de interés tengan límite inferior igual a cero y la inflación del país esté por debajo del objetivo, el desfase del saldo primario (diferencia entre el saldo primario planificado y el saldo primario de estabilización de la deuda) debe ser cero como máximo.

Esta regla simple tiene cuatro características deseadas: mantiene una política fiscal expansionista al tiempo que la inflación está por debajo del objetivo, ayudando a la política monetaria; permite a los países reducir su deuda cuando el valor $(r-g)$ real resulta ser mejor de lo esperado; proporciona incentivos para mejorar la eficacia de la política fiscal y adoptar una combinación de políticas que mantengan los tipos de interés bajos; y no depende de ninguna variable no observable como el diferencial de producción. Naturalmente, esta regla se aplica a periodos de crecimiento positivo. Si la economía entra en recesión mientras se encuentra en el caso 4, la política fiscal debe ser expansionista y anticíclica.

Según esta regla, hay mucho margen de espacio fiscal actualmente en la Zona euro. La figura 4 muestra la evolución del desfase en el saldo primario. Muestra que, *ex post*, la política fiscal ha contribuido activamente a reducir la ratio de deuda/PIB en los últimos años. En base a la regla descrita anteriormente, esta estrategia de reducción de la deu-

da debe terminar, proporcionando a la Zona euro al menos 2 puntos porcentuales del PIB de espacio fiscal. Téngase en cuenta que estos cálculos son conservadores, ya que el desfase del saldo primario se calcula utilizando el coste actual de la deuda que, en este contexto de tipos de interés muy bajos, probablemente seguirá cayendo en los próximos años.



7.4. CONCLUSIÓN

Cuando los tipos de interés están a cero y la inflación es demasiado baja, la política fiscal debe apoyar los esfuerzos de la política monetaria para aumentar la inflación hacia el objetivo. Este artículo ha propuesto cuatro principios para guiar la política fiscal con límite igual a cero, que podrían servir como elementos constitutivos de una reforma del Pacto de Crecimiento y Estabilidad. Estos cuatro principios son: lo pasado, pasado está en relación con la deuda/PIB; una regla de oro para el presupuesto de inversión; una regla PAYGO para el presupuesto que no es de inversión; y revisiones anuales obligatorias del gasto realizadas por consejos fiscales independientes. Estos cuatro principios pueden completarse con una regla del saldo primario: mientras que los tipos de interés estén a cero y la inflación por debajo del objetivo, los presupuestos deben diseñarse de manera que el desfase en el saldo primario sea cero como máximo, para que no se prevea, *ex-ante*, una disminución de las ratios de deuda.

Cierto es que los tipos de interés pueden aumentar repentinamente. Pero, tal como se indica en Blanchard y Ubide (2019), los escenarios plausibles que podrían llevar a un aumento en el tipo de interés en los próximos años (una disminución de la prima de riesgo de las acciones, un aumento de la productividad o un aumento de la inflación) son todos fiscalmente favorables. Y si esto produjese un cambio en la economía del caso 4 al 2 o al 3, entonces la combinación de políticas debería volver a cambiar y la política fiscal podría centrarse de nuevo en reducir los déficits y la deuda. Esto no es un llamamiento a la responsabilidad fiscal. Es un llamamiento a que la política fiscal lidere cuando sea necesario y contribuya a proporcionar una combinación óptima de políticas.

**REFERENCIAS**

- Adrian Tobias, Richard K. Crump y Emanuel Moench, “Pricing the Term Structure with Linear Regressions,” *Journal of Financial Economics* 110, n.º 1 (octubre de 2013): 110-138
- Blanchard y Ubide (2019), “Why Critics of a More Relaxed Attitude on Public Debt Are Wrong”, *PIIE Real Time Economic Issues*, 15 de julio de 2019
- Berdin, Elia y Helmut Gründl (2015), “The effects of a low interest rate environment on life insurers,” *SAFE Working Paper Series 65*, Research Center SAFE - Sustainable Architecture for Finance in Europe, Goethe University Frankfurt.
- Brooks, Robin (2019), “Inflation consistent output gaps”, *Institute for International Finance*, manuscrito.
- Caballero, Ricardo, Emmanuel Farhi, Pierre-Olivier Gourinchas (2017), “The safe asset shortage, the rise of mark-ups, and the decline in the labour share”, *VoxEU*, diciembre de 2017
- Cohen-Setton, Jeremie, Egor Gornostay y Colombe Ladreit de Lacharrière (2019), “Aggregate Effects of Budget Stimulus: Evidence from the Large Fiscal Expansions Database”. *PIIE*, documentos de trabajo 19-12.
- Cohen, Benjamin, Peter Hordhal y Dora Xia (2018), “Term premia: models and some stylized facts”, *BIS Quarterly Review*, septiembre de 2018.
- Cole, Harold y Tim Kehoe (1996) “A self-fulfilling model of Mexico’s 1994–1995 debt crisis”, *Journal of International Economics*, 41-3-4, pp. 309-330
- D’Erasmus, P., Mendoza, E. y Zhang, J., “What is a Sustainable Public Debt?”, *Handbook of Macroeconomics*, Vol. 2B, 2016, pp. 2557-2588.
- Del Negro, Marco, Domenico Giannone, Marc P. Giannoni y Andrea Tambalotti (2017). “Safety, liquidity, and the natural rate of interest”, *Brookings Papers on Economic Activity*, primavera de 2017, pp. 235-294
- Domar, Evsey D. (1993). “On Deficits and Debt”, *American Journal of Economics and Sociology* 52 (4): 475-478
- Gagnon, Etienne & Benjamin K. Johannsen & J. David López-Salido, 2016. “Understanding the New Normal: The Role of Demographics,” *Finance and Economics Discussion Series 2016-080*, Board of Governors of the Federal Reserve System (US).
- Giavazzi, Francesco & Marco Pagano, 1989. “Confidence Crises and Public Debt Management,” *NBER*, documento de trabajo 2926, National Bureau of Economic Research, Inc.
- Holston, Kathryn, Thomas Laubach y John Williams. 2017. “Measuring the Natural Rate of Interest: International Trends and Determinants,” *Journal of International Economics* 108, suplemento 1 (mayo): S39–S75.
- FMI (2013), “Staff guidance note for public debt sustainability analysis in market-access countries”.
- Kahneman, Daniel (2011), *Thinking Fast and Slow*, Farrar, Strauss and Giroux



- Kiley, Michael T. (2019). “The Global Equilibrium Real Interest Rate: Concepts, Estimates, and Challenges,” Finance and Economics Discussion Series 2019-076. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System
- Krueger, Alan, (2018), “Reflections on Dwindling Worker Bargaining Power and Monetary Policy”, Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole Economic Symposium.
- Kydland, Finn E. y Prescott, Edward C. (1977), Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans, *The Journal of Political Economy*, Vol. 85, n.º 3 (junio de 1977), pp. 473-492
- Lane, Philip (2019), “The Phillips Curve at the ECB”, Discurso en 50th Anniversary Conference of the Money, Macro & Finance Research Group, London School of Economics, 4 de septiembre de 2019
- Lowe, Philip, (2019), Remarks at Jackson Hole Symposium, Reserve Bank of Australia.
- Ostry, Jonathan, Atish R. Ghosh, Jun I. Kim, Mahvash S. Qureshi (2010), “Fiscal Space”, IMF Staff Position Note 10/11
- Rogoff, Kenneth. 1985. “The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target.” *Quarterly Journal of Economics* 100: 1169-1189
- Ubide, Ángel (2016), “The case for a more active fiscal policy”, VoxEU, octubre de 2016
- Ubide, Ángel (2017), *The Paradox of Risk*, Peterson Institute for International Economics.
- Ubide, Ángel (2019), “Fiscal Policy at the Zero Lower Bound”, *Intereconomics*, 54.5, septiembre-octubre de 2019

PARTE IV
CUESTIONES BANCARIAS



8. EL FUTURO DEL DINERO

MANUEL CONTHE¹

8.1. EXTRACTO

Los gobiernos de los países industrializados harán todo cuanto esté en su mano para preservar sus prerrogativas soberanas tradicionales en el ámbito monetario e impedir la emergencia de dinero exterior o dinero fiat (como Libra) que no pueda canjearse en una divisa soberana tradicional (como el dólar estadounidense o el euro). Incluso aunque inicialmente esté anclada a una cesta de divisas base, tan pronto como usuarios de todo el mundo se familiaricen con el nombre de marca y la comodidad de uso de Libra, su demanda global aumentará y se estabilizará gradualmente, por más que la moneda privada se haya desvinculado de su anclaje inicial.

Las criptomonedas, como Bitcoin y otras, seguirán siendo esencialmente activos especulativos para un segmento reducido de inversores. No tendrán la base amplia de usuarios que hace falta para crear las externalidades de red necesarias para desplazar los estándares de valor soberanos bien consolidados y, por ser volátiles en comparación con esos estándares, carecerán de una demanda estable como medios de pago.

Al mismo tiempo, algunos países podrían eliminar el efectivo y crear una Moneda Digital del Banco Central (CBDC, por sus siglas en inglés). Sin embargo, los *tokens* de CBDC que estén directamente en manos del público en general se sustituirán por efectivo y no es probable que reduzcan la función de los depósitos bancarios y el dinero electrónico (e-money) privado, ya que eso podría desatar el caos en los sistemas financieros y de crédito actuales, basados en la banca. Por otra parte, los bancos centrales preferirán

¹ Manuel Conthe ha sido Director General del Tesoro y Política Financiera de España, secretario de Estado de Economía, presidente de la Comisión Nacional del Mercado de Valores española y vicepresidente para el Sector Financiero en el Banco Mundial. Actualmente es columnista habitual del principal periódico económico español (Expansión) y consejero externo de un banco regional español (Unicaja), además de trabajar como árbitro internacional.



conservar su carácter “mayorista” y evitarán asumir responsabilidades de prevención del blanqueo de capitales (PBC) y de “conozca a su cliente” (KYC, por sus siglas en inglés).

La inclusión financiera de las personas desfavorecidas y unos pagos transfronterizos menos costosos son buenos argumentos de respaldo al dinero electrónico de alcance nacional (como M-Pesa en Kenia) o a nuevos sistemas de bajo coste para las transferencias transfronterizas, pero no para la creación de una nueva moneda digital privada global con miles de millones de usuarios en todo el mundo, con la ambición hayekiana de convertirse en una “moneda paralela” incluso en grandes países industrializados y con potencial significativo para desestabilizar los sistemas financiero y monetario actuales.

Palabras clave: Stablecoins, Criptomonedas, Dinero de bancos centrales, Desnacionalización del dinero, Externalidades de red, Monedas digitales de bancos centrales (CBDC)

8.2. INTRODUCCIÓN

Cualquier debate sobre el futuro del dinero, incluidos los que giran en torno a la posibilidad de que las monedas digitales basadas en tecnología, privadas o públicas, desplacen a los depósitos bancarios o el efectivo, debe empezar por la noción clave de que el “dinero” es un concepto que reúne dos características independientes: el estándar de valor y los medios de pago.² Estas dos características suelen combinarse en algunos objetos (algo muy similar a las alas y las plumas de la mayoría de las aves), por lo que resulta práctico describir esos objetos como “dinero”. Así, el “dinero” es una de esas categorías que, como explican los lingüistas, “tienden a definirse en términos de prototipos o casos prototípicos que contienen los atributos más representativos de elementos de la categoría y los menos representativos de elementos de fuera de la categoría”.³

Sin embargo, para hablar del futuro del “dinero”, es necesario desligar sus dos características (es decir, estándar de valor y medio de pago general), ya que son diferentes, responden a distintas necesidades y pueden disociarse, incluso aunque ejerzan recíprocamente una “fuerza gravitatoria” que explica por qué aparecen combinadas con tanta frecuencia.

Además de atraerse mutuamente, los estándares de valor y los medios de pago comparten una característica común: están sujetos a “externalidades de red”, es decir, cuantas más personas los usan, más útiles se vuelven.

Por último, cualquier reflexión sobre el futuro del dinero deberá abordar ineludiblemente la función y las ventajas comparativas de los gobiernos y las empresas privadas al realizar las dos funciones independientes del dinero.

² No menciono la tercera función tradicional atribuida al dinero, “reserva de valor”, porque no es específica del dinero, sino compartida por muchos otros activos financieros e incluso reales (como los valores, el oro, los inmuebles, etc.).

³ Eleanor Rosch, “Principles of Categorization”, capítulo 8 de “Concepts. Core Readings”, editado por Eric Margolis y Stephen Laurence, MIT Press, 1999, p. 191.



Por eso, empiezo este artículo con un comentario preliminar sobre esos cuatro temas: la distinción entre el estándar de valor y el medio de pago, la atracción espontánea entre sus dos funciones, sus externalidades de red y el papel de gobiernos y empresas privadas en la creación de objetos que desempeñen esas funciones. Después analizo la estructura de los sistemas monetarios actuales y algunos cambios e innovaciones recientes, como el papel reducido del efectivo o incluso su desaparición, la emergencia de monedas digitales privadas (como Libra de Facebook) y la emisión de monedas digitales de bancos centrales (CBDC por las siglas en inglés de *central bank digital currencies*). Y concluyo con algunas suposiciones informadas sobre el modo en que los sistemas monetarios podrían evolucionar en el futuro próximo.

8.3. ESTÁNDAR DE VALOR FRENTE A MEDIO DE PAGO

San Patricio, patrón de Irlanda, describe en su *Confesión* algunos pagos (probablemente sobornos) que tuvo que hacer para obtener su salvoconducto cuando, aún siendo misionero cristiano a finales del siglo V, visitó el oeste de Irlanda:⁴

“Sabe por experiencia cuánto he pagado a los que eran jueces en todas las regiones que he visitado con frecuencia, porque creo que les he dado el precio de al menos quince personas” (es decir, kumal o jóvenes esclavas).

Paul Einzig se apresura a explicar la sorprendente referencia a las esclavas hecha por el santo:

“Puede querer decir que en realidad entregó quince esclavos o esclavas jóvenes, o simplemente que hizo algún tipo de pago por un importe equivalente a su precio. Dado que se oponía firmemente a la esclavitud, la explicación según la cual utilizaba esclavos para aludir a un estándar de valor, y no como un medio de pago, parece mucho más probable (...). El Sínodo de Hibernia, que él presidió en el siglo V, decretó que aquel que derrame la sangre de un obispo o un alto príncipe o un escriba “será crucificado o pagará siete ancillee”. El texto añade que, si se paga en especie, un tercio de la multa debe pagarse en plata. Esto indica claramente que la unidad de esclava joven solo servía, en aquella ocasión y en cualquier caso, como estándar de valor. (...) Se cree que la kumal se convirtió en una unidad de cuenta abstracta en el siglo II a. C. (...) Siete kumals parecen ser la unidad popular y también hay referencias a pagos de la mitad de siete kumals, lo que demuestra de forma concluyente

⁴ La cita está tomada de Paul Einzig, “Primitive Money”, Segunda edición, Pergamon Press, 1966, p. 239.



que, en ese periodo, kumal era un estándar de valor, no un medio de intercambio”.

Si saco a colación este episodio, no es para señalar las bárbaras costumbres de la antigua Irlanda, sino para ilustrar la diferencia entre dos instituciones o funciones monetarias que facilitan transacciones:

1. La expresión de los precios de todos los bienes, servicios, activos financieros y deudas en una “unidad de cuenta” o “estándar de valor”.⁵
2. La aceptación por acreedores de un medio comúnmente aceptado de liquidar pagos.

8.4. LA ESTABILIDAD DEL ESTÁNDAR DE VALOR

El uso de una unidad de cuenta o estándar de valor común facilita las comparaciones de precios; el estándar de valor realiza la misma función que otras unidades o estándares de medida (por ejemplo, unidades métricas de longitud o medidas de peso).

Expresar los precios de N bienes en la misma unidad permite reducir $N(N-1)/2$ relaciones de precios bilaterales a $N-1$ precios (suponiendo que uno de ellos representa el estándar), como describe elocuentemente el economista estadounidense Charles Kindleberger al explicar el papel tradicional del oro en el sistema monetario internacional.⁶

“Pongamos por caso diez materias primas: trigo, estaño, tela... zapatos. Sin dinero, cualquier materia prima puede cotizarse en función de las otras nueve. Para tener un sistema de precios, sin embargo, resulta conveniente y económico elegir uno como numéraire y cotizar en él el precio de cada uno de los demás. Y, como resulta conveniente y económico, se ha hecho. El numéraire no se elige exactamente, o más bien se elige mediante un proceso de evolución, no por decisión deliberada. Si se eligiera el trigo como numéraire, una libra de estaño podría valer tres cuartos de fanega de trigo, una yarda de algodón, una octava parte de una fanega, etc. Para diez materias primas hay nueve precios. Si N es 10, $N-1$ es 9 y la enésima materia prima pasa a ser el numéraire”.

En un solo momento del tiempo, esta función útil puede desempeñarla cualquier unidad, incluso una unidad abstracta, en la medida en que todos los precios se expresen en ella. Pero ¿qué ocurre si el estándar de valor particular utilizado es inestable y volátil,

⁵ A lo largo de este artículo, utilizo estos dos términos como equivalentes aunque muchos autores distinguan entre la unidad de cuenta y el estándar de valor (o estándar de “pagos diferidos”).

⁶ Charles P. Kindleberger, “The Price of Gold and the $N-1$ Problem”, en “International Money. A Collection of Essays”, George Allen & Unwin, 1981, p. 76.



de forma que los precios de materias primas o servicios individuales no pueda preverse de antemano, incluso a corto plazo, con un mínimo de certeza?

La respuesta a esa pregunta evidencia que, si bien cualquier unidad de cuenta puede ayudar a simplificar la expresión de precios relativos, solo un estándar que tenga un grado suficiente de estabilidad en relación con la mayoría de las materias primas resultará útil como estándar para pagos diferidos.

Esta conclusión explica por sí misma por qué las monedas que experimentan una fuerte inflación a menudo acaban por sustituirse por monedas extranjeras estables, como ocurre en las economías “dolarizadas”, e ilustra el fenómeno de las “divisas paralelas”, o explica por qué una serie de nuevas monedas digitales privadas, inicialmente denominadas “criptomonedas”, ahora están tratando de convertirse en *stablecoins* y tener un valor relativamente estable frente a monedas existentes: de otro modo, no tendrán ninguna oportunidad de resultar atractivas como reserva de valor y medio de pago.

8.5. LA CONVENIENCIA DE LOS MEDIOS DE PAGO

Si la estabilidad es la característica clave de un estándar de valor atractivo, la conveniencia (es decir, la comodidad de uso para el usuario y los bajos costes de transacción) es el atributo fundamental que opera a la hora de seleccionar un medio de pago.

Por eso, una vez que un objeto (por ejemplo, el oro o un billete de dólar estadounidense) se ha convertido en un medio de pago generalmente aceptado, las presiones competitivas y el ingenio de emprendedores privados desencadenarán un proceso de búsqueda de sustitutos que, aduciendo mantener una relación fija 1 a 1 con el medio de pago subyacente, estén diseñados para resultar más útiles y atractivos.

Hace muchos años, el gran economista estadounidense y premio Nobel Milton Friedman describió este proceso en relación con las materias primas monetarias (como el oro):⁷

“Un compromiso privado de pagar la materia prima monetaria es tan válido como la propia materia prima (siempre que exista la confianza en su cumplimiento) y mucho más barato de producir, ya que los usuarios pueden cumplir posibles reclamaciones de reembolso manteniendo a mano una cantidad de la materia prima monetaria equivalente a solo una fracción de sus compromisos pendientes. Un estándar de materia prima puro, por lo tanto, tiende a desmoronarse”.

⁷ Milton Friedman, “A Program for Monetary Stability”, Fordham University Press, New York, 1960, p. 6.



Pero este proceso de sustitución, que podría entenderse como un “subir a caballo monetario” y que Hayek describió más peyorativamente como “parasitario”, no es aplicable únicamente a las materias primas monetarias, sino también a medios de pago fiduciarios. La historia monetaria, desde la antigüedad hasta nuestros días, está repleta de ejemplos de la emergencia de nuevas propuestas financieras que, además de poder convertirse o reembolsarse en el medio de pago establecido, ofrecían características más convenientes. Un proceso similar puede apreciarse en la transferencia de valor monetario entre lugares muy distantes.

Por ejemplo:

- Cartas de crédito, pagarés y letras de cambio extendidos en moneda fuerte eran medios de pago populares entre mercaderes, viajeros o gobiernos que enviaban ejércitos a territorios lejanos, y se utilizaban ampliamente en las ferias medievales. Cuando eran endosables, circulaban entre los comerciantes como medio de pago real.⁸
- *Hawala* y otros sistemas de transferencia de fondos similares, como el *fei-ch'ien* (“dinero volador”) de China, aparecieron hace unos años en varios países y regiones del mundo (India, Pakistán, Filipinas, Oriente Próximo, etc.) como un modo de transferir dinero a lugares lejanos, y los pagos se hacían mediante una red de *hawaladars* que operaban en moneda local. Tras los atentados terroristas del 11 de septiembre, ese sistema primitivo pero eficiente de transferencias transfronterizas suscitó el interés de las agencias de lucha contra el terrorismo, ya que se utilizaba para financiar actividades ilegales y terroristas.⁹
- Los bancos privados emitían billetes privados convertibles (hasta que la legislación, como la Ley bancaria inglesa de 1844, limitó ese privilegio a un solo banco respaldado por el gobierno, denominado “banco central”) y, por consiguiente, aceptaban depósitos. Tanto los billetes como los depósitos solían ser convertibles o canjeable por lingotes de oro o billetes, lo que dio lugar a pánicos bancarios y crisis financieras ocasionales en momentos de inquietud de los tenedores sobre el incumplimiento de la convertibilidad. Lo importante, sin embargo, era que, aunque fueran convertibles, se habían constituido en “dinero” o medios de pago eficaces, como bien argumentó la Escuela de Banca inglesa en su famosa polémica con la Bullion School.

⁸ Véase un estudio detallado en Benjamin Geva, “The Payment Order of Antiquity and the Middle Ages. A Legal History”, Hart Monographs en Transnational and International Law, Volumen 6, Hart Publishing, 2011

⁹ Mohammed El Qorchi, Samuel Munzele Maimbo y John F. Wilson, “Informal Funds Transfer Systems. An Analysis of the Informal Hawala System”, FMI-Banco Mundial, 2003, disponible en https://www.elibrary.imf.org/doc/IMF084/03590-9781589062269/03590-9781589062269/Other_formats/Source_PDF/03590-9781452791388.pdf



Si bien el proceso del “caballito monetario” o la creación de *inside money*¹⁰ aportaron unos medios de pago más prácticos, hubo desventajas, como explica el economista estadounidense James Tobin:¹¹

“Es importante proporcionar a los agentes económicos un sustituto práctico de la moneda, utilizable en pagos y carente de riesgo como reserva de valor en la unidad de cuenta. Es importante proteger el sistema de pagos de la sociedad de interrupciones y rupturas causadas por quiebras bancarias. El problema es que ninguna de estas dos cosas puede lograrse por la competencia no regulada de depósitos a demanda y préstamos comprobables. (...) El accidente de la historia que convirtió en el principal medio de pago (es decir, depósitos bancarios) el dinero reembolsable también lo hizo vulnerable a circunstancias que deterioran el valor y la liquidez de los activos que respaldan el dinero. Dar con el equilibrio entre eficiencia competitiva y protección de los depositantes resulta una tarea cada vez más ardua y costosa”.

La reciente emergencia de monedas digitales basadas en la tecnología y aplicaciones de pago que funcionan desde un teléfono inteligente, que se mencionará más adelante, puede verse como parte de ese antiguo proceso de innovación monetaria que busca facilitar a los usuarios un medio de pago más conveniente.

No obstante, nótese que la mera creación de un sistema de pagos cómodo para el usuario reduce los gastos de transacción, pero no ayuda a los usuarios a evitar el problema de la hiperinflación o la depreciación del estándar de valor en el que están denominados los saldos digitales.

Así se observó en Zimbabue, un país que actualmente sufre un brote de hiperinflación, pero esta vez en una “economía monetaria casi digitalizada”, debido a la proliferación de pagos móviles. Como lo describió recientemente la periodista del *Financial Times* Izabella Kaminska:¹²

EcoCash, el equivalente en Zimbabue del sistema M-Pesa de Kenia, más conocido, cuenta con nada menos que un 90% de clientes entre la población adulta. (...) Cuando su popularidad y su uso por las personas que no utilizaban servicios bancarios fueron aumentado, la red nacional de agentes de EcoCash fue haciéndose con los dólares que estaban en manos de la población y los convirtió en saldos digitales. Esto equivalía a una transferencia de efectivo extranjero de los ciudadanos al sistema bancario, por lo que el dinero acabó bajo el control del banco central”. A continuación, el gobierno introdujo una nueva moneda local, el dólar SLBTR, la declaró moneda de curso legal y redenominó todos los contratos públicos en la nueva moneda. Aunque el tipo de cambio original

¹⁰ La distinción entre dinero *inside* (o reembolsable) y dinero *outside* (o fiduciario) la hicieron por primera vez, en 1960, John G. Gurley y Edward S. Shaw en su “Money in a Theory of Finance”. Para consultar una explicación reciente, véase Ricardo Lagos, “Inside and Outside Money”, Banco de la Reserva Federal de Minneapolis, Research Department Staff Report 374, mayo de 2006, disponible en <https://www.minneapolisfed.org/research/sr/sr374.pdf>

¹¹ James Tobin, op.cit., p. 25.

¹² Izabella Kaminska, “Mobile money is not helping Zimbabwe’s hyperinflation”, *Financial Times*, 31 de octubre de 2019.



se estableció en 8 a 1 respecto al dólar estadounidense, el tipo del mercado libre ha llegado a situarse en 21 a 1, lo que llevó a mucha gente a ofrecer a los agentes de Eco-Cash primas y comisiones adicionales a cambio de dinero en efectivo (en dólares estadounidenses). Los fallos y cortes se volvieron más frecuentes y en septiembre de 2019 el gobierno adoptó medidas para impedir “las actividades ilegales de abuso de los sistemas de pago, cobro y devolución de efectivo” y la “compra y venta de efectivo mediante agentes móviles a precios elevados, por encima de los costes aprobados, y suspendió todas las actividades de pagos y cobros de efectivo de EcoCash. Sin embargo, la medida fue muy impopular y, en octubre de 2019, el gobierno restableció una opción de pagos reducida, con un tope de 100 USD por transacción”.

8.6. LEYES DE GRAVITACIÓN MONETARIA

Si las funciones de estándar de valor y medio de pago son tan diferentes conceptualmente, ¿por qué su grado de correlación es tal que el prototipo de “dinero” o “moneda” (por ejemplo, un billete de euros) combina ambas cosas?

En mi opinión, existen dos “fuerzas gravitatorias” recíprocas que hacen que esas dos funciones se reúnan:

- Las ventajas prácticas que aporta el hecho de que el valor del medio de pago se exprese en unidades del estándar de valor (por ejemplo, cuando liquidamos una deuda de 10 euros, siendo el euro el estándar de valor, utilizando un billete de 10 euros como medio de pago). Esta tendencia a que el medio de pago esté denominado en el estándar de valor podría describirse como “monetización del estándar de valor”; y al revés,
- la tendencia natural a que las unidades del medio de pago establecido, cuando este es estable, se conviertan en la unidad en la que se determinan los precios y las deudas; es decir, a que se convierta en el “estándar de valor” (por ejemplo, si las entregas de petróleo se facturan y abonar habitualmente por transferencia bancaria en dólares estadounidenses, con el tiempo, los precios del precio se expresarán naturalmente en esa moneda). Aunque este proceso podría considerarse un ejemplo de la “ilusión del dinero”, por los motivos que explicaré más abajo lo describo como la *cheshirization* de los medios de pago convertibles.

8.6.1. LA MONETIZACIÓN DEL ESTÁNDAR DE VALOR

Ya hemos visto las ventajas prácticas, en cuanto a costes más bajos de las transacciones, de utilizar como medio de pago un objeto cuyo valor mantenga una relación fija con las unidades de la deuda que ha de liquidarse. En el caso de los metales preciosos, ese es el motivo de que apareciera un sistema de acuñación fiable que garantizaba el contenido de metal exacto de una pieza e hiciera posible que los pagos voluminosos por peso se sustituyeran por pagos “de mentira”.



Los inconvenientes de ese sistema fiable y cómodo para el usuario pueden deducirse de la descripción que el historiador francés Pierre Villar hace del modo en que en 1529 el rey de Francia, Francisco I, y el emperador Carlos V de España llevaron a cabo el acuerdo para que el Emperador liberara a los hijos del Rey francés, que mantenía como rehenes para garantizar el cumplimiento por Francisco del Tratado de Madrid, a cambio del pago de un rescate en oro. El intercambio se produjo finalmente en las aguas del Bidasoa (el río que marcaba la frontera entre ambos países), pero solo después de que los agentes del Emperador comprobaran, uno por uno y en un periodo de más de 4 meses, el contenido en oro de los 1,2 millones de ecus entregados por el rey Francisco.¹³

Así, el hecho de que el estándar de valor se “monetice” mediante la aparición de medios de pago cuyo valor se expresa en unidades estándar aporta ventajas prácticas significativas. Esa fue la principal razón, según los economistas en general, para que históricamente los gobiernos intervinieran en asuntos monetarios:¹⁴

“Desde tiempos inmemoriales, el gobierno ha desempeñado un papel en el sistema monetario. Uno de los elementos de ese papel ha sido el intento de monopolizar la acuñación de dinero. El objetivo que se buscaba, en parte, era estandarizar el dinero. Estampar el sello soberano en una moneda de metal significaba certificar su peso y su pureza, lo que posibilitaba el uso de esas monedas en transacciones por número o por referencia, en lugar de peso, reduciendo así los costes de las transacciones”.

Esta ley de la “monetización del estándar de valor”, que pretendía reducir los gastos de la transacción prescindiendo de la necesidad de aplicar un precio que fluctuara o un tipo de intercambio entre el valor del objeto utilizado como medio de pago y el valor que iba a liquidarse, explica probablemente por qué se acuñaban metales preciosos con tanta frecuencia. Esto desembocó en un periodo muy largo de la historia financiera en el que las monedas se convirtieron en el prototipo del “dinero”, representando el estándar de valor (es decir, el metal precioso) y sirviendo al mismo tiempo como medio de pago.

Esto puede haber contribuido a afianzar la noción incorrecta del “dinero” como un concepto unitario que desempeña dos funciones, por oposición a la existencia de dos funciones monetarias independientes: estándar de valor y medio de pago, que ocasionalmente se combina en un solo objeto.

¹³ Pierre Vilar, “Or et monnai dans l’histoire”, Flammarion, París, 1974, p. 213.

¹⁴ Milton Friedman, “Money Mischief. Episodes in Monetary History”, Harcourt Brace Jovanovich Publishers, 1992, p. 42.



8.6.2. LA CHESHIRIZATION DE LOS MEDIOS DE PAGO

Pero la experiencia demuestra que la atracción gravitatoria que existe entre el estándar de valor y el medio de pago (*rectius*, la unidad en la que se expresa el valor del medio de pago) también opera en la dirección contraria: cuando un medio de pago se usa ampliamente, sus unidades suelen convertirse en algún momento en el estándar de valor *de facto*, siempre que tenga un valor estable en el que pueda confiar el público.

Probablemente, el dólar estadounidense actual es uno de los mejores ejemplos de ese proceso.

Los billetes de dólar y los saldos bancarios de la Reserva Federal siguieron siendo convertibles o canjeables por oro hasta bien entrado el siglo XX, a un precio fijo; el estándar de valor en última instancia era el oro y los billetes de dólar y los depósitos bancarios denominados en dólares eran solo un medio de pago expresado en unidades que mantenían una relación fija con el oro. Más concretamente, la Ley sobre el patrón oro de 1900 estableció el valor del dólar en 1,5046 gramos de oro puro.

La emancipación del dólar respecto del oro se produjo en dos grandes fases:

- Primero, cuando el presidente Roosevelt, el 5 de abril de 1933, pidió a todos los ciudadanos estadounidenses que entregaran todas las monedas de oro, lingotes de oro y certificados de oro que poseían a la Reserva Federal antes del 1 de mayo y, poco después, una resolución conjunta del Congreso revocó las cláusulas de oro de los contratos que exigían a los deudores pagar a los acreedores en dólares de oro del mismo peso y pureza que los recibidos en préstamo; y
- en segundo lugar, cuando el 15 de agosto de 1971 el presidente Nixon suspendió la convertibilidad en oro de las posiciones extranjeras de dólares estadounidenses oficiales.

La decisión de Nixon cercenó el vínculo que quedaba entre los saldos oficiales extranjeros de dólares estadounidenses y el antiguo estándar de valor, el oro. Esa situación tuvo consecuencias en el sistema monetario internacional y en el sistema de tipo de cambio fijo administrado por el Fondo Monetario Internacional en el acuerdo de Bretton Woods. También abrió la vía para un brote de la inflación en Estados Unidos, ya que el presidente Nixon presionó al presidente de la Reserva Federal, Arthur Burns, para que liderara una política monetaria expansiva que le ayudaría en su segundo mandato.¹⁵

Pero el aspecto clave que debe señalarse aquí es que la desvinculación del dólar estadounidense de su “ancla” de oro, es decir, su transformación en una moneda fiduciaria pura, tuvo muy poco efecto en su uso doméstico e internacional: la prevalencia del dólar como medio de pago internacional ya lo había afianzado como el estándar de valor *de facto*, de forma que el “estándar del dólar” fiduciario *de facto* fue sustituyendo al “estándar de cambio del oro” recogido oficialmente en el acuerdo de Bretton Woods.

¹⁵ Véase Burton A. Abrams, “How Richard Nixon Pressured Arthur Burns: Evidence from the Nixon Tapes”, *Journal of Economic Perspectives*, Volume 20, Number 4, Fall 2006, disponible en <https://pubs.aeaweb.org/doi/pdfplus/10.1257/jep.20.4.177>



Milton Friedman describió este movimiento desde un estándar de materia prima, basado indirectamente en el oro, a un dinero fiduciario puro o dinero fiat con su concisa metáfora inspirada en Lewis Carroll:

“La materia prima ‘gato de Cheshire’ ha desaparecido por completo y solo queda la enigmática sonrisa fiduciaria”.

Encuentro tan brillante la metáfora de Friedman que, en su honor, llamo *cheshirization* al proceso por el cual las unidades de un medio de pago convertible o canjeable (por ejemplo, cualquier crédito, como un depósito bancario o saldo de efectivo, que sea legal o contractualmente convertible a un tipo de cambio fijo en un estándar de valor distinto) se convierte en el nuevo estándar de valor fiduciario, una vez eliminado su vínculo de convertibilidad con el original.

Este proceso de *cheshirization* ha estado funcionando constantemente a lo largo de la historia financiera, no solo en los casos de transformación de una moneda antes convertible en otra fiduciaria, sino también en la emergencia gradual de dos monedas separadas a partir de una común anterior. Esto puede ilustrarse con el caso de Australia, que, en virtud de la Ley sobre acuñación de moneda de 1909, emitió monedas australianas basadas en el mismo estándar de peso y pureza establecido por la Ley de acuñación británica de 1870 y las declaró de curso legal en toda la Commonwealth, en condiciones de igualdad con las monedas británicas. En 1910, mediante una nueva ley se creó la “libra australiana”, pero se conservó la relación 1 a 1 con la libra británica hasta 1929, cuando Australia abandonó el estándar del oro dos años antes que el Reino Unido (no fue hasta la década de 1960 cuando la libra australiana adoptó un sistema de división decimal y, a continuación, fue sustituida por el “dólar australiano” actual).

En conclusión, una vez que un medio de pago se ha afianzado, su unidad de cuenta permanecerá como el estándar de valor (es decir, la unidad en la que se expresan los precios y las deudas), aunque rompa su vínculo anterior con la materia prima o el activo que originalmente la hizo aceptable.

8.7. EXTERNALIDADES DE RED

Charles Kindleberger, uno de los escritores más incisivos sobre asuntos monetarios y de finanzas internacionales, hizo en una ocasión una comparación entre el dólar y el idioma inglés y explicó que la predominancia internacional de ambos se basaba en un principio similar: la eficiencia mundial se logra cuando todos los países aprenden la misma segunda lengua (es decir, el inglés) como *lingua franca* y cuando todas las transacciones extranjeras se llevan a cabo “en la moneda vehículo de un segundo idioma común, el dólar (...). No es el nacionalismo el que extiende el uso del dólar y el uso del inglés; es la habitual búsqueda del mundo para encontrar atajos que sirvan para hacer las cosas”.¹⁶

¹⁶ Charles Kindleberger, “The Politics of International Money and World Language”, capítulo 2 de “International Money. A Collection of Essays”, George Allen & Unwin, 1981, p. 32.



En otro famoso artículo sobre los estándares como bienes públicos, Kindleberger explicó que tanto la unidad de cuenta como el medio de intercambio son algunos de los estándares que funcionan como bienes públicos y, cuando se utilizan de forma amplia, ayudan a reducir los costes de transacción. Los bienes públicos tienen “economías de escala”, de modo que “cuantos más productores usan un estándar determinado, más gana cada uno con el uso que hacen los demás, mediante comparabilidad e intercambiabilidad”.¹⁷

Otro gran economista, James Tobin, compartía la opinión de Kindleberger:¹⁸

“El uso de una unidad de cuenta monetaria común y la adopción de medios generalmente aceptables de intercambio en esa referencia conllevan importantes externalidades positivas. La libre competencia del mercado por sí misma no puede lograr ni proteger esas ventajas sociales (...). Un sistema de pagos, como cualquier otra red de comunicaciones, obtiene su eficiencia de la universalidad, la estandarización y la predecibilidad. No es eficiente tener monedas competidoras con distintos tipos de cambio entre ellas”.

Expresándolo en términos modernos, describiríamos las “economías de escala” de Kindleberger de un modo más preciso como “externalidades de red”, que se definen como la creciente utilidad que obtiene cualquier usuario de un producto al aumentar el número global de usuarios. Este concepto es aplicable, sin duda, a los estándares públicos, como los mencionados por Kindleberger (por ejemplo, hora oficial, medidas de peso, etc.), pero también a bienes privados que se conectan a una red de usuarios independientes, como los teléfonos, las tarjetas de crédito o los ordenadores. El término “externalidades de red” es más específicos que el de “economías de escala”, ya que el segundo parece apuntar a la escala de producción: cuanto mayor es la producción, menor es el coste medio, mientras que el primero se refiere a las ventajas de una red más amplia de consumidores o usuarios.

Las externalidades de red se aplican tanto al estándar de valor (cuanto más amplio es el uso del estándar, más conveniente se vuelve para establecer precios o definir deudas) como al medio de pago (cuanto mayor es el número de personas que acepta un medio de pago determinado, más conveniente se vuelve este).

La existencia de esas externalidades de red monetarias comporta varias consecuencias prácticas:

¹⁷ Charles Kindleberger, “Standards as Public, Collective and Private Goods”, *Kyklos*, Volumen 36, 1983, Fasc. 3, p. 377.

¹⁸ James Tobin, “Financial Innovation and Deregulation in Perspective”, ponencia principal en la Segunda Conferencia Internacional del Instituto de Estudios Monetarios y Económicos, Banco de Japón, Tokio, 29-31 de mayo de 1985, disponible en <http://www.imes.boj.or.jp/english/publication/mes/1985/me3-2-3.pdf>, p. 20 y 22.



- Hasta que no se alcanza un nivel mínimo o crítico de usuarios, los estándares de valor y medios de pago serán de escaso uso práctico; pero,
- una vez establecidos, su uso adquirirá una inercia significativa y se volverán difíciles de sustituir, especialmente si existen costes de cambio, aunque solo sea porque, para que el nuevo estándar o medio de pago llegue a ser útil, un número de usuarios suficiente tendrá que hacer un desplazamiento simultáneo para adoptarlo.

Como se comenta más abajo, Facebook podría ser una de las pocas entidades privadas que aprovecharían, en beneficio de Libra, las enormes externalidades de red derivadas de su ingente base de clientes. Este es el motivo de que, si con Bitcoin y otras monedas digitales los gobiernos no demostraron demasiado interés, en el caso del proyecto de Facebook su postura está siendo de franca hostilidad.

8.8. LA FUNCIÓN DE LOS GOBIERNOS

Aunque la discrepancia entre economistas y estudiosos sobre la emergencia espontánea de un “estándar de valor” como forma de expresar precios y deudas en una unidad común es escasa, existe una gran disensión entre dos escuelas de pensamiento, la “Teoría de los metales” y la “Teoría del crédito”, en cuanto al modo en que surgieron históricamente los medios de pago generalmente aceptados.

8.8.1. LA TEORÍA DE LOS METALES

La “Teoría de los metales” es la explicación académica estándar y se remonta a Aristóteles y Adam Smith. Como describió recientemente Robert Skidelsky:¹⁹

“Antes del dinero, se dice que existía el trueque: el intercambio directo de productos por productos. Sin embargo, el trueque requiere una “doble coincidencia” de deseos. Ambas partes deben desear lo que el otro tiene, y al mismo tiempo. De modo que el dinero se inventó para capacitar a una de las partes para pagar a la otra parte con algo que esta podrá utilizar para comprar algo más. Adam Smith emitió la conjetura de que el “algo” que se convertía en el “medio de intercambio” debe de haber sido “alguna materia prima... [que] pocas personas estarían dispuestas a rechazar a cambio de su propia producción”. Aunque se utilizaba ganado, sal, conchas y similares, los metales, especialmente el oro y la plata, se convirtieron en los preferidos por su divisibilidad, pero más todavía por su duración y

¹⁹ Robert Skidelsky, “Money and Government. A Challenge to Mainstream Economics”, Penguin Books, 2018, p. 23-24.



su escasez. Esas características les hicieron adecuados como medida de cosas perecederas.

Al principio bastaba con barras de hierro, cobre, oro y plata en bruto por la gran estabilidad relativa de su valor. Para no tener que pesar un trozo de metal en cada transacción, se volvió habitual estampar un sello oficial en algunas cantidades de metales, lo que certificaba su peso y calidad. “Este fue el origen del dinero acuñado y el de las oficinas públicas llamadas cecas”.

La teoría de los metales es esencialmente la misma que la “teoría de las materias primas” defendida en el siglo XIX por Stanley Jevons, y por Carl Menger y sus seguidores de la Escuela Australiana, que veían en la “comerciabilidad” de un producto (probablemente ganado al principio y más tarde metales preciosos) el principal motivo por el que pasaba a convertirse espontáneamente en el medio de intercambio generalmente aceptado.

No es por casualidad que Stanley Jevons, que había pasado cinco años como ensayador en la casa de la moneda de Sídney, empezara su libro sobre el dinero y el mecanismo de intercambio “Money and the Mechanism of Exchange” (1875) con una celebrada historia sobre los inconvenientes del trueque. Se refiere a la cantante de ópera francesa Mademoiselle Zélie, que dio un concierto en Society Islands durante una gira mundial y recibió como honorarios un tercio de los ingresos. “La cuota que le correspondió consistía en tres cerdos, veintitrés pavos, cuarenta y cuatro gallinas, cinco mil cocos y una gran cantidad de plátanos, limones y naranjas. Por desgracia, la cantante solo podía consumir una pequeña parte de ese total y, antes de marcharse, tuvo que usar la fruta para alimentar a los cerdos y los pollos”.²⁰

Según esta visión metalista, el dinero surgió como una institución espontánea, impulsada por el mercado, que evitaba los inconvenientes prácticos del trueque y en la que los gobiernos o las autoridades públicas no desempeñaron ningún papel esencial. En palabras de Menger:²¹

“Ya que no hay un modo mejor para que los hombres puedan conocer sus intereses económicos que la observación del éxito económico de quienes emplean los medios correctos para lograr sus fines, es evidente que nada favoreció tanto el surgimiento del dinero como el intercambio (practicado desde antiguo, económicamente rentable y aceptable) de materias primas eminentemente vendibles por todas las demás por parte de los ahorradores más capaces y dotados de mayor discernimiento. Así, la costumbre y la práctica contribuyeron significativamente a la conversión de las materias primas que eran más vendibles en un momento dado en materias primas que

²⁰ Glyn Davies, “A History of Money. From Ancient Times to the Present Day”, University of Wales Press, 1994, p. 13.

²¹ Carl Menger, “Principles of Economics”, traducido por James Dingwall y Bert F. Hoselitz, introducción de F.A. Hayek, New York University Press, 1976, p. 261.



llegaron a aceptarse, no solo por muchos, sino por todos los ahorradores a cambio de sus propias materias primas”.

Desde esa opinión de que el dinero nació del funcionamiento del mercado, sin intervención esencial de los gobiernos, solo hay un pequeño paso para argumentar, como hizo más tarde Friedrich Hayek, que el monopolio público sobre el dinero debía cuestionarse y la emisión de dinero debía “privatizarse”.

“Cuando la autenticidad de las monedas metálicas solamente podía comprobarse mediante un difícil proceso de ensayo para el que las personas comunes no tenían ni las capacidades ni el equipo, pudo argumentarse sólidamente la necesidad de garantizar la pureza de las monedas mediante el sello de alguna autoridad generalmente reconocida que, aparte de los grandes centros de comercio, solo podía ser el gobierno. Hoy, esas ventajas iniciales que podían haber servido como excusa para que los gobiernos se apropiaran del derecho exclusivo a la emisión de monedas metálicas, realmente no compensan las desventajas del sistema”. “Dado que la función del gobierno en la emisión de dinero ya no es la de simplemente certificar el peso y la pureza de una determinada moneda de metal, sino que conlleva la determinación deliberada de la cantidad de dinero que ha de emitirse, los gobiernos son totalmente inadecuados para la tarea y –se puede decir sin paliativos– han abusado, en todas partes e incesantemente, de su situación para defraudar a la gente”.²²

Como se explicará más adelante, el anuncio hecho en junio de 2019 por Facebook sobre su intención de lanzar un nuevo medio de pago digital internacional, Libra, cuyo estándar de valor no está relacionado de un modo fijo con ninguna moneda nacional establecida, puede considerarse una ilustración actual del enfoque de Hayek.

8.8.2. LA TEORÍA DE LA DEUDA-CRÉDITO

Pero la teoría más general sobre el origen histórico del dinero se ha visto cuestionada por una serie de antropólogos y economistas que aducen que nunca existió realmente una economía basada en el trueque y que las deudas y los créditos desempeñaron un papel esencial como medio de pago desde tiempos inmemoriales.

Entre los primeros en cuestionar el “mito del trueque” se contó el diplomático británico Alfred Mitchell-Innes, que escribió que en las pesquerías de Terranova en las que, según Adam Smith, el bacalao seco se utilizaba como dinero, pescadores y comerciante se vendían regularmente pescado seco y aparejos de pesca por su precio en libras, chelines y peniques, y que se hacían pagos recíprocos mediante créditos en la contabilidad de

²² *Id.*, p. 26.



los comerciantes y “los saldos debidos por los comerciantes [se pagaban] con letras de cambio en Inglaterra o Francia”.²³

Más recientemente, el economista británico Felix Martin ha utilizado el célebre ejemplo del “dinero de piedra” (o *fei*) en la isla Yap del Pacífico, en las Islas Carolinas, para ejemplificar el papel del crédito. El peculiar sistema monetario de la isla fue descrito por el joven aventurero estadounidense William Henry Furness II, después de una visita de dos meses a la isla en 1903.²⁴ Consistía en *fei*, “unas ruedas sólidas, grandes cuyo diámetro iba de uno a 12 pies y en cuyo centro había un agujero de tamaño variable según el diámetro de la piedra en el que podía insertarse una vara lo bastante larga y sólida para soportar el peso y facilitar el transporte”. Pero la clave de la cuestión era que *fei* no se movía: el transporte físico de *fei* de una casa a otra no era algo habitual. Se producían numerosas transacciones, pero generalmente las deudas simplemente se compensaban unas con otras y el posible saldo restante se mantenía pendiente, a la espera de un futuro intercambio. Aunque se entendía que los saldos abiertos debían liquidarse, no era habitual que se intercambiaran *fei* físicamente. “Al cerrar un trato cuyo precio es un *fei* demasiado grande para ser cómodamente transportado, su nuevo dueño suele contentarse con aceptar meramente el reconocimiento de la propiedad y, sin necesidad de poner una marca que indique el intercambio, la moneda permanece imperturbable en la casa del dueño anterior”.

Y esto es lo que concluye Martin de forma clave:²⁵

“El dinero de Yap no eran los *fei*, sino el sistema subyacente de cuentas de crédito y compensación cuyo seguimiento se realizaba a través de ellos. Los *fei* eran simplemente tokens con los que se mantenían esas cuentas. Como en Terranova, los habitantes de Yap acumularían créditos y deudas en el curso de sus actividades comerciales con pescado, cocos, cerdos y pepinos de mar, y se compensarían unas con otras para liquidar pagos (...). El dinero es el sistema de cuentas de crédito y su compensación que representa la moneda”.

De modo similar, un antropólogo contemporáneo, David Graeber, argumenta que documentos cuneiformes de Mesopotamia demuestran que el crédito ya era ampliamente utilizado hacia el 3500 a.C., de modo que los sistemas de crédito precedieron en 1000 años a la invención de la acuñación.²⁶

“Los burócratas del templo utilizaban el sistema para calcular deudas (rentas, comisiones, préstamos, etc.) en plata. La plata era, efectivamente, dinero. Y sin duda circulaba en forma de piezas no trabajadas, “barras en bruto” en los términos de Smith. Y en esto llevaba razón. Sin embargo, es casi la única parte en la que su relato es correcto. Para

²³ A Mitchell Innes, “What is money”, *Banking Law Journal*, mayo de 1913, p. 378.

²⁴ William Henry Furness, “The Island of Stone Money, Up of the Carolines”, J.B. Lippincott Company, 1910, disponible en <https://archive.org/details/islandofstonemon009573mbp>

²⁵ Felix Martin, “Money. The Unauthorized Biography”, Alfred A. Know, 2013.

²⁶ David Graeber, “Debt. The First 5,000 Years”, Melville House, 2014, p. 39.



empezar, la plata no circulaba demasiado. En su mayor parte se guardaba en los tesoros del templo y el palacio, donde en algunos casos permaneció, bien vigilada, mil años literalmente. Habría sido bastante fácil estandarizar los lingotes, ponerles un sello y crear algún sistema de autoridad que garantizara su pureza. La tecnología existía. Sin embargo, nadie vio la necesidad particular de hacerlo. Una de las razones era que, si bien las deudas se calculaban en plata, no tenían que “pagarse” en plata. De hecho, podían pagarse prácticamente en cualquier cosa que uno tuviera. Parece que los campesinos que debían dinero al templo o al palacio, o a algún oficial del templo o del palacio, liquidaban sus deudas en su mayor parte mediante trueque, motivo por el que era tan importante establecer la proporción de plata del intercambio. Sin embargo, era perfectamente aceptable aparecer con cabras, muebles o lapislázuli. Los templos y palacios eran enormes operaciones industriales; podían encontrarle un uso a prácticamente cualquier cosa”.

Añade un comentario muy pertinente para nuestro debate sobre el futuro del dinero:²⁷

“No empezamos por el trueque, luego descubrimos el dinero y acabamos por desarrollar sistemas de crédito. Ocurrió precisamente del modo contrario. Lo que ahora llamamos “dinero virtual” vino primero. Las monedas llegaron mucho después y su uso se extendió de forma muy irregular; nunca llegaron a sustituir a los sistemas de crédito”.

Estos autores explican que, además de acuerdos de crédito bilaterales o centralizados, la circulación de instrumentos de deuda pagaderos por deudores respetables con buena situación crediticia fue, durante siglos, un medio popular de liquidación entre mercaderes.

Pese a esa función reconocida de los emisores de instrumentos de deuda privada, no creo exagerar al decir que la teoría de la deuda del dinero está estrechamente alineada con una escuela de pensamiento, el “cartalismo”, que es contraria a la visión metalista y considera el dinero una “criatura estatal”. Eso es así porque los gobiernos siempre han desempeñado una función clave:

- la definición del estándar de valor que se utilizará como la unidad de cuenta para los precios y las deudas;
- la aplicación de los derechos legales de los acreedores derivados de deudas en moneda privada, expresados en unidades del estándar de valor;
- la emisión de instrumentos en circulación expresados en unidades del estándar de valor.

El exponente más conocido de la teoría del cartalismo fue el historiador alemán G.F. Knapp, autor de “State Theory of Money”, publicado originalmente en alemán en 1905²⁸. Afirmaba que solo los bienes muebles emitidos por la autoridad legal del Estado

²⁷ *Id.*, p. 40.

²⁸ Georg Friedrich Knapp, “Staatliche Theorie des Geldes”, Dunder& Humblot, Leipzig, 1905, disponible en <https://archive.org/details/staatlichetheor00knappgoog/page/n8>



podían adquirir el carácter de “dinero” y que el valor que se les atribuye lo establece la ley, en lugar de determinarse por referencia al valor de los materiales empleados en el proceso de producción.

Las opiniones de Knapp, si bien despertaron la crítica fulminante de Ludwig von Mises en “The Theory of Money and Credit”, fueron suscritas por muchos estudiosos del ámbito jurídico, incluido el jurista británico, alemán por nacimiento, Frederick Alexander Mann en “The Legal Aspects of Money” (1938). Para F.A. Mann, “State Theory of Money” de Knapp cuenta con el respaldo de la aceptación universal del principio del nominalismo (es decir, la doctrina según la cual las deudas de dinero pueden liquidarse pagando el número nominal de las unidades monetarias en las que se expresaban, con independencia de los cambios de su poder adquisitivo). Mann afirmó:²⁹

“La teoría del Estado del dinero es la consecuencia necesaria del poder soberano o el monopolio sobre la moneda, que declara haber asumido en un largo periodo y que se establece, casi invariablemente, por la ley constitucional de la actualidad”.

Esta opinión sobre los poderes monetarios como parte esencial de la soberanía política es compartida hoy por todos los expertos legales, como lo ilustra la rotunda afirmación inicial de la académica Rosa María Lastra en su manual sobre legislación monetaria:³⁰

“La capacidad de emitir moneda es una facultad soberana, uno de los atributos de la soberanía en su definición clásica”.

Aunque el debate jurídico sobre los dos enfoques contrarios sobre el dinero parece inclinarse a favor de Knapp, las perspectivas económicas divergentes sobre el origen del dinero sobrevivieron y llevaron, en tiempos más recientes, a nuevos debates sobre la posibilidad de “desnacionalizar el dinero” y crear “monedas privadas”.

8.8.3. LA DESNACIONALIZACIÓN DEL DINERO

En 1976, el economista austriaco Friedrich Hayek cuestionó el “credo universal pero tácitamente aceptado de que el gobierno de un país debe suministrarle su propia moneda exclusiva y distintiva” y abogó por la “desnacionalización del dinero”:³¹

“Durante más de 2.000 años, la prerrogativa o el derecho exclusivo del gobierno de aportar dinero solo equivalía, en la práctica, al monopolio de la acuñación de monedas de oro, plata o cobre. Fue durante este periodo cuando esa prerrogativa pasó a ser aceptada

²⁹ Citado por Charles Proctor en “Mann on the Legal Aspects of Money”, 7.ª edición, Oxford, 2012, p. 16.

³⁰ Rosa María Lastra, “International Financial and Monetary Law”, Oxford University Press, 2015, p. 3.

³¹ F.A. Hayek, “Denationalization of Money. The Argument Refined”, Hobart Special Paper 70, The Institute of Economic Affairs, disponible en <https://nakamotoinstitute.org/static/docs/denationalisation.pdf>



sin cuestionarse como un atributo esencial de soberanía, revestida de todo el misterio que los poderes sagrados del príncipe solían inspirar.

La tarea que se entendía que el gobierno debía asumir al principio no era, desde luego, tanto fabricar dinero como certificar el peso y la pureza de los materiales que servían universalmente como dinero, que, después de los primeros tiempos, solo eran los tres metales: oro, plata y cobre. Se suponía que la tarea sería, más bien, la de establecer y certificar pesos y medidas uniformes. No hay motivo para dudar de que la empresa privada, si se le hubiera permitido, habría sido capaz de proporcionar monedas tan buenas y al menos igual de fiables. Sin embargo, mientras que la tarea técnica de aportar monedas uniformes y reconocibles aún planteaba dificultades importantes, al menos aún era una tarea útil que realizaba el gobierno. Desafortunadamente, los gobiernos pronto descubrieron que no solo era útil, sino que también podía volverse muy rentable, al menos mientras la gente no tuviera otra alternativa que utilizar el dinero que ellos proporcionaban. El “señoreaje”, la comisión que cobraban para cubrir los costes de la acuñación, resultó ser una fuente de ingresos muy atractiva y pronto se incrementó hasta muy por encima del coste de acuñar la moneda. Y, de retener una parte excesiva del metal aportado a la ceca del gobierno para convertirlo en nuevas monedas, solo había un paso a la práctica, cada vez más común en la Edad Media, de reclamar las monedas en circulación para volver a acuñar las distintas denominaciones con un contenido más bajo de oro o plata. Pero, dado que la función del gobierno en la emisión de dinero ya no es la de simplemente certificar el peso y la pureza de una determinada moneda de metal, sino que conlleva la determinación deliberada de la cantidad de dinero que ha de emitirse, los gobiernos son totalmente inadecuados para la tarea y –se puede decir sin paliativos– han abusado, en todas partes e incesantemente, de su situación para defraudar a la gente”.

Hayek describió el modo en que organizaría la emisión de una nueva moneda privada que denominó “ducado”:

“Anunciaría la emisión de certificados o billetes que no incorporan intereses y la posibilidad de abrir cuentas corrientes en una unidad que lleva un nombre comercial registrado distintivo, como “ducado”. La única obligación legal que asumiría sería reembolsar esos billetes y depósitos a solicitud con 5 francos suizos, o 5 marcos alemanes, o 2 dólares estadounidenses por ducado, a opción del tenedor. Este valor de reembolso, sin embargo, sería solo como un suelo por debajo del cual el valor de la unidad no podría caer, por-



que al mismo tiempo anunciaría mi intención de regular la cantidad de ducados para mantener su poder adquisitivo (precisamente definido) lo más constante posible. También explicaría al público que era totalmente consciente de que podía esperar mantener esos ducados en circulación solo si mi expectativa de que su valor real se mantendría aproximadamente constante se cumplía. Y anunciaría mi intención de declarar periódicamente el bien con relación al cual pretendía mantener constante el valor del ducado, aunque me reservaría el derecho de alterar la composición del bien patrón, según me lo indicaran los dictámenes de la experiencia y de las preferencias del público”.

Hayek consideró la posibilidad de varias monedas privadas, cada una de ellas con su propio nombre de marca, que competirían entre sí. Esa competencia obligaría a las instituciones emisoras a mantener constante el valor de sus monedas (en términos de un grupo señalado de materias primas) a fin de preservar su atractivos para los ahorradores, sin necesidad de ninguna obligación de reembolsar la moneda en esas materias primas o en oro.

Expresó cierta preocupación sobre la probable emergencia de lo que describió como “monedas parásitas”, es decir, la creación por los bancos y los intermediarios financieros de depósitos y otros instrumentos financieros denominados en la moneda del emisor original (digamos, en “ducados, para utilizar su propio ejemplo), en la medida en que ello pudiera ampliar el suministro de la nueva moneda. Su solución al problema fue la siguiente:

“Lo que podría y tendría que hacer el emisor original de una moneda de ese tipo sería no repetir los errores cometidos por los gobiernos, cuya consecuencia fue que perdieron el control de esas emisiones secundarias o parásitas. Debe dejar claro que no estaría dispuesto a rescatar a emisores secundarios aportando el “efectivo” (es decir, los billetes originales) que necesitarán para cumplir sus obligaciones”.

Dado que escribía a mediados de la década de 1970, en un momento en el que el dólar estaba muy debilitado y la inflación subía, Hayek veía el atractivo de una nueva moneda privada en la estabilidad de su poder adquisitivo (en términos de una cesta representativa y ajustable de materias primas) y en la protección que brindaría contra la inflación, no tanto en su conveniencia como medio de pago, como el lote más reciente de monedas digitales.

8.8.4. EL ESPEJISMO DEL DINERO PRIVADO

Pero otro economista, como James Tobin, se opuso a la opinión de Hayek y reclamó la función esencial de los gobiernos en la definición del dinero, especialmente en un



mundo *fiat* en el que se ha abandonado cualquier posible estándar de oro o materias primas. Consideraba el “dinero privado” puro (es decir, dinero fiduciario, no convertible en un estándar de valor diferente) un espejismo: ³²

“La moneda es la materialización de la unidad de cuenta monetaria definida por el soberano. La moneda es la reserva de valor segura y perfectamente líquida en unidades de cuenta. Es la moneda de curso legal, para el pago de impuestos y para la liquidación de obligaciones privadas, ejecutable para el pago en unidades de cuenta en los tribunales. En consecuencia, es generalmente aceptable en los pagos.

Me resulta difícil imaginar un sistema en el que no haya una reserva de valor emitida por un gobierno en la unidad de cuenta. Algunos debates sobre el “dinero privado” en la literatura parecen sugerir que el gobierno puede definir el “dólar” como la unidad de cuenta sin imprimir y emitir dólares. Los agentes privados podrían emitir promesas de pago en dólares, que circularían. Pero ¿qué están prometiendo pagar? Desde luego, si los gobiernos sancionaran las emisiones de un determinado banco, empresa privada o persona acordando aceptarlos en el pago de impuestos y concediéndoles el estatus de moneda de curso legal, esas emisiones serían moneda. El soberano delegaría sus *fiat* a la entidad privada favorecida. La historia sugiere que una entidad así acabaría siendo nacionalizada y considerada políticamente responsable, como el Banco de Inglaterra. La idea de una unidad de cuenta fiduciaria no materializada, cuya materialización sería proporcionada libre y competitivamente por agentes privados, se me antoja un cuento de hadas. La emisión monetaria privada tiene más sentido en el dinero de materias primas. El gobierno puede definir un dólar en términos de oro o plata, o madera contrachapada o trigo, o una combinación de productos. La materia prima puede circular por sí misma, especialmente si la acuñación por el Estado o por otro gobierno o agencia creíble le da una forma fácilmente determinable en cuanto a peso y calidad. La experiencia sugiere que a las sociedades también les resultará cómodo manejar transacciones con promesas de pago en la materia prima de referencia. ¿Promesas de quién? ¿Solo las de agentes privados competidores? ¿Las de agentes privados no regulados? De nuevo, el gobierno no puede eludir la pregunta de qué pagarés aceptará a los ciudadanos en la liquidación de impuestos y otras obligaciones, ni evitar decidir cuáles de ellos se considerarán como liquidación de deudas privadas. Tampoco puede adoptar el gobierno una actitud

³² James Tobin, op.cit., p. 21-22.



de laissez-faire ante la capacidad de los emisores privados de esos pagarés de reembolsar sus promesas, especialmente si el gobierno les confiere el carácter de aceptabilidad y moneda de curso legal (...). Concluyo que deben existir representaciones materiales de reservas de valor de una unidad de cuenta monetaria, y, básicamente, que serán y deberían ser designadas y proporcionadas por el gobierno central”.

Como se explica más abajo, la tradicional rivalidad entre esos libertarios y partidarios de la liberalización del mercado que desconfían del papel de los gobiernos en asuntos monetarios y quienes ven la creación y regulación del dinero como una prerrogativa pública o soberana esencial se ha reanudado como consecuencia de la emergencia de las monedas digitales privadas.

8.9. TAXONOMÍA DE LOS MEDIOS DE PAGO ACTUALES

Como consecuencia de las tendencias e innovaciones históricas antes descritas, los sistemas monetarios comprenden diversos medios de pago.

Desde el punto de vista legal, un antiguo asesor jurídico español del Banco Central Europeo, Antonio Sáinz de Vicuña, acuñó el término “teoría institucional del dinero” para describir el hecho de que el dinero actual consiste principalmente en un crédito frente al banco central emisor (es decir, efectivo), pero también el saldo acreedor de depósitos a la vista mantenidos por el público en bancos comerciales.³³

En lo sucesivo, sin embargo, deberíamos adoptar una perspectiva más amplia y clasificar los medios de pago existentes y los potencialmente nuevos en función de varias características, organizándolos por tanto en una “flor del dinero”, como hicieron originalmente Morten Bech y Rodney Garrat³⁴, o en un “árbol del dinero”, como lo presentaron Tobias Adrian y Tommaso Mancini-Griffoli.³⁵

En el “árbol del dinero” de Adrian y Mancini-Griffoli se contemplan cuatro atributos diferentes de los medios de pago (véase el gráfico).

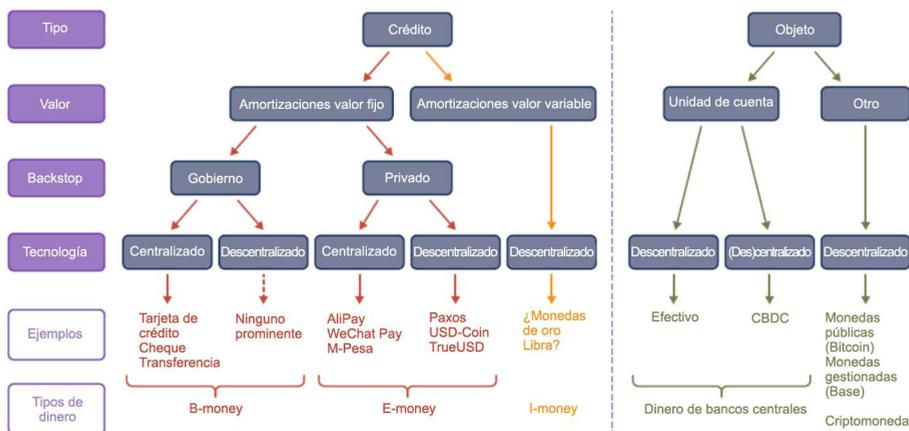
³³ Antonio Sáinz de Vicuña, “An Institutional Theory of Money”, en Mario Giovanoli et al. (eds.), “International Monetary and Financial Law: The Global Crisis, Oxford 2010, para. 25.18. También citado en Charles Proctor, op.cit., para.1.34.

³⁴ Morten Bech y Rodney Garrat, “Central Bank cryptocurrencies”, Informe Trimestral del BPI, septiembre de 2017.

³⁵ Tobias Adrian y Tommaso Mancini-Griffoli, “The Rise of Digital Money”, Fondo Monetario Internacional, julio de 2019.



EL FUTURO DEL DINERO



Fuente: Funcionarios FMI
 Nota: CBDC = moneda digital de bancos centrales

El primero es si son “créditos” de algo (por ejemplo, depósitos bancarios, reembolsables en efectivo) o simplemente “objetos” (como los billetes bancarios modernos o los depósitos de reservas en el banco central).

Argumentan que los pagos basados en créditos simplifican las transacciones, pero requieren una estructura compleja. “Con la llegada de los sistemas basados en créditos en el Renacimiento, los mercaderes podían viajar cómodamente con cartas de crédito de sus bancos y canjearlas por bienes en el extranjero, en lugar de llevar pesadas monedas de oro, con el consiguiente riesgo, en sus bolsillos. Hoy, casi todos los pagos se basan en créditos, que exigen que los pagadores sean reconocidos como los propietarios por derecho del crédito que ofrecen, que se identifiquen suficientes fondos para respaldar el crédito y que la transferencia sea registrada por todas las partes pertinentes”.³⁶

El segundo atributo es su “valor”. En el caso de los créditos, la pregunta procedente es si la amortización del crédito en el activo que respalda su valor es a tipo fijo o variable. “Por ejemplo, un crédito con un banco en forma de depósitos de, digamos, 10 EUR, puede canjearse por letras y notas por valor de 10 EUR. Esos créditos se asemejan a instrumentos de deuda (que pueden o no pagar intereses) que pueden reembolsarse a solicitud a su valor nominal”. En el caso de los objetos (por ejemplo, billetes de banco o lingotes de oro), la pregunta pertinente es la unidad de cuenta o estándar de valor en el que están denominados.

El tercer atributo se aplica solamente a créditos de valor fijo, y es si la garantía de reembolso es respaldada (*backstopped*) por el gobierno o si solo se basa en la solvencia crediticia del emisor.

El cuarto y último atributo es la “tecnología”, centralizada o descentralizada, que sostiene las transferencias de los medios de pago. Ocurre que está centralizada en el caso

³⁶ *Id.*, p. 2.



de los depósitos bancarios, tarjetas de crédito o algunos activos digitales no bancarios (como M-Pesa en Kenia o WeChat Pay en China) y totalmente descentralizada en el caso del efectivo o las criptomonedas basadas en *blockchain* (como Bitcoin).

Ahora, veamos algunas combinaciones específicas de esos atributos.

8.9.1. DINERO DE BANCOS CENTRALES

En todos los países existen dos medios de pago del tipo “objeto” que produce el banco central: billetes del banco central y saldos del banco central (es decir, reservas) mantenidos por bancos y otros titulares de cuenta autorizados (por ejemplo, el Tesoro del país, bancos centrales extranjeros, etc.). Estos saldos actualmente se excluyen de los agregados monetarios, ya que no los mantiene el público en general, sino que son de carácter “mayorista”. Ninguno de los dos activos son “créditos”, sino objetos, ya que actualmente son “fiduciarios” y no pueden canjearse por ninguna otra cosa.³⁷

8.9.2. DEPÓSITOS BANCARIOS (“B-MONEY”)

En la mayoría de los países, los otros medios de pago predominantes son depósitos en bancos comerciales (*b-money* en la terminología de Adrian y Mancini-Grifolli), que son créditos convertibles en billetes de banco oficiales. Pueden transferirse y utilizarse para hacer pagos en una serie de tecnologías centralizadas, como las transferencias bancarias ordinarias o las tarjetas de crédito y débito. La aparición de sistemas de transferencias digitales desde teléfonos inteligentes y aplicaciones específicas no cambia el hecho esencial de que el activo que se transfiere sigue siendo un depósito bancario.

Según Adrian y Mancini-Griffolli, “el rasgo distintivo clave del *b-money* es que su garantía de reembolso cuenta con el respaldo (*backstop*) del gobierno. Desde luego, un modelo de negocio prudente contribuye a atender las solicitudes de reembolso potenciales. Pero la política pública también desempeña un papel. Los bancos están sujetos a regulación y estrechamente supervisados. Cuando la regulación es efectiva, los bancos no pueden asumir riesgos excesivos y deben mantener una amplia liquidez. Además, si los bancos se quedan sin activos líquidos suficientes para atender las retiradas, los bancos centrales pueden aportar liquidez mediante préstamos a un día o líneas de crédito de emergencia en fases de estrés sistémico. Por último, en muchos países, los depósitos están asegurados hasta un límite determinado”.³⁸

³⁷ Obviamente, las reservas de los bancos centrales pueden convertirse en billetes. Pero esta no es una característica esencial y no transforma esos saldos en “créditos”, ya que ya no podrían convertirse en nada si el banco central dejara de emitir billetes de banco físicos, como se está debatiendo actualmente en las conversaciones sobre monedas digitales de bancos centrales (CBDC).

³⁸ Id., p. 4.



8.9.3. “E-MONEY”

Sin embargo, en una serie de países cuya densidad de sucursales bancarias tradicionales es baja (como en África o Asia), los saldos conservados en cuentas bancarias no tradicionales, sino en cuentas digitales o monederos digitales (*wallets*) desde teléfonos móviles operadas por compañías de telecomunicaciones se han vuelto un medio de pago muy popular.

Un buen ejemplo representativo es M-Pesa de Kenia (*pesa* significa “dinero” en suajili), un sistema de transferencias de dinero por móvil lanzado por Vodafone en 2008 y operado por Safaricom, el mayor operador de redes móviles de Kenia. Permite a los usuarios transferir dinero y pagar productos y servicios mediante un dispositivo móvil. M-Pesa no es un “objeto”, sino un “crédito”, puesto que, en palabras de Vodafone³⁹, es “una representación digital de efectivo que Vodafone almacena en una cuenta bancaria compartimentada (una cuenta *trust*). La cuenta de dinero móvil de cada cliente está vinculada a la cuenta de su teléfono móvil. La plataforma central hace un seguimiento seguro del valor en caso de pérdida de un teléfono o una tarjeta SIM. M-Pesa se ha diseñado expresamente para clientes que no tienen acceso a bancos, bien porque no tienen cuenta bancaria o porque viven demasiado lejos de una sucursal bancaria. Todas las transacciones se realizan con un terminal móvil, lo que permite a los clientes enviar dinero desde cualquier lugar”. “Los agentes de M-Pesa compran por adelantado dinero móvil que luego pueden vender a su clientes a cambio de efectivo (el cliente “paga”), y también lo contrario: venden efectivo a cambio de dinero móvil (el cliente “cobra”). El efectivo y los saldos de M-Pesa que gestionan y almacenan los agentes siempre son los suyos propios”.

M-Pesa, por lo tanto, es un “crédito” fácilmente transferible sobre un depósito bancario, no un “objeto”.

En la Unión Europea, el dinero electrónico (*e-money*) se reguló en la “Directiva de dinero electrónico” (2008/110/EC), cuyo objetivo era facilitar la emergencia de nuevos servicios innovadores y seguros de *e-money*. Exigía a las entidades de dinero electrónico obtener una licencia y cumplir unos requisitos mínimos de fondos propios.

Según su artículo 7 (“Requisitos de garantía”), las entidades de dinero electrónico deben salvaguardar los fondos recibidos en “activos de bajo riesgo” (es decir, en general instrumentos de deuda pública, pero también “participaciones en un organismo de inversión colectiva en valores mobiliarios, OICVM, que invierta únicamente activos de bajo riesgo”).

El artículo 11 exige que “los emisores de dinero electrónico emitan dinero electrónico por su valor nominal al recibo de los fondos” y que, “cuando el titular del dinero electrónico lo solicite, los emisores del dinero electrónico reembolsarán al titular, en todo momento y por su valor nominal, el valor monetario del dinero electrónico de que disponga”.

³⁹ Disponible en <https://www.vodafone.com/what-we-do/services/m-pesa>



Es interesante señalar que el artículo 12 prohíbe “la concesión de intereses o cualquier otro beneficio relacionado con el tiempo durante el cual un titular de dinero electrónico está en posesión de dinero electrónico”.

8.9.4. ¿“I-MONEY”?

Adrian y Mancini-Griffoli también hablan de un nuevo medio de pago potencial: créditos sobre una cartera de activos de inversión, como oro o activos financieros (por ejemplo, acciones). Este *i-money* (forma abreviada de “dinero de fondos de inversión”) sería similar al *e-money*, excepto porque no tendría un tipo variable de reembolso en términos de moneda, sino un tipo variable en función del precio de mercado de los activos subyacentes. En su opinión, “las participaciones en fondos de inversión privados podrían convertirse en *i-money*. Pueden convertirse en tokens, es decir, pueden ser representadas por una moneda de cualquier importe en un libro de contabilidad digital. La moneda, entonces, pueden negociarse directamente, a bajo coste, y constituye un pago denominado en el valor del activo subyacente de la cartera en cualquier moneda. Por ejemplo, si B debe a A 10 euros, B podría transferir un valor de 10 euros de un fondo del mercado monetario a A. En la medida en que el fondo sea líquido, su precio de mercado debería conocerse en cualquier momento del tiempo. Y, en la medida en que el fondo tenga activos muy seguros, A podrá acordar mantenerlos con la expectativa de utilizarlos para pagar productos y servicios futuros a un tipo de cambio aproximadamente igual con moneda local. Dicho de otro modo, el *i-money* podría ser suficientemente estable para servir como medio de pago generalizado.⁴⁰

8.10. INNOVACIONES RECIENTES

Los recientes debates internacionales sobre sistemas monetarios nacionales se han visto motivados por algunos nuevos cambios interrelacionados:

- La emergencia de nuevas “monedas” digitales privadas (como Bitcoin, Ether y muchas otras).
- El descenso espontáneo del uso del efectivo en algunas economías avanzadas (como Suecia) y el intento deliberado de las autoridades de otros países (como India) de eliminar gradualmente los billetes bancarios de denominación elevada para luchar contra la evasión fiscal y la economía sumergida.
- Las conversaciones de los bancos centrales y los expertos monetarios sobre la emisión por los bancos centrales de sus propias “monedas digitales de bancos centrales” (CBDC), para compensar la disminución del uso del efectivo y a fin de mantener su función significativa en la provisión de medios de pago.

⁴⁰ Id. p. 5.



- El lanzamiento por Facebook, una de las Big Tech, de su “Proyecto Libra” en junio de 2019.

Hablaré brevemente de estos cambios antes de presentar, en la última sección, mis propias suposiciones o intuiciones sobre el futuro del dinero.

8.10.1. MONEDAS DIGITALES PRIVADAS

Las “monedas virtuales” se han definido como “representaciones digitales del valor, emitidas por desarrolladores privados y denominadas en su propia unidad de cuenta, que pueden obtenerse y almacenarse electrónicamente, y a las que se puede acceder y con las que puede operarse electrónicamente, y que pueden utilizarse para una serie de fines, siempre que las partes intervinientes acuerden utilizarlas”⁴¹. “El concepto de monedas virtuales cubre una amplia gama de “monedas”, que van desde simples deudas de emisores (como Internet o los cupones móviles y las millas aéreas), monedas virtuales respaldadas por activos como el oro, y “criptomonedas” como Bitcoin. No obstante, difieren de otras monedas digitales, como el *e-money*, que es un mecanismo de pagos digitales para (y denominado en) dinero fiat. Las monedas digitales no están denominadas en dinero fiat y tienen su propia unidad de cuenta”⁴².

Desde el lanzamiento de Bitcoin en 2009, proliferaron nuevas monedas digitales que utilizan *distributed ledger technology* (DLT), particularmente estructuras de datos *blockchain*, sobre todo después de que el precio de Bitcoin subiera brevemente hasta cerca de 20.000 USD por bitcoin. Este crecimiento se ha visto impulsado por una cantidad sin precedentes de capital riesgo temprano captado en ofertas iniciales de moneda (*initial coin offering* o ICO) fuera del sector de los servicios financieros regulados. Como explican Rosa María Lastra y Jason Grant Allen, “el desarrollo del mercado de monedas digitales hasta la fecha se ha compuesto, en su mayor parte, de iniciativas privadas, frecuentemente motivadas por una perspectiva ideológica libertaria que enfatiza la creación de dinero y adopta una postura escéptica sobre la interferencia del Estado en los sistemas económicos en general, lo que se traduce en una postura escéptica hacia los bancos centrales en particular”⁴³.

Con independencia de su éxito como activos financieros especulativos, ninguna de ellas parece haberse siquiera aproximado a convertirse en un medio de pago general, probablemente por dos causas:

⁴¹ Dong He et alia, “Virtual Currencies and Beyond; Initial Considerations”, Staff Discussion Notes del IMF 16/3, 2016, p. 7.

⁴² Id.

⁴³ Rosa María Lastra y Jason Grant Allan, “Virtual Currencies in the Eurosystem: Challenges Ahead”, Parlamento Europeo, Diálogo Monetario, julio de 2018, disponible en http://www.europarl.europa.eu/cmsdata/150541/DIW_FINAL%20publication.pdf



- La falta de una base suficientemente amplia de usuarios que pueda generar las externalidades de red necesarias para que una nueva moneda compita con las establecidas.
- La volatilidad del valor de esas criptomonedas en términos de las monedas oficiales establecidas, que ha limitado su atractivo como nuevo estándar de valor.

El análisis de esas criptomonedas, por lo tanto, no cabría en un artículo sobre el futuro del “dinero”, pero la situación cambió drásticamente con el anuncio por Facebook, en junio de 2019, de su intención de lanzar su propia *stablecoin* digital, “Libra”, una iniciativa de la que hablo más abajo.

8.10.2 EL CURSO DEL EFECTIVO

En 2016, Kenneth Rogoff, antiguo economista del Fondo Monetario Internacional (FMI), volvió a pedir a los gobiernos de las economías avanzadas la eliminación gradual del papel moneda en un periodo de entre 10 y 15 años, excepto, quizá, los billetes y monedas de pequeñas denominaciones.⁴⁴ Esgrimía dos razones principales:

- Impedir los pagos anónimos de alto valor y, de ese modo, disuadir de la evasión fiscal y el delito (como el comercio de drogas, el tráfico de seres humanos y la explotación de emigrantes).

Ya había utilizado el mismo argumento en 1998, cuando criticó la emisión prevista por el recién creado Banco Central Europeo (BCE) de un billete de 500 euros. En opinión de Rogoff, las ganancias potenciales de reducir la evasión fiscal compensarían, al menos en parte, la pérdida de los beneficios de las comisiones de acuñación. Además, los bancos centrales conseguirían ingresos más que suficientes del dinero electrónico para cubrir sus costes operativos en la mayoría de los escenarios.

- Permitir a los bancos centrales, cuando sea necesario estimular la demanda y evitar la “trampa de liquidez”, superar el “límite inferior igual a cero” de los tipos de interés y aplicar tipos negativos sin restricciones, sin que la gente pueda refugiarse en billetes bancarios de denominación elevada, que pueden considerarse como un bono anónimo al portador a tipo de interés cero.

La idea de Rogoff fue objeto de duras críticas, sobre todo del antiguo miembro y economista jefe del consejo del BCE Otmar Issing, que describió el papel moneda como “libertad acuñada”.⁴⁵ Otros economistas alemanes salieron también en defensa del efectivo, alegando que su abolición tendría importantes desventajas y consecuencias

⁴⁴ Kenneth S. Rogoff, “The Curse of Cash”, Princeton University Press, 2016.

⁴⁵ La expresión procede de “Recuerdos de la casa de los muertos” de Fyodor Dostoyevsky: “El dinero paga la libertad; por eso es diez veces más querido por el hombre que se ha visto privado de ella. Si hay dinero tintineando en su bolsillo, recibe algo de consuelo, aunque no pueda gastarlo. Pero el dinero puede gastarse siempre y en cualquier sitio. Y la fruta prohibida es la que mejor sabe”.



indeseables.⁴⁶ Además, adujeron que, si eliminar el efectivo iba a hacer imposible la conversión de depósitos de bancos comerciales en dinero del banco central, aumentaría la presión de plantear una de las siguientes alternativas:

- depósitos bancarios totalmente cubiertos por dinero del banco central (*narrow banking*);
- depósitos en cuentas del banco central disponibles para todos; o
- dinero digital del banco central (*e-euro*).

En el caso de la solución *narrow banking*, algunos depósitos bancarios tendrían que estar totalmente cubiertos por dinero del banco central y el sistema bancario se dividiría en “bancos para transacciones de retirada de depósitos o pagos” y “bancos comerciales o de inversión”.

De hecho, los países nórdicos, como Noruega, Suecia y Dinamarca, han liderado la promoción de una sociedad sin efectivo y la eliminación gradual de los billetes de mayor denominación, como hizo Suecia en 2013 con el billete de 1.000 coronas. No sorprende que también se hayan situado al frente de las conversaciones sobre la creación de una moneda digital de los bancos centrales (CBDC).

8.10.3. MONEDAS DIGITALES DE BANCOS CENTRALES

Ya en 1985, James Tobin decía que “uno de los modos de proporcionar [medios de pago como las monedas, pero sin sus inconvenientes] sería permitir que la gente mantuviera cuentas de depósito en el banco central o en sucursales del banco central creadas para ese fin y, quizá, ubicadas en oficinas de correos”.⁴⁷ Pero él mismo consideraba improbable esa alternativa, dada la opinión en ese momento favorable a la privatización.

Sin embargo, recientemente ha resurgido la idea de ofrecer más acceso a formas digitales de pasivos de los bancos centrales, y ello como consecuencia, según expertos de banca del Comité de Pagos e Infraestructuras de Mercado y el Comité de Mercados del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, de varios factores:⁴⁸

- el interés por la innovación tecnológica del sector financiero;
- la emergencia de nuevos participantes en los servicios de pagos e intermediación;
- el descenso del uso del efectivo en algunos países; y
- la creciente atención a los denominados tokens digitales privados.

Esto ha dado lugar a la aparición del concepto de “moneda digital del banco central (CBDC)”, definido originalmente como “una forma digital de dinero del banco central

⁴⁶ Franz Seitz and Malte Krueger, “The Blessing of Cash”, International Cash Conference 2017 – War on Cash: Is there a Future for Cash? 25-27 de abril de 2017, Mainau Island, Alemania, Banco Federal Alemán.

⁴⁷ James Tobin, op.cit., p. 25.

⁴⁸ Committee on Payments and Market Infrastructures and Markets Committee, “Central Bank Digital Currencies”, Banco de Pagos Internacionales, marzo de 2018, p. 3.



que es distinta de los saldos de reservas o cuentas de liquidación tradicionales”. Dentro de este amplio concepto pueden incluirse al menos tres tipos de CBDC en función de quién recibe acceso (es decir, propósito general frente a restringido o mayorista) y qué tecnología se utiliza (es decir, tokens frente a cuentas):⁴⁹

- tokens digitales que solo pueden utilizar las entidades financieras, para “transacciones mayoristas” (por ejemplo, liquidación de valores e interbancaria);
- cuentas para el público en general en los bancos centrales; y
- tokens de “efectivo” digitales que pueden utilizarse para pagos minoristas por el público en general.

Las principales diferencias en cuanto a disponibilidad, anonimato (frente al banco central) y posibilidad de transferencias entre iguales se resumen en la tabla siguiente:⁵⁰

	Dinero de bancos centrales existente		Monedas digitales de bancos centrales		
	Efectivo	Reservas y saldos de liquidación	Propósito general token	Mayorista cuentas	Mayorista solo token
Disponibilidad 24/7	✓	×	✓	(✓)	(✓)
Carácter anónimo frente al banco central	✓	×	(✓)	×	(✓)
Transferencia entre homólogos	✓	×	(✓)	×	(✓)
Con intereses	×	(✓)	(✓)	(✓)	(✓)
Límites o techos	×	×	(✓)	(✓)	(✓)

✓ = característica existente o probable, (✓)= característica probable, × = característica atípica o posible.

La distinción entre dinero basado en tokens y dinero basado en cuentas reside en el tipo de comprobación necesaria en el momento de su intercambio: si el dinero basado en tokens depende de la capacidad del beneficiario de comprobar la validez del objeto de pago (la principal inquietud en este caso serían las “falsificaciones electrónicas”, el dinero basado en cuentas depende de la capacidad de comprobar la identidad del titular de la cuenta (aquí, lo que preocupa es el robo de identidad).

En su informe de 2018, los expertos del BPI concluían:

- Tradicionalmente, los bancos centrales han tendido a limitar el acceso a formas de dinero del banco central basadas en cuentas casi exclusivamente a los bancos, mientras que los billetes se han hecho accesibles en general. “Este enfoque, en términos generales, ha servido bien al público y al sistema financiero, y ha puesto alto el listón para un cambio de la estructura monetaria y financiera actual”.

⁴⁹ Grupo de trabajo del G-7 sobre Stablecoins, “Investigating the impact of global stablecoins”, Anexo C sobre monedas digitales de bancos centrales (CBDC), octubre de 2019.

⁵⁰ “Central bank digital currencies”, op. cit., Tabla 1, p. 6.



- Las ventajas de una CBDC ampliamente accesible podrían verse reducidas si ya existieran o se estuvieran desarrollando productos eficientes de pagos minoristas rápidos (e incluso instantáneos). Un banco central que introdujera una CBDC de este tipo tendría que garantizar el cumplimiento de requisitos relativos a la lucha contra el blanqueo de capitales y la financiación del terrorismo, además de satisfacer las exigencias de política pública de otros regímenes de supervisión y tributación. Una CBDC anónima de propósito general suscitaría otros retos y más motivos de inquietud. En cambio, una CBDC no anónima posibilitaría los registros y rastros digitales, lo que quizá mejorar la aplicación de normas de lucha contra el blanqueo de capitales y la financiación del terrorismo.
- Si los flujos de entrada a la CBDC se hicieran voluminosos y no se asociaran con descensos compensatorios de los billetes de banco físicos, como podría suceder en momentos de estrés financiero, podrían surgir problemas (por ejemplo, la necesidad de ampliar los activos que el banco central podría mantener o recibir como garantía).
- El aspecto positivo sería que una CBDC de propósito general podría hacer aumentar las opciones ofrecidas por el conjunto de herramientas de política monetaria del banco central, al posibilitar el refuerzo del traslado de cambios del tipo de interés de referencia a otros tipos de interés o para abordar el límite inferior igual a cero de los tipos de interés (si se hubieran retirado los billetes de banco de alta denominación).
- Como activo líquido y solvente, una variante mayorista, disponible para inversores institucionales que sería similar a las reservas de los bancos centrales o las operaciones simultáneas, con intereses y ampliamente negociable, podría funcionar como activo seguro comparable, por su naturaleza, a valores del Tesoro con vencimientos cortos (letras).
- Una CBDC de propósito general podría competir con depósitos bancarios garantizados, con consecuencias en cuanto a los precios y la composición de la financiación bancaria. Podría dar lugar a una mayor inestabilidad de la financiación con depósitos de bancos comerciales y producir, en fases de estrés, una rápida y significativa huida hacia el dinero del banco central, que plantearía a los bancos comerciales y al banco central el reto de gestionar esas situaciones.
- En el caso de las monedas internacionales, las consideraciones anteriores se aplicarían con más empuje, especialmente en fases de huida hacia la seguridad de los mercados. Así, la introducción de una CBDC en una sola jurisdicción podría perjudicar a otras y, en consecuencia, los bancos centrales que estén planteándose introducir una CBDC deberían tener en cuenta cuestiones transfronterizas.
- En conclusión, cualquier paso hacia un posible lanzamiento de una CBDC debería someterse a una cuidadosa y concienzuda consideración.

El banco central de Uruguay realizó una prueba piloto, desde noviembre de 2017 hasta abril de 2018, en colaboración con una compañía de telecomunicaciones, de una versión digital del peso uruguayo denominada “e-peso”. Emitió el importe equivalente



a medio millón de euros para monederos digitales de unos 1.000 usuarios de teléfono móvil, elegidos por orden de llegada, que podían utilizarlos para transacciones de pagos en tiendas y empresas registradas, así como en transferencias directas entre usuarios registrados. El sistema piloto utilizado para la liquidación instantánea se basaba solamente en una línea de teléfono móvil operativa que no requería conexión a Internet, y los monederos digitales de los usuarios y el gestor de *e-notes* cifradas estaban diseñados para que las transacciones pudieran ser anónimas y, al mismo tiempo, rastreables. Según el banco central de Uruguay, “en general, la experiencia piloto fue positiva”. Señaló las numerosas ventajas de la CBDC: unos costes más bajos, inclusión financiera, prevención del delito y la evasión fiscal, y protección de los consumidores, y ha pedido que otros bancos centrales acojan las nuevas tecnologías y promuevan una mayor innovación financiera en colaboración con el sector privado y las *start-ups*.⁵¹

En Suecia, el Riksbank ha propuesto al Parlamento que una comisión técnica haga una revisión del concepto de “moneda de curso legal” y estudie las modificaciones legales necesarias para facilitar la emisión de e-krona y la eliminación gradual del efectivo. En el segundo informe sobre e-krona se afirmaba lo siguiente:⁵²

“El uso del efectivo sigue disminuyendo en Suecia. En el futuro, el efectivo podría volverse tan marginal que resulte difícil utilizarlo como medio de pago. Durante 350 años, el Riksbank ha proporcionado dinero al público en general, pero, en lo sucesivo, el desarrollo técnico y la digitalización de los pagos obligará a un replanteamiento de la cuestión del papel del Estado. Si la marginalización del efectivo continúa, una corona digital (e-krona) podría garantizar al público en general el acceso a un medio de pago garantizado por el Estado. Alternativamente, no actuar ante las circunstancias actuales y dejar el mercado de pagos totalmente en manos de agentes privados acabará por producir una total dependencia del público en general de soluciones de pago privadas, lo que puede dificultar la promoción por el Riksbank de un sistema de pagos seguro y eficiente”.

Si bien el debate general abierto entre los expertos del BPI sobre la disponibilidad de una CBDC se ha centrado en si debe limitarse a las entidades financieras o ampliarse al público, una cuestión aparte es si, aunque el acceso siga restringido, debería abrirse a compañías de telecomunicaciones y *fintech* que ofrecen monederos electrónicos.

En este sentido, Adrian y Mancini-Griffoli afirmaron, bajo el título “What if E-money Providers Could Hold Central Bank Reserves?” (“¿Qué ocurriría si los proveedores de dinero electrónico pudieran mantener reservas de bancos centrales?”), que “la capacidad

⁵¹ “Do We Need Central Bank Digital Currency? Economics, Technology and Institutions”, editado por Ernest Gnan y Donato Masciandaro, SUERF Conference Proceedings 2018/2, p. 18 y 82-90.

⁵² The Riksbank’s e-krona project, Informe 2, octubre de 2018, disponible en <https://www.riksbank.se/en-gb/payments-cash/e-krona/>



de mantener reservas de bancos centrales daría alas a los proveedores de dinero electrónico, al permitirles pasar por encima del riesgo de mercado y liquidez, y los transformaría en *narrow banks*. Los bancos de reservas fraccionales estarían aún más encantados. Por una parte, dejarían de beneficiarse de la financiación mayorista de proveedores de dinero electrónico. [Además,] aunque los bancos deberían ser capaces de mantener su posición en épocas de normalidad, ¿qué pasaría en momentos de crisis? ¿Se producirían salidas masivas de depósitos bancarios hacia el dinero electrónico en fases de crisis? Si los fondos de clientes que respaldan el dinero electrónico se mantuvieran como financiación mayorista para las banca, la fuga podría ir en la dirección opuesta: desde el *e-money* hacia el *b-money*, ya que los clientes buscarían la protección del seguro de depósitos de los bancos. Pero, si los fondos de clientes se mantuvieran como reservas en el banco central, no es posible descartar los riesgos de fuga. En realidad, los depósitos no asegurados podrían migrar de los bancos a los proveedores de dinero electrónico”.⁵³

A modo de conclusión, Adrian y Mancini-Griffoli sugieren que los bancos centrales, más que crear tokens de CBDC disponibles para el público en general, se limiten a permitir que los proveedores de dinero electrónico mantengan reservas tradicionales de los bancos centrales en fideicomisos de riesgo aislado que emitan dinero electrónico en la proporción de 1 a 1 como reservas. Describen ese dinero como “moneda digital sintética de bancos centrales” (o sCBDC, por sus siglas en inglés), que definen como una asociación público-privada en la que los proveedores de dinero electrónico serían responsables de llevar a cabo procedimientos de diligencia debida de los clientes, ofrecer o conceder monederos electrónicos, desarrollar o seleccionar tecnología subyacente, gestionar datos de clientes e interactuar con solicitudes, quejas y preguntas de los clientes. “Cada una de esas cosas genera riesgos de fallos y ataques cibernéticos, conlleva costes significativos y pone en riesgo la reputación de los bancos centrales”.⁵⁴

8.10.4. EL PROYECTO LIBRA

El 18 de junio de 2019, Facebook anunció públicamente su intención de lanzar, en el primer semestre de 2020, una nueva moneda digital global, “Libra”.⁵⁵

Según la documentación técnica del proyecto, Libra tendría las siguientes características:

- La unidad de cuenta o estándar de valor de los saldos de los usuarios sería una nueva unidad, “Libra”, destinada a convertirse en una “nueva moneda global”.
- Libra estaría “totalmente respaldada por una reserva de activos reales. Por cada Libra que se cree, se mantendrá una cesta de depósitos bancarios y deuda pública a corto plazo en la Reserva de Libra, lo que generará confianza en su valor

⁵³ Adrian y Mancini-Griffoli, op. cit., p. 12.

⁵⁴ Id. p. 15.

⁵⁵ Información obtenida de https://libra.org/en-US/wp-content/uploads/sites/23/2019/06/LibraWhitePaper_en_US.pdf



intrínseco. La Reserva de Libra se gestionará con el objetivo de preservar el valor de Libra a lo largo del tiempo”. “Los activos de la Reserva de Libra se mantendrán en una red de custodios repartidos geográficamente, que tengan una calificación de grado de inversión, con fines de seguridad y descentralización de los activos”.

- Los usuarios de Libra no “recibirían rentabilidad de la reserva”, es decir, los saldos de Libra no generarían intereses. Los resultados financieros de la Reserva de Libra se utilizarían “para cubrir los costes del sistema, garantizar unas bajas comisiones por operación, abonar dividendos a los inversores que aportaron capital inicial para lanzar el ecosistema y fomentar su crecimiento y adopción”.
- Libra se establecería como *permissioned blockchain* (*blockchain* que funciona con permisos), de modo que solo algunos “nodos de validación” estarían autorizados. Utilizaría el lenguaje de programación Move, expresamente “diseñado para impedir la clonación de los activos”. De ese modo, los activos digitales de Libra tendrían “las mismas propiedades que los activos físicos: un recurso tiene un solo propietario, solo puede gastarse una vez y la creación de nuevos recursos está restringida”. “El *blockchain* de Libra es pseudónimo y permite a los usuarios mantener una o más direcciones que no estén vinculadas a su identidad real”.
- Libra se apoyaría en una “red competitiva de intercambios que compren y vendan Libra. Eso significa que quien participa en Libra tiene un alto grado de seguridad en que puede convertir moneda digital en moneda fiduciaria local a un tipo de cambio determinado, igual que se cambia una moneda por otra cuando se viaja”.
- Una “Asociación Libra”, una organización sin ánimo de lucro independiente y con sede en Ginebra (Suiza) sería la entidad rectora de Libra. Concretamente, sería “la única capaz de crear (acuñar) y destruir (quemar) Libra”. “Solo se acuñan monedas cuando revendedores autorizados han comprado esas monedas a la asociación con respaldo total de activos fiduciarios para las nuevas monedas. Solo se queman monedas cuando los revendedores autorizados venden monedas de Libra a la asociación a cambio de los activos subyacentes. Dado que los revendedores autorizados siempre podrán vender monedas de Libra a la reserva a un precio igual al valor de la cesta, la Reserva de Libra actúa como un comprador de último recurso”.

Su órgano de gobierno sería su Consejo, compuesto por un representante de cada nodo de validación, y las principales decisiones serían adoptadas por una mayoría de dos tercios.

Por consiguiente, Libra sería una “moneda nativa digital y global que reúne los atributos de las mejores monedas del mundo: estabilidad, baja inflación, amplia aceptación global y fungibilidad”. Libra es una criptomoneda y, “por lo tanto, hereda diversas características atractivas de esas nuevas monedas digitales: la posibilidad de enviar dinero de forma rápida, la seguridad de la criptografía y la libertad de transmitir fondos fácilmente cruzando fronteras. Igual que la gente puede utilizar su teléfono móvil para enviar mensajes a amigos de cualquier lugar del mundo, con Libra puede hacerse lo mismo con el dinero: de forma instantánea, segura y a bajo coste”.



La documentación técnica hace referencia al proceso que yo he descrito más arriba como “caballito monetario” cuando dice que su enfoque “es similar al modo en que se introdujeron otras monedas en el pasado: para contribuir a inspirar confianza en una nueva moneda y conseguir una adopción generalizada desde sus primeros pasos, se garantizaba que los billetes de un país pudieran canjearse por activos reales, como el oro. En lugar del oro, Libra estará respaldada por un conjunto de activos poco volátiles, como depósitos bancarios y valores de deuda pública de vencimientos cortos en monedas de bancos centrales estables y de prestigio. Es importante señalar lo que eso significa: Libra no siempre podrá convertirse en la misma cantidad de una moneda local determinada (es decir, Libra no es un ancla a una única moneda). Más bien, al cambiar el valor de los activos subyacentes, podrá cambiar el valor de una Libra en cualquier moneda”.

8.10.5. REACCIÓN DEL G-7

Poco después del anuncio de Facebook, los países del G-7 crearon un grupo de trabajo para informar sobre la iniciativa y, con carácter más general, sobre las *stablecoins*, es decir, monedas digitales privadas que, a diferencia del Bitcoin, pretenden estabilizar el precio de la *coin* vinculando su valor al de un *pool* de activos. El grupo de trabajo, presidido por Benoît Cœuré en calidad de presidente del Comité de Pagos e Infraestructuras de Mercado del BPI, hizo público su informe en octubre de 2019.⁵⁶

El informe empieza reconociendo que los pagos transfronterizos siguen siendo escasos, caros y opacos, especialmente en el caso de pagos minoristas como las remesas. Además, hay 1.700 millones de personas en todo el mundo que no (o apenas) utilizan servicios bancarios en relación con servicios financieros. Dado el potencial innovador de la tecnología subyacente, los criptoactivos se contemplaron originalmente como modo de abordar algunos de esos retos. No obstante, hasta la fecha han sufrido una serie de limitaciones, una de las más importantes la volatilidad de los precios. Así, las criptomonedas han servido a determinados inversores, y a personas implicadas en actividades ilícitas, como clase de activo muy especulativo, en lugar como un medio para hacer pagos. “Las *stablecoins* tienen muchas características de las criptomonedas, pero tratan de estabilizar el precio de la “moneda” vinculando su valor al de un *pool* de activos. Por lo tanto, podrían tener más capacidad de servir como medio de pago y reserva de valor y podrían, potencialmente, contribuir al desarrollo de sistemas de pagos globales que sean más rápidos, más baratos y más inclusivos que los actuales”.

Sin embargo, las *stablecoins*, “con independencia de su tamaño, plantean retos y riesgos legales, de regulación y de supervisión en términos de seguridad jurídica, gobierno sólido (incluidas las normas de inversión del mecanismo de estabilidad), blanqueo de capitales, financiación del terrorismo y otras formas de financiación ilícita, seguridad, eficiencia e integridad de los sistemas de pagos, seguridad cibernética y resiliencia

⁵⁶ Grupo de trabajo del G-7 sobre Stablecoins, “Investigating the impact of stablecoins”, octubre de 2019, disponible en <https://www.bis.org/cpmi/publ/d187.pdf>



operativa, integridad del mercado, privacidad de los datos, protección y portabilidad, protección del consumidor y el inversor, [y] cumplimiento fiscal”.

Además, las *stablecoins* que adquieren escala global (*global stablecoins* o GSC) “podrían tener efectos adversos significativos, tanto a nivel nacional como internacional, sobre la transmisión de la política monetaria, así como en la estabilidad financiera, y sobre los intentos jurisdiccionales de combatir el blanqueo de capitales y la financiación del terrorismo. También podrían tener consecuencias más generales para el sistema monetario internacional, incluida la sustitución de la moneda, y por lo tanto podrían plantear retos a la soberanía monetaria. Las GSC despiertan otras inquietudes relacionadas con la competencia justa y la política antimonopolio, también en lo relativo a los datos de pagos”.

El informe concluía diciendo que “ningún proyecto de *stablecoin* debería empezar a operar mientras no se hayan abordado suficientemente las cuestiones y riesgos legales, de regulación y de supervisión antes mencionados, con diseños adecuados y adhiriéndose a una normativa que sea clara y proporcionada a los riesgos”. Al mismo tiempo, dio la bienvenida al plan del Consejo de Estabilidad Financiera de presentar, en abril y julio de 2020, un informe de consulta a los ministros de Finanzas y Gobernadores de los bancos centrales del G-20.

Por último, dentro de los esfuerzos de las autoridades públicas por promover unos sistemas de pagos más rápidos, más fiables y menos costosos tanto a escala doméstica como transfronteriza, el informe del G-7 recomienda que “los bancos centrales, tanto individual como colectivamente, evalúen la pertinencia de emitir monedas digitales de bancos centrales (CBDC) en función de los costes y las ventajas de sus respectivas jurisdicciones”.

La reacción de los Ministros a la iniciativa Libra probablemente fue más hostil que la de sus expertos, probablemente por inquietudes relacionadas con la soberanía.

Esa situación se hizo especialmente clara en la cumbre ministerial del G-7 celebrada en julio de 2019 en Chantilly (Francia), cuyo presidente por rotación, el ministro de Finanzas francés Bruno Le Maire, planteó que, dado que Facebook tiene varios cientos de millones de clientes en todo el mundo, Libra podía poner en peligro la soberanía monetaria de los países y tener un efecto desestabilizador en el sistema financiero global. “No podemos aceptar que las empresas privadas emitan sus propias monedas sin un control democrático”, declaró. El 17 de octubre de 2019, publicó un artículo en *Financial Times* que llevaba el elocuente título de “Facebook’s Libra is a threat to national sovereignty” (Libra de Facebook es una amenaza a la soberanía nacional), en el que argumentaba que “el proyecto supondría que una empresa privada controle un bien común y asuma tareas que normalmente recaen en los Estados. Algo inaceptable por motivos tanto económicos como políticos”.⁵⁷

Esa hostilidad política de los ministros de Finanzas del G-7 se ha visto reflejada en actitudes similares del gobierno y el Congreso de EE. UU. y del Consejo ECOFIN de la Unión Europea. Más concretamente, los Ministros europeos se han reservado el derecho

⁵⁷ Bruno Le Maire, “Facebook’s Libra is a threat to national sovereignty”, *Financial Times*, 17 de octubre de 2019.



a “impedir” la emergencia de *stablecoins* globales, como Libra, que pueden poner en peligro la soberanía de los gobiernos en cuestiones monetarias.

8.10.6. LA RESPUESTA DE LIBRA

El 17 de octubre de 2019, en su respuesta a las inquietudes expresadas en el Informe del G-7 sobre investigación del impacto de las *stablecoins* globales (“Investigating the Impact of Global Stablecoins”), la Asociación Libra dijo lo siguiente:⁵⁸

- Establecerá normas adecuadas para que sus miembros observen las normas sobre lucha contra el blanqueo de capitales y conozca a su cliente, colaboren con las investigaciones de los organismos de ejecución legal y sean capaces de analizar transacciones anteriores del *blockchain* de Libra y de compartir cualquier actividad sospechosa con las autoridades encargadas de la aplicación de la ley.
- Las personas y las entidades que mantengan la moneda Libra serán responsables de declarar sus impuestos conforme a la legislación local. Está previsto que los monederos y servicios financieros creados en la *blockchain* de Libra faciliten a los consumidores herramientas que les ayuden a presentar sus declaraciones fiscales.
- Si bien las monedas de Libra no darán a la gente el derecho legal de comprar y vender monedas a la Asociación de Libra, los revendedores autorizados tendrán ese derecho contractual.
- El sistema de pagos de Libra y la moneda Libra no están diseñados para sustituir al dólar estadounidense ni a ninguna otra moneda, sino para ampliar la funcionalidad de esas monedas posibilitando unos pagos más rápidos y baratos. Libra no reducirá la soberanía de los gobiernos para dirigir la política monetaria. Libra no pretende cambiar la función y la influencia de los bancos centrales en el sistema financiero global.
- Los monederos y otros servicios financieros que operan en la Red de Libra (incluidos intercambios y otras rampas de entrada y salida) tendrán que cumplir con la regulación, como los controles de capital locales, que pueden ajustarse para evitar salidas a gran escala desde la moneda local hacia las monedas Libra en los mercados emergentes.
- Cada Libra estará totalmente respaldada por dinero fiduciario mantenido en depósitos bancarios equivalentes a efectivo en forma de títulos de deuda pública de vencimientos muy cortos. Esto mitiga el riesgo de una “retirada de fondos del banco”, ya que las monedas Libra cuentan con pleno respaldo 1 a 1 de efectivo y

⁵⁸ “Libra Association Response to the G-7 Report”, disponible en <https://libra.org/wp-content/uploads/2019/10/Libra-Association-Response-to-G7-The-Regulatory-Regime-for-Stablecoins.pdf?sf221718478=1>



otros activos líquidos, en lugar de una reserva fraccionaria como ocurre con los depósitos bancarios.

- La Asociación Libra también establecerá requisitos robustos de ciberseguridad para los operadores de nodos e implementará protocolos diseñados para funcionar correctamente incluso en caso de que alguno de los nodos de validación se vea amenazado, para garantizar la resiliencia de la red de pagos.
- La Asociación Libra se ha comprometido a proteger la privacidad de los datos de los usuarios y garantizará la aplicación de la legislación sobre protección de datos. Los miembros de la Asociación Libra, que actúan como nodos de validación, no podrán acceder, utilizar ni compartir datos personales de usuarios finales de la *blockchain* de Libra. Las empresas que interactúen directamente con clientes como servicios de cartera digital e intercambios deberán cumplir la legislación sobre protección de datos, incluida la portabilidad de los datos.

Además, en su declaración ante el Congreso, el Sr. Zuckerberg, presidente de Facebook, dijo que “bloquear Libra equivaldrá a impulsar la tecnología de China”.

8.10.7. EL FUTURO DEL DINERO: ALGUNAS SUPOSICIONES

Ha llegado el momento de reunir todas las hebras sueltas y plantear algunas suposiciones informadas sobre el futuro del “dinero” (o, más precisamente, los estándares de valor y los medios de pago).

Estas son mis suposiciones:

1. Cualquier debate que gire sobre el futuro del dinero hace imprescindible distinguir o separar dos funciones monetarias diferentes: estándar de valor y medio de pago, que aunque ocasionalmente se combinarán en un solo objeto (por ejemplo, las monedas de oro físico o los billetes de banco de la actualidad), responden a distintas dinámicas.
2. La visión metalista general sobre el origen del dinero encubre el hecho de que las deudas, acuerdos de compensación y sistemas de anotación en cuenta han desempeñado un papel significativo en muchos sistemas monetarios y de pagos desde tiempos inmemoriales, y que las monedas digitales modernas son menos innovadoras de lo que suele creerse.
3. Es un hecho que, con independencia de los méritos potenciales de cualquier nueva moneda privada hayekiana, los gobiernos de los países industrializados lucharán con uñas y dientes para preservar sus prerrogativas soberanas tradicionales en el ámbito monetario, que se reconocen legalmente en la constitución y la legislación de casi todos los países. Los estándares de valor monetarios (es decir, las “monedas”), por lo tanto, seguirán siendo soberanos, basados en leyes nacionales (como el dólar, el yen, la libra y la mayoría de las monedas) o en tratados internacionales (como el euro), y la circulación de “monedas paralelas” será limitada, excepto en áreas fronterizas, plazas internacionales o economías dola-



- rizadas donde la incapacidad del soberano local para proporcionar una moneda estable explique que la gente solo confíe en una moneda extranjera.
4. Por consiguiente, los gobiernos del G-7 impedirán la emergencia de cualquier dinero exterior o *fiat* (como Libra) que no sea reembolsable a una sola moneda soberana tradicional (como el dólar estadounidense o el euro), aunque se designe como una *stablecoin* tipo DEG o junta monetaria (es decir, respaldada por una cesta de monedas internacionales estables).

Se ha argumentado que el modo de disipar los temores sobre Libra sería “exigir que Libra opere como una junta monetaria, emitiendo una Libra contra una unidad de una cesta de monedas predefinida. Así, Libra podría añadir una herramienta útil para asegurar, acelerar y abaratar el intercambio de bienes y servicios en todo el mundo, sin crear riesgos de liquidez o solvencia y sin hacer mella en las comisiones por acuñación de los bancos centrales. (...) Si todas las inquietudes relativas al blanqueo de capitales, la evasión fiscal y la financiación del terrorismo se abordan de un modo efectivo, y si se permite a Libra proceder conforme a las normas de una junta monetaria estricta, su utilidad para el comercio mundial aumentaría respaldándola con una cesta de monedas cuya ponderación represente la ponderación de las monedas respectivas en el comercio internacional”.⁵⁹

No creo que ese argumento vaya a convencer a los gobiernos del G-7 ni a disipar sus dudas sobre las *stablecoins*, especialmente sobre las *stablecoins* globales (GSC), dado el riesgo de *cheshirization*: aunque inicialmente esté anclada, incluso estrechamente, a una cesta de divisas base, tan pronto como usuarios de todo el mundo se familiaricen con el nombre de marca y la comodidad de uso de Libra o de cualquier otra moneda privada, su demanda global aumentará y se irá estabilizando gradualmente, por más que la moneda privada se haya desconectado de su ancla inicial. Como se ha explicado antes, eso ocurrió con el dólar estadounidense en julio de 1971, cuando el presidente Nixon cortó sus lazos con el oro y lo convirtió en una moneda *fiat*, totalmente fiduciaria: el “patrón dólar-oro” se había convertido gradualmente en un patrón dólar *de facto* y, excepto por la desaparición del sistema de Bretton Woods y la subsiguiente inflación galopante del dólar, este siguió siendo la principal moneda internacional pese a que solo conservaba su enigmática sonrisa fiduciaria.

Como aduce Rogoff “ser capaz de controlar la unidad de cuenta es una válvula de seguridad de enorme importancia [que permite a los gobiernos utilizar grandes *pools* de liquidez en caso de guerra, pandemia u otras crisis que creen necesidades de financiación a corto plazo inesperadas]. Es especialmente útil que la deuda de un país esté denominada en su propia moneda, lo que da al gobierno la opción de impago parcial mediante la inflación. Además de gestionar catástrofes directas, un país que no controle su propia moneda es incapaz de utilizar

⁵⁹ Rakia Moalla-Fetini, Financial Times, 29 de octubre de 2019.



políticas de estabilización monetaria modernas. Pueden coexistir numerosas unidades de cuenta, y es posible encontrar muchas pequeñas economías en las que se aceptan ampliamente tanto la moneda local como el dólar (o el euro). Pero, en general, la unidad de cuenta es un monopolio natural que un gobierno bien gestionado, que cuente con instituciones jurídicas y fiscales sólidas, es el más preparado para controlar”.⁶⁰

Dicho de otra forma, los gobiernos del G-7 se asegurarán, con el apoyo de instituciones internacionales, de que no surja ningún estándar de valor monetario privado, y el deseo de Hayek de un “dinero desnacionalizado” sigue siendo un sueño o un “cuento de hadas”, para utilizar la expresión de Tobin.

5. Las criptomonedas, como Bitcoin y otras, seguirán siendo esencialmente activos especulativos para un segmento reducido de inversores. Aunque los gobiernos no las hostigaran, les faltará la base de usuarios amplia necesaria para crear las externalidades de red que harían falta para desplazar unos estándares de valor soberanos muy consolidados. Y, siendo volátiles en relación con los estándares de valor establecidos (por ejemplo, el dólar estadounidense, el euro, etc.), carecerán de una demanda estable como medio de pago, aunque sean potencialmente atractivas como activos financieros especulativos.
6. Aunque los gobiernos se mantienen más tolerantes con las monedas virtuales privadas distintas de Libra, se esforzarán por impedir cualquier nuevo medio de pago digital o basado en la tecnología que permita a los usuarios eludir la normativa de lucha contra el blanqueo de capitales y conozca a su cliente y salirse del alcance de las autoridades de regulación.
7. A pesar del bombo y platillo generado por la tecnología y las nuevas monedas digitales, la mayoría de los gobiernos tampoco permitirán la introducción sigilosa de libre circulación de capitales. Por ello, las autoridades se esforzarán para que los proveedores de dinero electrónico queden sujetos a reglamentos de control de cambios similares a los de los depósitos bancarios tradicionales, como lo ilustra el caso de EcoCash de Zimbabue al que antes me he referido.

En el verano de 1997, cuando los miembros del FMI estaban a punto de modificar el Convenio Constitutivo para recoger la libre circulación del capital como obligación general con el paso del tiempo, la crisis de Asia oriental les hizo recoger velas, ya que de pronto comprendieron que unos flujos monetarios transfronterizos baratos pueden ser, en ocasiones, una maldición en lugar de lo contrario.

Se ha hablado frecuentemente de una tasa Tobin como medio de obstaculizar transacciones financieras y evitar el exceso de flujos financieros a corto plazo. Esto apunta a que los bajos costes de las transacciones de los nuevos medios de pago digitales no deberían verse como una prioridad indudable.

⁶⁰ Rogoff, op.cit. p. 209-210.



8. Es probable que muchas jurisdicciones, encabezadas por Uruguay, China, India y otras, se deshagan del efectivo (excepto, quizá, las denominaciones más pequeñas) y creen una CDBC de tokens general para los pagos minoristas. Pero no es previsible que eso ocurra en EE. UU. y la Eurozona, dado el apego psicológico al efectivo existente en algunos de los principales países (como Alemania) y las comisiones de acuñación que reciben los bancos centrales al emitir billetes bancarios de uso internacional (como los billetes de dólar y de euro).
9. Permanece abierta la pregunta de si los tokens de CBDC que mantenga directamente el público en general podrían convertirse en el futuro en un volumen significativo de agregados monetarios y reducir el papel de los medios de pago intermediados (es decir, depósitos bancarios tradicionales y dinero electrónico privado). Los bancos centrales irán con cuidado en este aspecto, ya que, como han dicho los expertos del BPI, una sustitución rápida y significativa de los depósitos bancarios tradicionales por saldos de CBDC podría desatar el caos en los sistemas financieros y de crédito actuales, basados en la banca. Existen muchas probabilidades de que los bancos centrales acaben por adoptar el enfoque de “CBDC sintética” (es decir, dinero electrónico privado respaldado al 100% por dinero de bancos centrales) sugerido por Adrian y Mancini-Griffoli y se mantengan al margen de los clientes minoristas, ya que eso permitiría a los bancos comerciales tradicionales adaptarse y competir en ese ámbito y, además, preservaría el carácter “mayorista” de los bancos centrales, quedando la responsabilidad de las tareas diarias de prevención del blanqueo de capitales y conozca a su cliente bajo la responsabilidad de intermediarios financieros privados.
10. El argumento en favor de Libra expresado en su documentación técnica no es coherente: la inclusión financiera de las personas desfavorecidas es un buen argumento en apoyo del dinero electrónico nacional, como M-Pesa de Kenia) o cualquier otro sistema de bajo coste para remesas transfronterizas minoristas, pero no para la creación de una nueva moneda digital privada global con miles de millones de usuarios en todo el mundo, incluidos los países ricos, y con la ambición hayekiana de convertirse en una “moneda paralela” incluso en grandes países industrializados.⁶¹ La mayoría de los países industrializados nunca aceptará el concepto de una moneda paralela (*Parallelwährung*, para los alemanes...) que circule, incluso en formato digital, dentro de sus fronteras. Como el “ducado” de Hayek, Libra seguirá siendo, con toda probabilidad, una quimera, a menos que sus ambiciones se reduzcan de un modo significativo.

⁶¹ El argumento de Libra de Facebook es un buen ejemplo de lo que he descrito en otro sitio como “truco de la sinécdoque”, es decir, utilizar un caso estrecho, no representativo, que atrae apoyo del público para abogar por una política cuyos efectos prácticos serán mucho más amplios. Véase Manuel Conthe, “El truco de la sinécdoque”, disponible en <https://www.expansion.com/blogs/conthe/2018/09/25/el-truco-de-la-sinécdoque.html>



11. A día de hoy, cuando los estándares de valor son públicos en todos los casos, la oferta monetaria (es decir, la cantidad total de saldos líquidos mantenidos por el público) es una combinación de una pequeña cantidad de medios de intercambio públicos (efectivo) y un número enorme de privados (depósitos bancarios). Hay quienes han reclamado la emisión de CBDC abiertas al público para “renacionalizar” la oferta monetaria y, probablemente como consecuencia de la amenaza de Libra, hasta los bancos centrales más reticentes, como el Banco Central Europeo o la Reserva Federal, se han visto arrastrados a plantearse los posibles méritos de una CBDC. No es probable que haya cambios disruptivos en el futuro inmediato, pero, si una CBDC acaba por hacer la oferta de dinero más “nacionalizada” y menos privada, no sería extraño que Hayek se revoliera en su tumba.



9. EL PAQUETE BANCARIO DE JUNIO

**SOFÍA RODRÍGUEZ RICO, ENRIQUE CORCÓSTEGUI Y
JOSEP M^a VENDRELL SIMÓN, BANCO SABADELL¹**

9.1. RESUMEN

La crisis financiera desencadenó una profunda revisión de la regulación prudencial en el sector bancario. La UE está entrando en la fase final de la transposición al Derecho de la Unión de la mayoría de aspectos de los acuerdos globales alcanzados en materia de regulación bancaria.

El 23 de noviembre de 2016, la Comisión Europea lanzó una propuesta para enmendar la Directiva sobre los Requisitos de Capital (DRC IV), el Reglamento sobre los Requisitos de capital (RRC), la Directiva sobre Reestructuración y Resolución Bancaria (DRRB) y el Reglamento del Mecanismo Único de Resolución (RMUR). Este conjunto de normas se conoce comúnmente como el Paquete de Reducción de Riesgos (PRR). El 7 de junio de 2019, tras meses de intensas discusiones, se publicaron los textos definitivos en el Diario Oficial de la Unión Europea.

El PRR incluye elementos acordados a escala internacional por los organismos encargados de fijar estándares financieros globales, además de una serie de medidas específicas para satisfacer las particularidades de la UE. Mediante el reforzamiento de los requerimientos de capital, de apalancamiento y de liquidez, así como de la mejora de la resolubilidad bancaria, las normas acordadas pretenden reducir los riesgos en el sector financiero al aumentar la resiliencia de los bancos ante futuros shocks. En líneas generales, la implementación del PRR representa otro avance significativo en la solidez del régimen regulatorio de la UE. Sin embargo, la agenda de cambios regulatorios no se ha detenido y la implementación de “Basilea IV” ya está sobre la mesa.

¹ Sofía Rodríguez es Subdirectora General y la *Chief Economist* de Banco Sabadell. Enrique Corcóstegui es Director de Análisis de Regulación y Public Policy y Josep M^a Vendrell Simón es Director de Entorno Financiero en el Servicio de Estudios de Banco Sabadell.



A pesar de los progresos en el fortalecimiento del marco regulador y de supervisión llevados a cabo por la UE y de la mejora del marco institucional, el PRR no debería interferir en el proceso de eliminación de los obstáculos que impiden una mayor integración y desarrollo del mercado Europeo. La arquitectura financiera de la UE todavía no está suficientemente preparada para una integración transfronteriza. Sigue habiendo incentivos para barreras protectoras (ring-fencing) y sesgos nacionales. También existen nuevos retos futuros a los que la regulación deberá hacer frente, como los riesgos a la estabilidad financiera planteados por el cambio climático y la ciberseguridad.

En las páginas siguientes: (i) resumimos las nuevas regulaciones y la nueva arquitectura financiera de la UE, (ii) ofrecemos una valoración general de la situación actual, (iii) explicamos los elementos principales de la futura regulación Basilea IV y (iv) proporcionamos nuestras opiniones sobre lo que consideramos serán los principales desafíos futuros en el contexto de las importantes transformaciones a las que deberá hacer frente el sistema bancario.

Palabras clave: regulación prudencial, Basilea III, unión bancaria, código normativo único, paquete de reducción de riesgos MREL

Disclaimer: Las opiniones expresadas en el presente artículo son de los autores y no representan necesariamente las opiniones de sus empleadores actuales o anteriores.

9.2. INTRODUCCIÓN: ARQUITECTURA INSTITUCIONAL DE LA UE Y LA RESPUESTA REGULATORIA A LA CRISIS

9.2.1. LA UNIÓN BANCARIA Y EL CÓDIGO NORMATIVO ÚNICO

La crisis financiera global ha sido uno de los eventos más disruptivos en décadas. Las tensiones procedentes de una parte relativamente pequeña del sistema financiero se transformaron en una grave crisis global que acarreó masivos costes económicos y sociales. Dada su severidad, persistencia y complejidad, es difícil identificar una causa única de la crisis. Sin embargo, parece claro que la acumulación de desequilibrios financieros estuvo en el corazón de los problemas.

En la Unión Europea (UE), la respuesta inmediata del sector público a la crisis fue menos contundente que las acciones tomadas por las autoridades de los Estados Unidos. Esto se debió, sobre todo, a la falta de coordinación en lo que era una arquitectura política y financiera incompleta. A fin de subsanar algunas de estas cuestiones estructurales, las autoridades europeas concluyeron que el funcionamiento adecuado de la Unión Económica y Monetaria requería de una “Unión Bancaria” (UB) en la Eurozona. La UB restauraría, preservaría y reforzaría la integración financiera mediante la reducción de la dependencia de los bancos en la deuda soberana y minimizaría los riesgos procedentes de perturbaciones financieras y contagios para los contribuyentes. La UB también permitiría que los bancos expandieran su base inversora y de financiación para contribuir a aislar sus balances de posibles vulnerabilidades en la deuda soberana nacional. Un marco como el que se propuso implícitamente reconoce que, dentro de una unión



monetaria, el sector financiero puede generar externalidades de gran alcance, así como riesgos transfronterizos para los contribuyentes, por lo que debería supervisarse a escala de la Eurozona. De esta manera, la influencia de los bancos sobre las autoridades nacionales se restringiría.

Para ello, era necesario establecer un régimen de supervisión y de resolución bancaria integrado y un sistema de seguros común para los depósitos en la Eurozona, lo cual constituye los tres pilares de la UB. Los dos primeros pilares ya están en funcionamiento: el Mecanismo Único de Supervisión (MUS) –operativo desde 2014– y el Mecanismo Único de Resolución (MUR) –establecido en 2016– que incluyen la Junta Única de Resolución (JUR) y el Fondo Único de Resolución (FUR). El Sistema Europeo de Garantía de Depósitos (SEGD) es el pilar restante en la UB.

La piedra angular a partir de la cual se levantan los tres pilares es el llamado código normativo único para la regulación financiera. La lógica sugiere que un mercado único ha de contar con normas comunes para la supervisión y la regulación de las instituciones crediticias. El código normativo único promueve el funcionamiento eficiente del mercado único y facilita una mayor integración financiera en Europa. Esto reduce las oportunidades de arbitraje regulatorio y disminuye posibles distorsiones competitivas. Con un código normativo único, se mejora la transparencia y, sobre el papel, hay una reducción de costes en materia de regulación y cumplimiento normativo.

De ahí que la armonización y el fortalecimiento del marco regulatorio del capital bancario mediante el código normativo único siempre hayan sido aspectos críticos para el éxito de la UB.

9.2.2. BASILEA III: CAPITAL, LIQUIDEZ Y EL FIN DEL CONCEPTO “TOO BIG TO FAIL”

A pesar del hecho de que el escenario previo a la crisis era el de bancos relativamente bien capitalizados, durante la crisis los mercados perdieron la confianza en las ratios regulatorias de capital y empezaron a centrarse en medidas alternativas más estrictas (por ejemplo, capital ordinario tangible). Esto fue impulsado parcialmente por el hecho de que la mayoría de los bancos que acabaron recibiendo ayudas de estado contaban con ratios de capital por encima del mínimo requerido. La comunidad regulatoria global extrajo algunas conclusiones de esta experiencia: (i) los bancos disponían de demasiado poco capital en relación con determinados riesgos; (ii) los bancos poseían capital de baja calidad; (iii) el capital regulatorio no estaba lo suficientemente armonizado y la información sobre el capital era limitada.

Justo después de la crisis financiera, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (CSBB), impulsado por el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB, por sus siglas en inglés), llevó a cabo una profunda reforma del marco de regulación bancaria internacional. En 2010, el CSBB realizó propuestas para subsanar estas deficiencias y aumentar la resiliencia del sector bancario en tres áreas clave: (i) capital; (ii) liquidez y (iii) bancos globales de importancia sistémica (G-SIB, por sus siglas en inglés). En cuanto al capital,



las propuestas estaban formadas por cuatro principales. Los primeros dos elementos se referían a la ratio mínima de capital: la definición de capital (numerador) y la cobertura del riesgo (denominador). El tercer elemento tenía por objetivo la retención de capital y abordaba la prociclicidad mediante la acumulación de colchones de capital. Finalmente, el cuarto elemento era la ratio de apalancamiento, que actúa como freno ante el crecimiento excesivo del crédito.

Todas estas propuestas se concretaron en lo que se conoce como el marco de Basilea III, que introdujo cambios significativos en relación con el marco anterior (Basilea II). Como resultado, se establecieron las bases para un sistema bancario más resiliente, diseñado para impedir la acumulación de vulnerabilidades sistémicas.

La fase inicial de la reforma Basilea III se focalizó en el fortalecimiento de determinados aspectos del marco regulatorio:

- Mejorar la calidad del capital regulatorio bancario, favoreciendo un mayor uso de capital ordinario de nivel 1 (CET1) en la absorción de pérdidas.
- Aumentar el nivel mínimo de los requisitos de capital para garantizar que los bancos son lo suficiente resilientes para soportar pérdidas en tiempos de estrés.
- Mejorar la gestión del riesgo mediante la revisión del marco de capital ponderado por riesgo, que demostró estar deficientemente calibrado antes de la crisis, incluidos los estándares globales para el riesgo del mercado, el riesgo de crédito de contraparte y la titulización.
- Añadir elementos macroprudenciales al marco regulatorio, a través de:
 - (i) La introducción de colchones de capital que se acumulan durante las épocas de bonanza y pueden retirarse en épocas de estrés, a fin de limitar la prociclicidad.
 - (ii) El establecimiento de un régimen de grandes exposiciones para mitigar los riesgos sistémicos que surgen de las interrelaciones entre las instituciones financieras y la concentración de exposiciones.
 - (iii) Introducir un colchón de capital para abordar las posibles externalidades creadas por bancos de importancia sistémica.
- Especificar una ratio de apalancamiento mínima para limitar el apalancamiento excesivo en el sistema bancario y complementar los requisitos de capital ponderado por riesgo.
- Introducir un marco internacional para mitigar el excesivo riesgo de liquidez y una excesiva transformación de vencimientos. Las normas de liquidez de Basilea III tienen por objetivo garantizar que los bancos confían en su propia capacidad para crear colchones de liquidez y aumentar la financiación estable, reduciendo de este modo la dependencia de los bancos centrales como proveedores de liquidez, sobre todo en épocas de crisis.

La UE adoptó dos paquetes legislativos clave, basados principalmente en los estándares mencionados más arriba.



La primera iniciativa se conoce como el paquete “DRC IV” de 2013, y comprende una directiva (DRC IV) y un reglamento (RRC). Reforzaba los requisitos prudenciales para que los bancos garantizaran su capacidad de absorber pérdidas provocadas por posibles shocks a la economía. En concreto, aumentaba la cantidad y la calidad de los requisitos de capital, mejoraba la cobertura de riesgos, limitaba el crecimiento del apalancamiento, además de mejorar los requisitos de gobernanza y transparencia.

La segunda iniciativa se conoce como la Directiva sobre Reestructuración y Resolución bancaria (DRRB) de 2014. Proporciona a las autoridades procedimientos para gestionar la quiebra de bancos. Desde su implementación, los bancos deben preparar planes de recuperación y resolución para garantizar su resolubilidad sin tener que recurrir a fondos públicos. Dado que no siempre puede evitarse la quiebra de instituciones bancarias y esta puede ser una fase natural en el ciclo de vida de una institución, la nueva regla general es que los bancos en quiebra deberían rescatarse “a sí mismos”, en lugar de que otros los rescaten. En consecuencia, los accionistas e inversores de los bancos deberán asumir los costes que surjan de la quiebra de una institución y del proceso de resolución. Además, en caso necesario, los fondos de resolución nacionales proporcionarían recursos adicionales.

9.2.3. OTROS ELEMENTOS DE LAS REFORMAS POSTERIORES A LA CRISIS

Ha habido numerosas iniciativas reguladoras más allá del marco del capital y de la resolución. La DRC IV ya incluye consideraciones prudenciales relacionadas con la gestión del riesgo, la gobernanza y la remuneración. Entre las iniciativas que quedan fuera del alcance de la DRC IV, vale la pena destacar que:

La protección al consumidor se ha convertido en una parte central de la legislación, con regulaciones como la Directiva relativa a los Mercados de Instrumentos Financieros (MiFID II) que impone mayor transparencia, calidad y simplicidad a la información que las empresas financieras proveen a sus clientes, así como un asesoramiento mucho más regulado y adaptado a los conocimientos de cada cliente.

La respuesta regulatoria también abordó problemas fuera del sector bancario, con medidas para mejorar la transparencia y seguridad de los mercados financieros mayoristas y las infraestructuras de mercado. En la UE, estas reformas están contenidas en el Reglamento relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones (Reglamento EMIR), que obliga a las infraestructuras de los mercados a cumplir con determinados criterios de liquidez y funcionalidad, a la vez que aumenta el poder de los supervisores. Además, el estándar exige que los agentes informen de todas sus operaciones e incentiva el uso de la liquidación centralizada de operaciones de mercados paralelos (OTC).

Adicionalmente, en lo que se refiere al fortalecimiento del marco institucional y regulatorio, vale la pena destacar otra lección de la crisis: la solidez financiera de las instituciones individuales no evita la acumulación de riesgos sistémicos. Este cambio de paradigma favoreció la inclusión de la visión macroprudencial del sistema financiero y



la creación del Sistema Europeo de Supervisores Financieros, que incluye tres autoridades de supervisión sectoriales (la Autoridad Bancaria Europea (EBA, por sus siglas en inglés), la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA, por sus siglas en inglés), la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación (EIOPA, por sus siglas en inglés), y la Junta Europea de Riesgo Sistémico (ESRB, por sus siglas en inglés). Por ahora, el marco macroprudencial está centrado sobre todo en el sistema bancario e incluye medidas de capital y basadas en la liquidez que se incluyen en los actos legislativos de la UE. Otras herramientas, como los instrumentos basados en el deudor (por ejemplo su capacidad de pago (debt-to-income ratio o DTI)) siguen siendo nacionales.

9.3. PROMOCIÓN DE LA REDUCCIÓN DEL RIESGO

Justo después de la implementación de estas reformas, el informe de los cinco presidentes –publicado el 22 de junio de 2015– identificó la culminación de la UB como una de las principales prioridades de su proyecto global para el establecimiento de una Unión Económica y Monetaria fuerte. Como condición previa para este paso, el informe sugirió que deberían tomarse medidas adicionales para reducir los riesgos en el sistema bancario de la UE, para poder avanzar en una mayor mutualización de riesgos. El orden de estos conceptos es importante: primero, los bancos europeos necesitaban seguir reduciendo sus riesgos para que, en segundo lugar, los riesgos que permanecieran pudieran mutualizarse. Unos meses más tarde, el 24 de noviembre de 2015, la Comisión Europea (CE) publicó un documento titulado “Hacia la culminación de la unión bancaria” que abordaba la necesidad de seguir reduciendo el riesgo como un paso fundamental y necesario para culminar la UB, en particular su tercer pilar (el SEGD).

Así, la CE se comprometió a implementar el “Paquete de Reducción de Riesgo”, en el que se reflejaban las políticas acordadas en el CSBB.

Este nuevo marco tiene por objetivo reducir los riesgos en los sectores bancarios de los Estados miembros y crear las condiciones necesarias para una mayor mutualización de riesgos en toda la UE. El 23 de noviembre de 2016, la CE presentó una revisión del marco regulador bancario, que consecuentemente se negoció durante un periodo de casi tres años con el Parlamento Europeo y el Consejo de la UE. Finalmente, el 14 de mayo de 2019, se adoptó el paquete de reducción de riesgo con la inclusión de una serie de nuevos retos para las instituciones europeas en los próximos años y, el 7 de junio de 2019, los documentos se publicaron en el Diario Oficial de la UE.

9.3.1. PAQUETE DE REDUCCIÓN DEL RIESGO (PRR)

Las nuevas disposiciones en el PRR pueden desglosarse en tres categorías principales. La primera categoría consiste en aquellas disposiciones que son un reflejo directo de los estándares internacionales establecidos por el Comité de Basilea; la segunda incluye las disposiciones que abordan cuestiones específicas europeas; la tercera (y última catego-



ría) establece el marco de resolución. Los actos jurídicos definitivos que incorporan todo esto son el RRC 2; la DRC V y la DRRB II.

9.3.1.1. Estándares internacionales del Comité de Basilea

- **Ratio de apalancamiento**

Antes de la crisis financiera, en general, los activos de las entidades bancarias habían estado creciendo de forma significativa mientras que los niveles de capital no seguían la misma tendencia. Es más, el uso intensivo de los modelos internos sensibles al riesgo por parte de los bancos probablemente subestimaba los riesgos que se estaban asumiendo. A fin de solucionar esta cuestión, el CSBB introdujo la ratio de apalancamiento: un nuevo coeficiente de capital que actúa como mecanismo de seguridad frente a otros ratios de capital que sí son sensibles al riesgo. Se sitúa en el 3% del capital de nivel 1 (lo cual significa que los activos totales de un banco no pueden exceder un nivel equivalente a unas 33 veces su capital de nivel 1).

Adicionalmente, a fin de tomar en consideración los riesgos sistémicos, el CSBB estableció un recargo en la ratio de apalancamiento para los G-SIB equivalente al 50% de sus colchones G-SIB.

- **Coficiente de financiación estable neta (CFEN)**

Una de las funciones clave de un banco es la transformación de vencimientos, la cual tiene lugar cuando la financiación a corto plazo se usa para financiar proyectos a largo plazo. La crisis financiera demostró que existe un desfase entre riesgos e incentivos al aumentar esta transformación. Es más, si la transformación de vencimientos no se gestiona de forma adecuada, incluso los bancos solventes pueden enfrentarse a serios problemas de liquidez que incluso pueden desembocar en la quiebra de la institución.

A fin de abordar este problema, se diseñó un nuevo coeficiente de liquidez estructural, el CFEN, diseñado para promover la resiliencia durante un periodo de tiempo más largo a través de la creación de incentivos para que los bancos financien sus actividades con fuentes de financiación más estables.

El coeficiente, que vincula la financiación estable disponible de los bancos a su financiación estable requerida, se fija en el 100%. En términos sencillos, significa que los activos a largo plazo deben financiarse con deuda a largo plazo.

- **Grandes exposiciones**

El riesgo de grandes pérdidas asociado a la quiebra de una única contraparte o de un grupo de contrapartes conectadas fue introducido por el CSBB en abril de 2014 con la finalidad de garantizar que las exposiciones internacionales activas de los bancos a contrapartes específicas se monitorizaran y limitaran de manera adecuada. El RRC introdujo originalmente este estándar en Europa en 2013, pero dado que el CSBB no lo finalizó por completo en aquella época, el PRR retomó este estándar.

El marco de grandes exposiciones establece límites prudentes a las grandes exposiciones, a las que define como la suma de todas las exposiciones de un banco en una úni-



ca contraparte y los clientes conectados que sea igual o superior al 10% de su capital de nivel 1. El límite se fija en el 25% del capital de nivel 1 (no del capital total, como ocurría anteriormente). Además, se introdujo un límite más bajo del 15% para las exposiciones de los G-SIB a otros G-SIB, además de imponerse el uso del enfoque estandarizado del riesgo de crédito de contraparte a fin de determinar las exposiciones a las transacciones derivadas de OTC (incluso para los bancos que usan los modelos internos).

- **Revisión fundamental de la cartera de negociación**

Las pérdidas que los bancos sufrieron en la crisis financiera revelaron que el diseño del marco no era lo suficientemente sólido para garantizar que los bancos pudieran soportar episodios de debilidades significativas del mercado. En consecuencia, en julio de 2009, el Comité de Basilea introdujo una serie de revisiones en el marco del riesgo del mercado. Mientras que estas reformas abordaban las deficiencias más urgentes del marco, el Comité reconoció que no se había dado solución a una serie de carencias estructurales que habían aflorado durante la crisis. Por consiguiente, puso en marcha una “revisión fundamental de la cartera de negociación” (FRTB, por sus siglas en inglés). El objetivo del proyecto era desarrollar un nuevo marco más robusto para establecer requisitos mínimos de capital para el riesgo del mercado, extrayendo conclusiones de la experiencia de “qué fue mal” en la fase anterior hasta la crisis. En 2016, el Comité de Basilea volvió a revisar la FRTB y, finalmente, acordó una nueva versión en enero de 2019.

La revisión especificaba sobre todo dos cuestiones que el PRR ha abordado parcialmente:

- o **Un criterio más estricto para la asignación de instrumentos a la cartera de negociación (no ha sido abordada, se abordará en Basilea IV).**

La definición del límite regulatorio entre la cartera bancaria (exposiciones sujetas a los requisitos del capital del riesgo del crédito) y la cartera de negociación (exposiciones sujetas en general a los requisitos de capital del riesgo de los mercados) confiaba únicamente en la intención del banco de negociar un instrumento y dejaba abierta la posibilidad de que un banco desplazara instrumentos entre su cartera de negociación y su cartera bancaria en busca de requisitos de capital más bajos.

- o **Revisión del enfoque de los modelos internos para abordar mejor los riesgos que se observaron durante la crisis e introducir un planteamiento estandarizado más sensible al riesgo (abordado en el PRR).**

El enfoque del modelo interno no era lo bastante exhaustivo como para incorporar todos los impulsores de riesgo relevantes que podrían desembocar en pérdidas materiales. Al mismo tiempo, el enfoque estandarizado carecía de sensibilidad al riesgo y, por lo tanto, no era una alternativa creíble al planteamiento del modelo interno.

Dado que la implementación de los requisitos de capital ha sido controvertida, se ha introducido inicialmente en el PRR como un marco de información para los bancos y que se utilizará en la propuesta de calibración final, esperada para junio de 2020.



- **Riesgo de crédito de contraparte (RCC)**

Las debilidades en las prácticas de gestión del riesgo de los derivados llevaron al CSBB a incluir un fortalecimiento de su marco para RCC destinado a las transacciones financieras de valores, en el caso de los derivados tanto OTC como de compensación central.

El RCC es un riesgo complejo en cuanto a su evaluación. Es un híbrido entre el riesgo de crédito y de mercado, y depende tanto de los cambios en la solvencia de la contraparte como de los movimientos en los factores de riesgo de mercado subyacentes.

El Comité de Basilea desarrolló en 2014 el enfoque estandarizado del riesgo de crédito de contraparte (SA-CCR, por sus siglas en inglés) con el objetivo de ser capaz de: aplicar el marco a una amplia variedad de transacciones de derivados (con aportación y sin aportación de margen, bilaterales y de compensación centralizada en cámaras); implementarse de forma fácil y abordar deficiencias conocidas de los métodos usados en la actualidad (el método de exposición original, el de precios de mercado y el método estandarizado).

El SA-CCR aborda algunas de las desventajas de la metodología anterior, ofreciendo una medición más sensible al riesgo de la exposición a una contraparte (reflejando los beneficios de compensación, de protección y colaterales), así como mejorando la calibración de las volatilidades observadas.

En línea con los estándares del CSBB, el PRR transpone el SA-CCR al Derecho de la UE y, entre otros aspectos, reemplaza el método de exposición original, el de precios de mercado y el método estandarizado vigente.

Es más, se incluye un enfoque estandarizado simplificado (SSA-CCR) para aquellas instituciones con un pequeño negocio de derivados (por debajo de 150 millones de euros y menos del 10% de los activos totales de la institución).

9.3.1.2. Cuestiones específicas europeas

- **Pilar 2**

Los requerimientos de capital de Pilar 2 son requisitos específicos fijados por los supervisores con la finalidad de cubrir los riesgos no incluidos en los requerimientos de capital de Pilar 1.

El PRR ha dividido este requisito en dos componentes que el Mecanismo Único de Supervisión (MUS) ya estaba abordando, un requisito de capital (P2R) y una guía de capital (P2G).

El P2R cubre los riesgos subestimados o no cubiertos por el Pilar 1 y es un requisito vinculante. Su incumplimiento puede implicar consecuencias legales para la institución. En cambio, el P2G es una recomendación del supervisor sobre el nivel de capital que debe mantenerse, y el cálculo se basa sobre todo en el escenario adverso del test de estrés. Aunque no es vinculante, los supervisores esperan un cumplimiento total.



El PRR aclara que tanto el P2R como el P2G tienen una perspectiva puramente microprudencial, a fin de evitar solapamientos con las herramientas macroprudenciales existentes.

Debe destacarse que el PRR ofrece flexibilidad adicional para que las entidades cubran parcialmente el P2R con instrumentos de capital que no sean el CET1.

- **Factores de apoyo a las pymes**

Las pequeñas y medianas empresas (pymes) son uno de los pilares de la economía de la Unión Europea, sobre la base del papel fundamental que desempeñan en el crecimiento económico y la creación de empleo. La regulación de capital de 2013 ya contenía un factor de apoyo para las pymes, que consistía en bajar los requisitos de capital en un 23,81% en concepto de exposiciones al riesgo de las pymes hasta la cantidad de 1,5 millones de euros.

El nuevo paquete bancario extendía la reducción en el requerimiento de capital para incluir hasta 2,5 millones de euros de una exposición de las pymes. Es más, el importe de exposición que exceda este umbral estará sujeto a una reducción del 15% en requisitos de capital.

No obstante, el marco final de Basilea III propone un marco más sensible al riesgo para el enfoque estandarizado, esto unido a que la ponderación del riesgo resultante de las exposiciones de las pymes es más baja, está provocando que las autoridades europeas reconsideren el factor de apoyo a las pymes.

- **NIIF9**

La transición del sistema contable de la NIC39 a la NIIF9 en 2018 generó un aumento en las provisiones contables, lo cual impactó en los recursos de capital de las entidades financieras. Este impacto tuvo lugar sin que hubiera un cambio en el perfil de riesgo ni en las pérdidas totales (esperadas + inesperadas) de las entidades.

Por lo tanto, era necesario revisar el marco prudencial a fin de hacerlo compatible con el régimen contable de pérdida esperada. El PRR permite que las entidades soliciten un periodo de transición de hasta 5 años en el que se mitigue de forma temporal el efecto negativo de estas provisiones sobre el capital de los bancos.

- **Software**

La clasificación de la UE del software como “activo intangible” en virtud de la NIC38 implica una desventaja competitiva para los bancos europeos, ya que los obliga a deducir las inversiones en software de la CET1.

La práctica no favorece la creación de capital tecnológico o humano en Europa y puede reducir los incentivos para que los bancos inviertan en tecnología, lo cual es necesario para ejecutar la transformación digital del sector. El PRR incluye un mandato para que la EBA evalúe los estándares técnicos en relación con el valor del software en caso de resolución o liquidación que pudiera justificar un trato más favorable y, tal vez, cambiar la clasificación actual de dichas inversiones como activos intangibles.



- **Lucha contra el blanqueo de capitales**

Algunos bancos europeos se han visto involucrados recientemente en escándalos de blanqueo de capitales, lo cual pone de manifiesto que procedimientos e infraestructuras débiles en materia de lucha contra el blanqueo de capitales pueden comprometer la viabilidad de un banco y tener graves consecuencias para la estabilidad financiera.

Las nuevas provisiones a este respecto en el paquete bancario tienen por objetivo reforzar la cooperación y el intercambio de información entre autoridades prudenciales y autoridades de lucha contra el blanqueo de capitales. Es más, los riesgos del blanqueo de capitales, además de tenerse en cuenta en el proceso de revisión y evaluación supervisora (PRES) del MUS, ya se han tomado en consideración en varios aspectos prudenciales, como las autorizaciones y test de idoneidad y adecuación.,

- **Empresa Matriz Intermediaria (EMI)/Sociedad Holding Intermediaria (SHI)**

El paquete bancario requiere que los grupos de terceros países que operen en la UE establezcan una EMI en la UE para permitir una supervisión más holística de las actividades bancarias en la región.

La empresa matriz intermediaria de la UE sigue la misma idea que los requisitos impuestos por los Estados Unidos para que los grandes bancos extranjeros establezcan IHC en su territorio.

El requerimiento de EMI de la UE se aplica a los G-SIB con sede fuera de la UE y una sucursal en la UE, así como a cualquier otro grupo de un tercer país que sea propietario de dos o más instituciones (instituciones crediticias o empresas de inversión) establecido en la UE con unos activos totales de al menos 40.000 millones de euros, frente al umbral estadounidense de 50.000 millones de dólares de Estados Unidos (se tendrán en cuenta en el cálculo los activos agregados de ambas sucursales y filiales de dichos grupos de terceros países).

En el caso de que grupos bancarios de terceros países que califiquen hayan establecido sucursales en la UE, deberán consolidarse bajo una institución existente o una nueva EMI.

Como las SHI de Estados Unidos, las EMI de la UE deberán satisfacer requisitos locales, incluidos, entre otros, la mejora de los estándares prudenciales de la UE, la presentación de informes regulatorios y de estándares contables, así como la gobernanza.

Dentro de la Eurozona, una EMI se considerará una entidad importante supervisada directamente por el MUS. Esta consideración de la EMI también tendrá un impacto sobre la planificación de la resolución, ya que los grupos bancarios deberían tomarse el requisito de introducción de una EMI de la UE como una señal de que las autoridades están avanzando hacia una estrategia de resolución de múltiples puntos de entrada, con la premisa de una cooperación limitada entre las autoridades de distintas jurisdicciones.

- **Factores medioambientales, sociales y de gobierno corporativo**

Los riesgos de los factores medioambientales, sociales y de gobierno corporativo se han tomado en consideración en el PRR. En particular, el paquete bancario incorpora un mandato para la EBA, aunque en una fase posterior, de incorporar estos riesgos en el



PRES. Además, a las grandes instituciones se les exigirá que revelen públicamente información sobre las exposiciones a los riesgos relacionados con factores medioambientales, sociales y de gobierno corporativo a partir de junio de 2022.

- **Divulgación y presentación de la información**

El paquete bancario establece un régimen de divulgación y presentación de la información que mejorará la transparencia y aumentará el intercambio de información con reguladores y supervisores.

Para los bancos más pequeños y menos complejos, se introducirán requisitos simplificados y proporcionados en términos de contenido y frecuencia.

9.3.1.3. Marco de resolución

El marco de resolución no solo pretende evitar las quiebras bancarias, sino también minimizar su impacto en caso de que ocurran. Desde la crisis de 2008, los bancos son más conscientes de que las quiebras son posibles y de que el dinero de los contribuyentes ya no se utilizará como parte de la solución.

Para tal fin, en noviembre de 2015 el Consejo de Estabilidad Financiera publicó un estándar internacional para que los G-SIB aplicaran la capacidad total de absorción de pérdidas (TLAC, por sus siglas en inglés). El estándar TLAC se ha diseñado para asegurar que un G-SIB, en caso de quiebra, tenga suficiente capacidad de absorción de pérdidas y de recapitalización para implementar una resolución ordinaria que minimice el impacto sobre la estabilidad financiera, asegure la continuidad de funciones críticas y evite la exposición de los fondos públicos a pérdidas.

En Europa, el PRR ha incorporado el estándar TLAC para los bancos G-SIB en el RRC2 y se ha desarrollado un marco de resolución específico para Europa a través de la revisión de la DRRB y del Reglamento del Mecanismo Único de Resolución (RMUR). Las últimas iniciativas establecen un Requisito Mínimo de Fondos Propios y Pasivos Admisibles (MREL, por sus siglas en inglés) establecido por las autoridades de resolución sobre una base banco a banco.

En Europa todos los bancos deberán cumplir con un nivel objetivo intermedio de MREL en 2022, así como un requerimiento pleno y vinculante en 2024.

El PRR también crea una nueva categoría de bancos llamados bancos “Top tier” que se aplica a las entidades o grupos de resolución con activos totales superiores a los 100.000 millones de euros.

La DRRB II exige que los bancos “Top tier” satisfagan parte de sus requisitos MREL con pasivos subordinados. Este requisito de subordinación deberá completarse para 2022. Los fondos propios subordinados y los pasivos elegibles deberán ser de al menos un 8% del total de los pasivos y fondos propios del banco. Sin embargo, bajo algunas condiciones, es posible que la autoridad de resolución permita que parte de los pasivos elegibles no estén subordinados.



Con el fin de minimizar los costes de cumplimiento del requisito de subordinación, la Directiva 2017/2399² creó una nueva deuda elegible subordinada a TLAC/MREL llamada “Senior Non-Preferred” que rebasa en términos de insolvencia los instrumentos de fondos propios pero que se sitúa por debajo de otros pasivos senior.

Adicionalmente, con el objetivo de mejorar la resolubilidad de los grupos bancarios, las autoridades de resolución deberían ser capaces de elevar a la matriz del grupo las pérdidas de una filial de la entidad o grupo de resolución sin necesidad de que la filial entre en resolución. Para tal fin, las autoridades de resolución podrán imponer requisitos MREL como un requerimiento “MREL interno” sobre las filiales. Los pasivos elegibles para el MREL interno deberán emitirse por la entidad de resolución y ser comprados por esta.

Si un banco incumple sus requisitos MREL/TLAC, podrá estar sujeto a restricciones sobre las distribuciones relacionadas con los dividendos e instrumentos de nivel 1 adicional, así como remuneración variable (M-MDA³). Durante los primeros nueve meses que sigan a un incumplimiento, podrán aplicarse restricciones solo si concurren determinadas circunstancias. Posteriormente, estas restricciones solo se podrán eximir si se cumplen situaciones específicas relacionadas con condiciones del mercado o estabilidad financiera.

Los bancos deben garantizar que las herramientas de resolución puedan ejercerse de forma efectiva. Si la responsabilidad se rige por la legislación de un tercer país, los bancos deberán incluir una cláusula por la que se declare que las contrapartes reconocen que sus créditos pueden ser amortizados o convertidos en fondos propios.

La DRRB 2 también incluye una serie de requisitos de conducta para prevenir la venta inapropiada de instrumentos MREL a inversores minoristas. En primer lugar, el vendedor de los pasivos MREL deberá realizar un test de idoneidad de acuerdo con las normas aplicables en la actualidad bajo la MiFID II. En segundo lugar, cuando la cartera del cliente minorista no supere los 500.000 euros, el vendedor deberá asegurarse de que el cliente minorista no invierta una cantidad agregada de más del 10% de la cartera, y que la cantidad invertida requerida inicialmente sea por lo menos de 10.000 euros. Como una alternativa a estos requisitos, los Estados miembros pueden fijar una cantidad de denominación mínima de al menos 50.000 euros.

Evaluación

El PRR representa un hito importante en la disminución del riesgo de quiebra de los bancos y para evitar los rescates por parte de los contribuyentes. Sin embargo, para algunas cuestiones que se han abordado dentro del paquete, este enfoque posiblemente no sea el adecuado. Algunos de los aspectos clave a remarcar serían los siguientes:

² Transpuesto al Derecho español por el Real Decreto-ley 11/2017, de 23 de junio, de medidas urgentes en materia financiera.

³ M-MDA: MREL Maximum Distributable Amount (importe máximo distribuible MREL)



- **Software.**

Las normas prudenciales prescriben que el uso del software bancario se penaliza en lugar de incentivarse. A diferencia de Estados Unidos, los bancos europeos se ven obligados a cubrir los gastos en software con una cantidad equivalente de capital. Los legisladores entendieron que se trataba de una penalización injusta, pero propusieron una solución intermedia cuando encargaron a la EBA que vinculara la potencial reducción de capital con su valor en escenarios de resolución/liquidación.

Esta solución limita el margen de maniobra de la EBA.

- **MREL.**

A diferencia de los Estados Unidos, donde los requisitos del TLAC solo se aplican a los G-SIB estadounidenses, la herramienta de restructuración de la deuda puede aplicarse a cualquier institución crediticia donde la resolución se considere viable y creíble. Esto es porque la DRRB exige que los bancos cumplan los requisitos MREL determinados por las autoridades de resolución sobre una base de banco a banco y que puede incluir un requisito de subordinación para aquellos bancos que se prevé vayan a resolverse antes que liquidarse de acuerdo con procedimientos de insolvencia normales.

El marco de resolución europeo separa las entidades en distintos niveles:

- o **Los G-SIB con participación activa en mercados de capitales** que están sujetos a los procedimientos de resolución y tienen la magnitud para hacer frente a los costes regulatorios recurrentes.
- o **Las instituciones medianas**, para las que la resolución podría considerarse de interés público, tienen acceso a los mercados de capitales, pero sus modelos de negocio podrían verse afectados por un MREL estricto y requisitos operativos.
- o **Las instituciones no sistémicas** que están sujetas a los procedimientos de insolvencia nacionales, tienen acceso limitado a los mercados de capitales y se están esforzando por asumir o hacer frente a los costes regulatorios.

Este marco claramente penaliza a los bancos europeos y genera una desventaja competitiva respecto a los bancos de otras jurisdicciones.

La regulación parece haber ido demasiado lejos al establecer un requisito MREL mínimo subordinado, que por lo general se fija en el 8% del total de los pasivos y fondos propios para bancos con más de 100.000 millones de euros en activos (deberá cumplirse a partir del 1 de enero de 2022).

Si comparamos este requisito con el coste del rescate de todos los bancos quebrados en España, Grecia, Chipre e Irlanda en lo que fue la crisis financiera más profunda desde la Gran Depresión, esto ascendió a cerca del 10% del total de los pasivos y fondos propios. Esta medida va más allá de imponer simplemente una disciplina prudencial y no hace falta decir que tiene un impacto sobre la rentabilidad recurrente de los bancos, en particular los bancos medianos.



- **Factor de apoyo a las pymes.**

Como se ha mencionado anteriormente, el ámbito de aplicación del factor de apoyo vigente para las exposiciones de las pymes se ha ampliado, pero representa una desviación histórica del estándar de Basilea.

Un mes después de entrar en vigor, la EBA recomendó que este incentivo se eliminara, ya que no está alineado con los estándares de Basilea. Esto no está en consonancia con la realidad europea, donde el crecimiento y los trabajos están fuertemente vinculados al sector de las pymes, mientras que el progreso real en relación con la Unión de los Mercados de Capitales sigue estando bajo discusión política.

Por último, es importante recordar que otras grandes jurisdicciones han traspuesto Basilea sin exacerbar las vulnerabilidades económicas estructurales.

9.3.2. “BASILEA IV”

La entrada en vigor del PRR no representa en modo alguno el fin del proceso de revisión de la regulación bancaria europea. En diciembre de 2017, el CSBB publicó sus documentos finales sobre la reforma de Basilea III, también conocida como “Basilea IV”. Estos últimos elementos todavía deben transponerse a la legislación europea. La CE ya se ha puesto a trabajar en el RRC III y la DRC VI.

Estas reformas deberían implementarse en 2022 (algunas de ellas con una fase de transición) y afectan al riesgo crediticio tanto en el enfoque estándar como en el enfoque basado en calificaciones internas, a la calibración final y el diseño del *output floor* a los enfoques del riesgo operacional y a la cuantificación del riesgo del ajuste de valoración del crédito (AVC). El PRR aprobado ya incluye algunos de estos aspectos.

Justo después de llegar a un acuerdo con el CSBB, la CE emitió una solicitud de asesoramiento a la EBA a fin de recibir una evaluación del impacto y recomendaciones sobre los diferentes estándares de cara a la implementación de Basilea IV en el Derecho de la UE.

La EBA elaboró un primer informe detallado sobre sus recomendaciones del paquete “Basilea IV” a la CE en agosto de 2019. En dicho informe quedaron dos estándares pendientes relacionados con la AVC y la FRTB que se incorporaron en un segundo informe de diciembre de 2019. Así pues, sobre la base de estos análisis, las instituciones europeas están trabajando en la revisión del PRR. Los temas clave que se espera que se aborden son:

- **Enfoque estandarizado**

Las revisiones del Comité del enfoque estandarizado para el riesgo crediticio mejoran el marco regulatorio mediante el aumento de su granularidad y su sensibilidad al riesgo.

Los bancos deberán llevar a cabo sus propios procedimientos de diligencia debida y desarrollar enfoques no basados en ratings para aquellas jurisdicciones que no pueden o no quieren usar ratings de crédito externos. Estas medidas reducen la dependencia de



los ratings de crédito externos y aseguran que los bancos tengan un mejor entendimiento de los perfiles de riesgo de sus contrapartes.

Las ponderaciones de riesgo de las principales categorías de exposición se han recalibrado con un enfoque más granular y sensible al riesgo. Es destacable que el tratamiento de las exposiciones de las pymes se haya mejorado y, en consecuencia, el CSBB alienta la eliminación del factor de apoyo a las pymes, recientemente aumentado en Europa con el paquete bancario.

- ***Enfoque IRB del riesgo de crédito***

La crisis financiera puso de relieve la excesiva complejidad del enfoque de los modelos internos del riesgo de crédito (IRB, por sus siglas en inglés), que provocaba una falta de comparabilidad de los requisitos de capital entre bancos y cuestionaba la solidez del mismo a la hora de modelizar determinadas clases de activos.

A fin de solucionar estas deficiencias, el CSBB ha eliminado la opción de usar el enfoque IRB avanzado para determinadas clases de activos, ha adoptado “input floors” (valores mínimos aplicables a los parámetros de cálculo bancarios usados como aportaciones para el cálculo de activos ponderados por riesgo) y ha ofrecido mayores especificaciones para la estimación de parámetros y así reducir la variabilidad de los activos ponderados por riesgo.

- ***Riesgo operacional***

En la actualidad, los bancos pueden calcular su riesgo operacional usando distintos enfoques. Sin embargo, los requerimientos de capital calculados con estos enfoques han demostrado ser insuficientes para cubrir de forma efectiva las pérdidas operativas, cuya naturaleza también demostró los límites de los modelos internos a la hora de calcular estos riesgos.

En consecuencia, los enfoques de medición avanzados (basados en modelos internos) para calcular los requisitos de capital por riesgo operacional y los tres enfoques estandarizados existentes se han sustituido por un único método estandarizado sensible al riesgo, que usarán todos los bancos. Determina los requisitos de capital de riesgo operativo sobre la base de los ingresos del banco y de sus pérdidas históricas, asumiendo que el riesgo operativo aumenta con los ingresos del banco y sus pérdidas ocurridas por riesgo operacional. Esto simplifica el cálculo de los requisitos de capital y mejora la comparabilidad entre bancos.

- ***«Output floor»***

Con el objetivo de reducir la variabilidad injustificada de los activos ponderados por riesgo, el marco Basilea II introdujo un “output floor” (límite mínimo sobre los resultados agregados). Sin embargo, su implementación ha sido inconsistente entre países.

En consecuencia, las reformas de Basilea III reemplazan el límite actual por otro basado en el enfoque estándar revisado de Basilea III. Este limita la capacidad de los bancos para reducir sus requisitos de capital respecto al enfoque estándar, garantizando de esta forma una mayor equidad entre los bancos que usan modelos internos y aquellos que usan el enfoque estándar.



De acuerdo con el «output floor» revisado, los activos ponderados por riesgo calculados usando modelos internos no pueden ser inferiores al 72,5% de los activos ponderados por riesgo calculados usando el enfoque estándar. En otras palabras, esto significa que los modelos internos no pueden reducir los activos ponderados por riesgo en más de un 27,5% en relación con el enfoque estándar.

El «output floor» se implementará gradualmente entre 2022 y 2027.

- *Ajuste de valoración del crédito (AVC)*

Las reformas de Basilea III introdujeron un recargo de capital para las pérdidas potenciales de los instrumentos derivados como consecuencia del deterioro en la solvencia de las contrapartes (riesgo AVC).

El Comité ha acordado revisar el marco AVC para mejorar su sensibilidad al riesgo (teniendo en cuenta el componente de exposición del riesgo AVC junto con sus coberturas asociadas), fortalecer su solidez (eliminando el uso de enfoques internos) y mejorar su coherencia (el marco ahora es coherente con los enfoques usados en el planteamiento del riesgo de mercado revisado basado en valoraciones a mercado).

Con la transposición de “Basilea IV” al Derecho de la UE, se completará en gran medida el marco regulatorio financiero posterior a la crisis. Sin embargo, las autoridades deberían continuar: (i) afrontando los obstáculos que en la actualidad impiden el buen funcionamiento de los distintos pilares de la UB y (ii) suministrando al sistema el marco prudencial apropiado que tenga en cuenta los riesgos y las incertidumbres de las nuevas realidades económicas.

9.4. PRINCIPALES RETOS FUTUROS

9.4.1. FRAGMENTACIÓN

Varias debilidades estructurales persisten en la UE. La mayoría se resumen en la falta de integración financiera o, en otras palabras, a la fragmentación del sistema financiero. El sector bancario sigue fragmentado en mercados nacionales. Los bancos no están en posición de considerar la Eurozona como su *mercado doméstico*. Existe una necesidad clara de emprender acciones que puedan ayudar a mejorar la escalabilidad en toda la UE, como la consolidación o el desarrollo transfronterizo, que son difíciles de lograr con una fragmentación regulatoria y supervisora persistente.

Existen muchas razones para ello, pero destacan cuatro.

En primer lugar, independientemente del gran progreso que ha supuesto la creación del marco normativo único, todavía hay amplio espacio para la discrecionalidad nacional. Existe una necesidad de estandarización de las normas en la UE (esto podría aplicarse a otras áreas como la lucha contra el blanqueo de capitales, los impuestos sobre los instrumentos financieros...). La cantidad de opciones y discrecionalidades nacionales sigue siendo elevada y los Estados miembros todavía tienen la última palabra en relación con algunas cuestiones como el tratamiento de las exposiciones soberanas, las grandes expo-



siciones, los regímenes de liquidez y las exenciones de requisitos prudenciales. El MUS supuestamente debe operar sobre un conjunto de reglas único. La DRC IV y el RRC se concibieron originalmente con aspectos específicos para la flexibilidad nacional. Sin embargo, el texto definitivo terminó reflejando una flexibilidad nacional incluso mayor. El ejercicio de esta discrecionalidad ampliada sin coordinación daña al mercado único.

En segundo lugar, en ausencia de herramientas comunes de gestión de crisis, los países recurrieron a medidas de compartimentación (ring-fencing) durante la crisis. Las barreras que colocaron todavía obstaculizan el libre flujo de capital y liquidez dentro de los grupos bancarios transfronterizos. Esto es sobre todo relevante para los grupos que se ven afectados por una supervisión en base única y también consolidada.

Si bien un grupo bancario ubicado en la UB es supervisado por el MUS y no por los supervisores domésticos u “anfitriones”, las filiales están sujetas a requerimientos individuales por parte de las autoridades nacionales. Las filiales de bancos multinacionales a menudo tienen importancia sistémica en países pequeños, por lo que la estabilidad del banco es de alta prioridad, mientras que la operativa del país anfitrión del banco no es fundamental para el banco matriz y, por lo tanto, tiene una prioridad más reducida para el supervisor del país de origen. El PRR no aborda por completo esta cuestión.

En tercer lugar, un SEGD con plena mutualización es esencial para la culminación de la UB. Un seguro común de los depósitos contribuye a la transmisión sin fisuras de la política monetaria e impide el flujo de depósitos a “safe havens”, lo cual altera la financiación bancaria y la provisión de crédito a la economía. El SEGD es necesario para aislar los depósitos de la deuda soberana doméstica. Solo de esta manera los depositarios estarán convencidos de que su dinero está seguro en cualquier banco europeo, independientemente del país en el que operen o residan legalmente.

El SEGD siempre se ha reconocido como una parte fundamental desde la concepción de la UB. Debería superarse urgentemente el bloqueo político existente. Las condiciones económicas actuales son favorables y ya se ha experimentado una reducción muy importante del riesgo en todo el sector bancario. Por nombrar algunos ejemplos claros: se han producido mejoras importantes en las posiciones de capital de los bancos, las provisiones son más elevadas, se han reducido los préstamos morosos, se ha producido un considerable progreso en la creación del FUR y el acuerdo político para su mecanismo de respaldo. Por consiguiente, la actual ventana de oportunidad puede y debería aprovecharse.

En cuarto lugar, se necesita mejorar las herramientas de gestión de crisis para la UB. Se han realizado progresos importantes para aclarar la manera de proceder con las instituciones financieras en problemas, pero todavía hay vacíos que deben corregirse. El obstáculo principal es que la UE carece de un régimen de insolvencia bancaria común y que las instituciones que lideran los procesos de insolvencia y resolución son distintas.

La decisión de poner a un banco en proceso de resolución depende de la evaluación de interés público del MUR, que determina si se requiere la conservación de las funciones críticas del banco para mantener la estabilidad financiera. Si el resultado de la evaluación de interés público es negativa, un banco en quiebra se mandará a una situación de insolvencia nacional y, luego, la decisión recaerá, según el Estado miembro,



en distintos procedimientos de insolvencia. Claramente se necesita un conjunto común de normas en materia de insolvencia.

9.4.2. NUEVAS REALIDADES ECONÓMICAS

- **BigTech, FinTech y transformación digital**

Los desarrollos tecnológicos y las nuevas regulaciones favorecen la entrada de nuevos competidores: las FinTech y las grandes empresas tecnológicas (BigTech). Estas últimas cuentan con unas características únicas que las asemejan a monopolios naturales y, sin embargo, están sujetas a requisitos menos estrictos, lo que las posiciona en una situación competitiva muy favorable.

Estas asimetrías regulatorias requieren la acción del legislador para equilibrar las condiciones de juego entre todos los participantes del mercado y evitar que los usuarios de los servicios de estas empresas tengan un nivel de protección inferior al de los consumidores de las entidades de crédito. La regulación debería concentrarse en el “qué”, no en el “quién”. Entre otras cuestiones, es clave el uso apropiado de los datos personales de los clientes.

- **Ciberseguridad**

Los riesgos cibernéticos no solo ponen en peligro la continuidad operativa del negocio bancario, sino que también pueden tener implicaciones para el resto de agentes y poner en riesgo la estabilidad financiera.

En general, los bancos por sí solos no pueden hacer frente a este nuevo reto y es necesario que las autoridades nacionales e internacionales se involucren en este ámbito, coordinando estrategias y facilitando la persecución de estos actos delictivos en las distintas jurisdicciones.

- **Riesgos del cambio climático**

El cambio climático tiene implicaciones económicas y financieras, tanto de forma directa como indirecta. Usando la terminología del FSB, el riesgo de desastres naturales más frecuentes y más severos (etiquetados como “riesgos físicos”) es cada vez mayor. A estos hay que sumar los “riesgos de transición” derivados de shocks ocurridos a causa de los cambios en las políticas públicas, de los ajustes en el comportamiento de los agentes económicos o de los cambios tecnológicos durante la transición hacia una economía con bajas emisiones de carbono.

La movilización de grandes cantidades de fondos del sector privado para pagar la descarbonización supone todo un reto financiero. En consecuencia, el sistema bancario, los mercados de bonos y los inversores institucionales podrían tener que adaptarse (o ser adaptados) para superar los posibles fallos del mercado y facilitar la disponibilidad de los fondos financieros a un coste aceptable.

Es más, la transición a una economía de bajas emisiones de carbono también comporta desafíos de estabilidad financiera. Por ejemplo, la a menudo citada teoría del “activo varado” asume que aproximadamente un tercio de las reservas de petróleo existentes



en el mundo no son económicamente viables. Esto, a su vez, significaría que podría haber una revalorización repentina de los activos con altas emisiones de carbono, que en su mayor parte se financian con deuda.

Europa, impulsada por el Plan de Acción de Finanzas Sostenibles de la CE, desempeña un papel de líder en la adaptación de esta nueva realidad. La CE tiene por objetivo: (i) reorientar los flujos de capital; (ii) gestionar los riesgos financieros; y (iii) fomentar la transparencia y la visión de largo plazo de la actividad económica y financiera. El sector financiero es un actor clave en la financiación de proyectos de sostenibilidad, pero necesita disponer de un marco prudencial claro.

9.5. OBSERVACIONES FINALES

En la prevención, la gestión y la resolución de crisis financieras, es importante contar con un conjunto de instituciones (bancos centrales, reguladores, supervisores, autoridades macroprudenciales, autoridades de resolución, agencias, etc.) con mandatos bien definidos y que dispongan de un abanico de herramientas lo suficientemente sofisticado.

Todos los desarrollos institucionales y regulatorios de los últimos años ponen de manifiesto hasta qué punto la arquitectura anterior era insuficiente. Se ha avanzado mucho y relativamente rápido en fortalecer el marco en el que operan los bancos. Llegados a este punto, vale la pena recalibrar lo que se ha hecho y atajar la falta de consistencia de las diferentes medidas. Por ejemplo, eliminando duplicidades e impactos no deseados creados por una carga regulatoria excesiva que han provocado, en ocasiones, objetivos opuestos.

Se podría argumentar que, a pesar de las buenas intenciones, parte de la regulación se centra en abordar las causas de las crisis anteriores, en lugar de garantizar realmente un sistema financiero sólido. En este sentido, habría sido preferible un enfoque más integrado y holístico.

De cara al futuro, no hay duda de que Basilea III refuerza la resiliencia del sector bancario y que la implementación del PRR seguirá acelerando la reducción de los riesgos en el sector bancario de la UE, los cuales ya han disminuido muy significativamente. Por lo tanto, es hora de que la UE empiece a avanzar con más mecanismos de mutualización del riesgo, para estar mejor preparada para la próxima crisis. Un enfoque pragmático y holístico para completar la UB con un SEGD con plena mutualización parece una manera sensata de avanzar. Con la instauración del SEGD, se fomentaría la integración transfronteriza en el sector y se reducirían los riesgos para la estabilidad financiera.

Además, si bien el marco regulador posterior a la crisis aumenta la resiliencia del sector bancario, las regulaciones no han sido tan exigentes para otros sectores. En particular, la ausencia de igualdad de condiciones en materia reguladora, para las BigTech, las Fintech y las entidades financieras no bancarias, podrían tener implicaciones para la estabilidad financiera. Además, el marco macroprudencial para las entidades que no son bancos no está tan desarrollado y carece de las herramientas apropiadas para hacer frente a los riesgos sistémicos que surgen de estas entidades.



En este sentido, es fundamental que exista una regulación efectiva y bien diseñada capaz de adaptarse rápidamente a nuevos entornos, con la vista puesta en la globalidad de los procesos y en las interrelaciones entre agentes económicos, entre riesgos y entre las distintas normas regulatorias.

De forma similar, es importante que los reguladores, en el despliegue de la regulación, tengan en cuenta no solo el impacto en los procesos y en los costes de las nuevas normas, sino también los efectos que genera la propia incertidumbre regulatoria en el sistema. Y es que la transposición de Basilea III al Derecho de la UE se ha caracterizado por un periodo extenso de incertidumbre en el calendario y falta de concreción sobre los detalles técnicos (niveles, calibración, perímetro, ...). Esto ha creado incertidumbre para la gestión estratégica de los bancos y ha aumentado el coste del cumplimiento regulatorio, que es muy significativo hoy en día. La incertidumbre, a su vez, reduce el atractivo de los bancos para los inversores, obstaculiza la capacidad de atraer capital al sector y su capacidad para financiar el desarrollo económico de la región. Los bancos deben ser rentables para generar y atraer capital. Esto garantiza la sostenibilidad y la solvencia del sector, necesaria para que pueda financiar a las familias, las empresas y las administraciones públicas, y garantizar que la estabilidad financiera de la UE no se vea comprometida.

Finalmente, el entorno operativo está cambiando muy rápido, especialmente en lo que tiene que ver con las nuevas tecnologías y medioambiente. El diseño de instituciones y la regulación debe hacerse con la vista puesta en estos nuevos retos. Por tanto, el foco ha de cambiar rápidamente, dejar atrás la crisis financiera, mirar hacia adelante y comenzar a diseñar un marco robusto para el nuevo entorno. Por último, las autoridades y el sector privado deben ser capaces de identificar correctamente las transformaciones económicas a las que nos enfrentamos y asegurar que están disponibles las herramientas y los marcos de riesgo apropiados para hacer frente a estos nuevos vectores de riesgo transversales y disruptivos. La lucha contra estos riesgos no debería dejarse únicamente en manos del sector bancario, ya que las autoridades estarían sobrecargando excesivamente a un agente privado con un objetivo que, en esencia, es público y más amplio.

REFERENCIAS

ACPR (2019): Dossiers - Mesures de réduction des risques, junio de 2019

BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION (2019): Minimum capital requirements for market risk, enero de 2019 (revisado, febrero de 2019).

- (2018): Consultative Document – Revisions to the minimum capital requirements for market risk, marzo de 2018.
- (2017): Basel III: Finalising post-crisis reforms, diciembre de 2017.
- (2014): The standardised approach for measuring counterparty credit risk exposures, marzo de 2014.
- (2014): Supervisory framework for measuring and controlling large exposures, abril de 2014.
- (2013): Basel III: The Net Stable Funding Ratio, octubre de 2014.



- (2013): Basel III: The Liquidity Coverage Ratio and liquidity risk monitoring tools, enero de 2013.

BOLTON, P., CECCHETTI, S., DANTHIE, J. P. y VIVES, X. (2019): Sound at Last? Assessing a Decade of Financial Regulation, The Future of Banking volume 1, IESE Banking Initiative y CEPR

DEUTSCHE BUNDESBANK (2019): The European banking package – revised rules in EU banking regulation, informe mensual de junio de 2019.

BCE (2014): Banking Union: meaning and implications for the future of banking. Discurso de Vítor Constâncio, Madrid, abril de 2014.

EUROFI (2019): Summary of the Eurofi High Level Seminar 2019, Bucarest, abril de 2019.

PARLAMENTO EUROPEO (2019): Banking Union: Defusing the “home/host” debate. Briefing (EGOV), julio de 2019

DIARIO OFICIAL DE LA UNIÓN EUROPEA:

- Directiva (UE) 2019/ 879 del Parlamento Europeo y del Consejo de 20 de mayo de 2019 por la que se modifica la Directiva 2014/ 59/ UE en relación con la capacidad de absorción de pérdidas y de recapitalización de las entidades de crédito y empresas de servicios de inversión, así como la Directiva 98/ 26/ CE.
- Directiva (UE) 2019/ 878 del Parlamento Europeo y del Consejo de 20 de mayo de 2019 por la que se modifica la Directiva 2013/ 36/ UE en lo que respecta a los entes exentos, las sociedades financieras de cartera, las sociedades financieras mixtas de cartera, las remuneraciones, las medidas y las facultades de supervisión y las medidas de conservación del capital.
- Directiva (UE) 2017/ 2399 del Parlamento Europeo y del Consejo de 12 de diciembre de 2017 por la que se modifica la Directiva 2014/59/UE en lo que respecta al orden de prioridad de los instrumentos de deuda no garantizada en caso de insolvencia.
- Directiva 2014/ 59/ UE del Parlamento Europeo y del Consejo de 15 de mayo de 2014 por la que se establece un marco para la reestructuración y la resolución de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión, y por la que se modifican la Directiva 82/891/CEE del Consejo, y las Directivas 2001/24/CE, 2002/47/CE, 2004/25/CE, 2005/56/CE, 2007/36/CE, 2011/35/UE, 2012/30/UE y 2013/36/UE, y los Reglamentos (UE) n.º 1093/2010 y (UE) n.º 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo.
- Directiva 2013/ 36/ UE del Parlamento Europeo y del Consejo de 26 de junio de 2013 relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a la supervisión prudencial de las entidades de crédito y las empresas de inversión, por la que se modifica la Directiva 2002/87/CE y se derogan las Directivas 2006/48/CE y 2006/49/CE.
- Comisión Europea (2016), Reglamento Delegado (UE) 2016/ 1450 de la Comisión de 23 de mayo de 2016 por el que se complementa la Directiva 2014/59/UE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación en las que se especifican los criterios relativos al método para establecer el requisito mínimo de fondos propios y pasivos admisibles.



- Reglamento (UE) 2019/ 877 del Parlamento Europeo y del Consejo de 20 de mayo de 2019 por el que se modifica el Reglamento (UE) n.º 806/2014 en lo que se refiere a la capacidad de absorción de pérdidas y de recapitalización para las entidades de crédito y las empresas de inversión.
- Reglamento (UE) 2019/ 876 del Parlamento Europeo y del Consejo de 20 de mayo de 2019 por el que se modifica el Reglamento (UE) n.º 575/2013 en lo que se refiere a la ratio de apalancamiento, la ratio de financiación estable neta, los requisitos de fondos propios y pasivos admisibles, el riesgo de crédito de contraparte, el riesgo de mercado, las exposiciones a entidades de contrapartida central, las exposiciones a organismos de inversión colectiva, las grandes exposiciones y los requisitos de presentación y divulgación de información, y el Reglamento (UE) n.º 648/2012.
- Reg. (UE) 806/ 2014, Reglamento (UE) n.º 806/ 2014 del Parlamento Europeo y del Consejo de 15 de julio de 2014 por el que se establecen normas uniformes y un procedimiento uniforme para la resolución de entidades de crédito y de determinadas empresas de servicios de inversión en el marco de un Mecanismo Único de Resolución y un Fondo Único de Resolución y se modifica el Reglamento (UE) n.º 1093/2010.
- Reg. (UE) 575/ 2013, Reglamento (UE) n.º 575/ 2013 del Parlamento Europeo y del Consejo de 26 de junio de 2013 sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión, y por el que se modifica el Reglamento (UE) n.º 648/2012.

THE LONG-TERM INVESTMENT TASK FORCE OF THE PARIS MARKETPLACE (2018): Betting on the Long-Term. Rebuilding investment for the Europe of Tomorrow.



10. CONSOLIDACIÓN DEL SECTOR BANCARIO EUROPEO: OBSTÁCULOS Y POLÍTICAS

MARTIN BOER Y ANDRÉS PORTILLA,
INSTITUTE OF INTERNATIONAL FINANCE (IIF)¹

10.1. RESUMEN

La consolidación del sector bancario europeo puede traducirse en unos bancos más fuertes y resilientes, además de impulsar la rentabilidad mediante el aumento de las economías de escala. Sin embargo, si bien el argumento de la consolidación es claro, existen varios obstáculos significativos a las fusiones y adquisiciones, que van desde la diversidad de factores económicos, políticos, normativos y culturales hasta las características del entorno de negocio en el que operan actualmente los bancos europeos. A estos retos se añade la incertidumbre geopolítica global y regional, así como los rápidos y profundos cambios de perspectiva del sector bancario mundial derivados de la evolución tecnológica y la innovación. En este capítulo hacemos un repaso del panorama bancario europeo actual, consideramos los distintos obstáculos a la consolidación y comentamos las recomendaciones de política dirigidas a fortalecer el sistema bancario europeo con vistas a crear un futuro más saludable, más estable y más rentable.

Palabras clave: Consolidación bancaria; Unión Bancaria Europea, Sistema de Garantía de Depósitos Europeo (EDIS, por sus siglas en inglés); Normativa bancaria; Banca transfronteriza.

¹ Martin Boer es director (Asuntos Regulatorios) y Andrés Portilla es director general (Asuntos Regulatorios) del Institute of International Finance (IIF) en Washington, D.C. Las opiniones expresadas en este artículo son exclusivamente las de los autores y no representan necesariamente las opiniones del IIF. Con nuestro agradecimiento a Kristina Haberson, de la Universidad de Ciencias Económicas y Dirección de Empresas de Viena, por su inestimable ayuda en la investigación.



10.2. INTRODUCCIÓN

El sector bancario global actual es totalmente distinto del anterior a la crisis financiera global. A escala mundial, los bancos han llevado a cabo una transformación fundamental de sus balances, aumentando la cantidad y la calidad de su capital, sus estrategias de financiación y su nivel general de liquidez. Los bancos europeos, en línea con la tendencia global, han reforzado sustancialmente sus posiciones de liquidez y capital. Sin embargo, existe una serie de factores que han incidido negativamente en su rentabilidad. En este momento, son muchos los bancos que no pueden cubrir sus costes de capital. Los conceptos de financiación corporativa tradicionales indican que las fusiones y adquisiciones podrían ser una vía para conseguir más economías de escala y, por consiguiente, una mayor rentabilidad. Un sistema bancario consolidado sería más saludable, más estable y más rentable. Además, un sistema financiero saludable tendría un impacto positivo en la economía europea en general, lo que contribuiría a espolear la inversión, el empleo, el comercio y el crecimiento económico. A su vez, esto crearía un círculo virtuoso en el que el sector bancario se beneficiaría de la fortaleza de la economía en general, como ocurrió en décadas pasadas anteriores a la crisis financiera.

Si esa premisa es cierta, habría que preguntarse por qué no está produciéndose una mayor consolidación y qué pueden hacer las autoridades y los responsables de las políticas para estimularla, dos preguntas importantes que vamos a tratar en este capítulo.

10.3. ¿HAY DEMASIADOS BANCOS EN EUROPA?

En 2017, Danièle Nouy, anterior presidenta del Consejo de Supervisión del Banco Central Europeo (BCE), pronunció un fogoso discurso en Madrid titulado “¿Demasiado de algo bueno? Necesidad de consolidación en el sector bancario europeo”.² La Sra. Nouy argumentaba que, por sí misma, la banca es algo bueno, pero cuando el sector bancario crece en demasía, la economía puede verse aquejada de un exceso de bancos, lo que puede afectar a la salud de los propios bancos y, por extensión, a la de la economía en general.

El exceso de bancos puede producirse cuando existen demasiados bancos que, por diversos motivos, no salen del mercado. Una situación de ese tipo daría lugar a una gran competencia entre los bancos y, por consiguiente, a escasos beneficios, dividendos bajos o nulos y una menor capacidad de esas entidades para crear colchones de capital. Además, los bancos se inclinarían a asumir riesgos mayores para aumentar sus beneficios, lo que causaría inestabilidad. El sector bancario podría ser demasiado grande no solo en comparación con otros sectores, lo que podría inhibir el crecimiento, sino también por comparación con otras fuentes de financiación, como los mercados de capitales, lo que haría que las economías basadas en la banca salieran más perjudicadas en caso de crisis.

² Danièle Nouy 2017. “Too much of a good thing? The need for consolidation in the European banking sector”, 27 de septiembre de 2017



Además, el sector bancario podría ser demasiado grande en relación con sus activos, lo que puede constituir una señal de sobreendeudamiento de la economía. Una economía, por lo tanto, puede estar aquejada de un exceso de bancos en muchos sentidos interconectados.³

Más recientemente, Andrea Enria, nuevo presidente del Consejo de Supervisión del BCE, dijo que eliminar el exceso de capacidad de los sistemas sigue siendo un reto estructural en el sector bancario europeo: “La consolidación beneficiaría al sector, pero parece existir una serie de impedimentos que bloquean los avances”.⁴ En la última década, los funcionarios de la Unión Europea han intentado dar prioridad a la consolidación del sector bancario europeo, especialmente después de que la crisis financiera expusiera las debilidades del sector financiero, que se vieron exacerbadas por los vínculos existentes entre los sectores bancario y soberano.

Al extenderse la crisis financiera por la Zona euro, se hizo evidente la necesidad de una integración más profunda de los sectores bancarios, algo que no se había conseguido en los intentos iniciales de aproximar la normativa bancaria en todas las jurisdicciones de la UE, especialmente cuando los sistemas financieros de esos países se consideraban sustancialmente interdependientes. La Unión Bancaria Europea se creó en 2014 para estimular esa integración mediante el establecimiento de un Mecanismo Único de Supervisión (MUS) y un Mecanismo Único de Resolución (MUR), además de un único código normativo.

Si bien estas instituciones ya han conseguido mucho en el sentido de hacer la supervisión más coherente y proporcionar un marco de resolución común, la Unión Bancaria sigue sin completarse y los bancos europeos aún siguen operando a escala nacional, especialmente los bancos minoristas, y la aspiración a un mercado único de servicios financieros totalmente integrado sigue quedando lejos.

10.4. LA BANCA DE LA EUROPA ACTUAL

El mercado bancario de la Eurozona ha estado fragmentado, y sigue estándolo, desde el inicio de la crisis financiera. Lo demuestra, primero, el hecho de que los créditos transfronterizos en la Zona euro y la cuota de mercado de las sucursales y filiales extranjeras han disminuido desde 2008, y segundo, que en 2017 las entidades nacionales constituían el 86% de los préstamos a entidades no financieras de la Eurozona, un porcentaje que no ha variado en los últimos años. Además, en 2016, la cuota de los bancos de propiedad extranjera en el sistema bancario nacional era solo del 17%.⁵

³ Danièle Nouy 2017.

⁴ Andrea Enria 2019. “The banking union – a personal view on its past, present and future”, 30 de octubre de 2019.

⁵ Philipp Hildebrand 2018. “What next for banking union?”, 8 de junio de 2018.

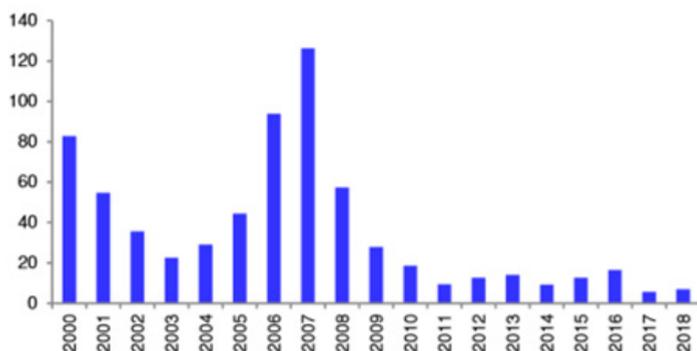


No es fácil determinar cuál sería el tamaño óptimo de un sistema financiero. La consolidación aporta ventajas considerables, pero un número demasiado bajo de bancos también podría dar lugar a una falta de competencia que, potencialmente, podría perjudicar a los consumidores, hacer disminuir la innovación y pesar en el crecimiento económico.

En 2018 había 6.088 entidades de crédito en los 28 países miembros de la Unión Europea, un 2,6% menos que el año anterior, con una reducción de 2.437 (29%) respecto a 2009, lo que significa que una de cada cuatro entidades había desaparecido desde la crisis financiera.⁶ Ese descenso es comparable al de Estado Unidos, donde en 2018 había 4.715 bancos comerciales, un 31% menos que en 2009 (6.829).⁷

Sin embargo, también ocurre que la consolidación observada en Europa en los últimos años se ha producido a escala nacional, dentro de las fronteras de los Estados miembros. La Figura 1 muestra que el total de operaciones de fusión y adquisición ha disminuido hasta menos de 10.000 millones de USD en 2018 respecto a los 130.000 millones de USD de 2007. El número de fusiones y adquisiciones transfronterizas también ha descendido en los últimos años: solo 28 operaciones en 2017, en comparación con las 65 de 2010.⁸ Las fusiones bancarias, especialmente las transfronterizas, parecen haberse ralentizado desde la crisis financiera, no solo en valor, sino también en número.⁹

FIGURA 1: LAS FUSIONES Y ADQUISICIONES DE BANCOS EUROPEOS HAN DISMINUIDO POR VALOR (MILES DE MILLONES DE USD)



Fuentes: Deutsche Bank, Dealogic

⁶ European Banking Federation 2019. “Banking in Europe: EBF Facts & Figures 2019”

⁷ FDIC Statistics at a Glance 2019. “Historical Trends, as of June 30, 2019”.

⁸ ZEB 2018. “European Banking study”, noviembre de 2018.

⁹ Deutsche Bank 2019. “How to fix European banking...and why it matters”, 13 de marzo de 2019.



Otra forma de establecer el tamaño relativo del sector bancario europeo es la ratio de activos bancarios/PIB, que se sitúa en el 86% en la UE y que va del 179% de Dinamarca y el 135% de Portugal o el 127% de los Países Bajos al 40% de Rumanía y el 18% de Chipre. En comparación, los activos totales del sector bancario estadounidense solo representan un 63% del PIB.¹⁰ Existen motivos bien conocidos para esta situación, incluidas distintas estructuras de sistemas bancarios, mercados hipotecarios y las circunstancias respectivas de los mercados de capitales, pero la diferencia sigue siendo impactante.¹¹

Además, entre otras cosas, los cinco mayores bancos de EE. UU. comparten el 50% de los activos bancarios, mientras que los cinco mayores bancos de la UE comparten menos de un cuarto de los activos de todos los bancos del grupo. Así, la concentración del sector bancario estadounidense dobla la del europeo. El sector bancario de EE. UU. constituye un solo mercado, mientras que Europa está fragmentada en mercados nacionales. En ausencia de una plena unión bancaria, la Eurozona sigue dividida en 19 mercados separados, cada uno de ellos con sus propios requisitos de regulación y supervisión. Debido al hecho de que el sistema bancario europeo está considerablemente más fragmentado que los de otros mercados desarrollados, las posiciones competitivas de los bancos sufren y las rentabilidades son estructuralmente menores.¹²

Existen claras diferencias entre los Estados europeos en cuanto a la tendencia de consolidación general de Europa. Algunos grandes mercados, incluidos Alemania, Austria y Suiza, tienen un alto potencial de consolidación por sus sectores bancarios heterogéneos y dispersos (por ejemplo, cajas de ahorros, cooperativas y bancos privados), y en algunos casos la segmentación se recoge en las leyes bancarias del país a fin de salvaguardar algunos objetivos públicos o sociales.

La Figura 2 muestra la probabilidad de consolidación adicional basada en la cuota de mercado de los cinco bancos principales y el cambio del número general de bancos. Austria, Alemania, Italia, Polonia y Suiza se identifican como los países con mayor potencial de consolidación. En cambio, no es probable que otros mercados regionales como Benelux y Escandinavia, por ejemplo, que ya han pasado por ese proceso, sigan consolidándose.¹³

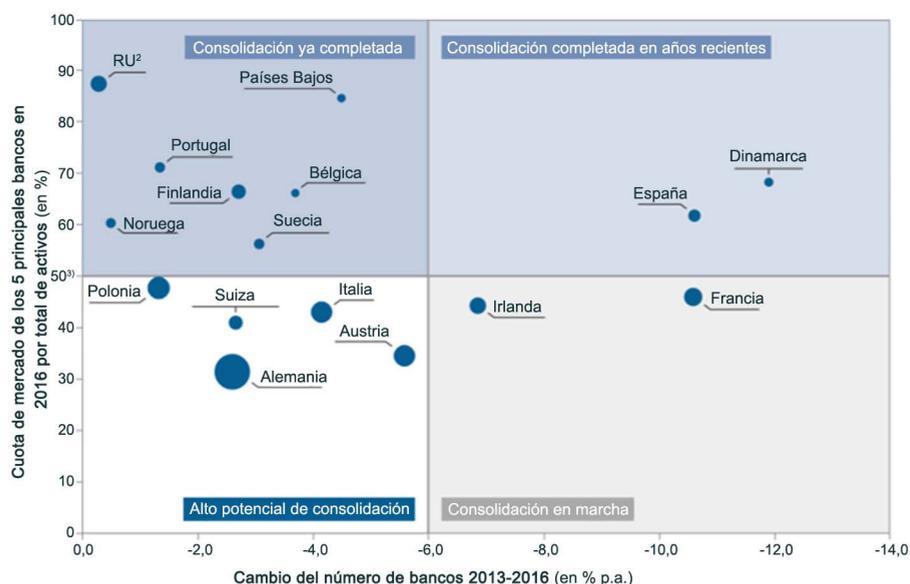
¹⁰ Global Economy.Com 2019. "Bank assets to GDP in the European union and United States"; los datos más recientes son de 2016.

¹¹ Danièle Nouy 2017.

¹² Deutsche Bank 2019.

¹³ ZEB (2018). "European Banking study". Página 16. Aunque podrían producirse varias operaciones (pequeñas), ZEB no esperaría grandes cambios en relación con los 50 principales bancos de Europa, y señaló que aún quedaba un largo camino por recorrer en el frente político para que la situación europea pueda compararse con otros grandes mercados bancarios como EE. UU. o China., donde los bancos funcionarían bien en grandes mercados domésticos armonizados.

FIGURA 2: FASES DE CONSOLIDACIÓN EN EUROPA



Fuentes: BCE, FBE, ZEB

En países como Francia, Alemania, Italia, los Países Bajos y España, la cuota de activos de sucursales y filiales extranjeras de la Zona euro también sigue siendo extremadamente baja, mientras que la cuota solo es sustancial en algunos Estados miembros más pequeños, como Eslovaquia y Luxemburgo.¹⁴

La banca minorista transfronteriza es escasa en general en toda la Eurozona. Por ejemplo, solo un 1% de familias europeas y un 9% de instituciones no financieras tienen préstamos transfronterizos, y prácticamente ninguna familia y solo un 8% de empresas tienen depósitos transfronterizos. Aunque se suponía que la creación del Mercado Único llevaría a la consolidación, lo que mejoraría las rentabilidades de la banca, lo cierto es que solo en Bélgica, Dinamarca y los Países Bajos ha habido una consolidación significativa de los sectores bancarios.¹⁵

10.5. VENTAJAS DE LA CONSOLIDACIÓN

La consolidación puede producirse cuando un banco abandona un mercado o cuando se fusiona con otro banco. Con contadas excepciones, ninguna de estas cosas está ocurriendo actualmente en Europa. Nouy enfatiza que las fusiones bancarias podrían

¹⁴ Hildebrand 2018.

¹⁵ Deutsche Bank 2019.



ayudar a reducir la capacidad y aumentar la eficiencia de los bancos. Junto a las fusiones nacionales, las fusiones transfronterizas, concretamente, no solo contribuirían a reducir el sector bancario, sino también a hacer más profunda la integración, lo que respaldaría el objetivo de un sector bancario auténticamente europeo. De ese modo, los ahorradores tendrían más opciones de inversión, habría más fuentes de financiación disponibles para las empresas, mejoraría la compartición de riesgos y la economía ganaría en estabilidad y eficiencia. Los bancos podrían diversificar mejor sus carteras y podrían generar economías de escala, lo que los volvería más eficientes y más rentables.¹⁶

Un mercado bancario europeo más desarrollado e integrado reduciría la vulnerabilidad de los bancos a shocks asimétricos. Los bancos transfronterizos podrían compensar las pérdidas registradas en un Estado con los ingresos generados en otros, y en consecuencia, a diferencia de los bancos locales, no tendrían que reducir la actividad de préstamo en fases de recesión.¹⁷

También existen pruebas claras de que unos mercados financieros integrados, respaldados por bancos internacionales, contribuyen a desvincular el consumo y los ingresos de un país.¹⁸ Si los ingresos laborales descienden durante una recesión, pero el sector privado mantiene una cartera financiera diversificada, la gente puede sostener su consumo con los resultados financieros obtenidos de activos mantenidos en regiones que estén exhibiendo un mejor comportamiento.

Existen pruebas de que los shocks económicos se han absorbido mejor en EE. UU. que en la Zona euro, en parte gracias a la banca interestatal. Véase, especialmente, Mario Draghi, antiguo presidente del Banco Central Europeo, que señala el desarrollo de la banca interestatal estadounidense (también conocida como unión bancaria estadounidense) en la década de 1990 y su vínculo con el descenso de recesiones regionales.¹⁹ Buti et al. (2016)²⁰ comparaban el grado de compartición del riesgo privado transfronterizo dentro de la UE con el de los estados de EE. UU.

En EE. UU., las finanzas absorben en torno al 70% de los shocks económicos locales (los mercados de capitales absorben un 45% y los mercados de crédito un 25% tras la banca interestatal / unión bancaria estadounidense). En cambio, en la Zona euro, donde aún no se ha completado la Unión Bancaria Europea, la cifra total de absorción del riesgo es solo del 25%, lo que produce ciclos económicos locales más severos.

Un mercado bancario europeo consolidado también podría generar nuevas oportunidades y nuevos modelos de negocio para los bancos por sus efectos de escala. Sin un modelo de negocio sostenible en su mercado nacional, los bancos se verían impelidos

¹⁶ Danièle Nouy 2017.

¹⁷ Hildebrand 2018.

¹⁸ IIF 2019. "The value of cross-border banking and the cost of fragmentation", noviembre de 2019.

¹⁹ Mario Draghi 2018. "Risk-reducing and risk-sharing in our Monetary Union", 11 de mayo de 2018.

²⁰ Buti, Leandro y Nikolov 2016. "Smoothing economic shocks in the eurozone: The untapped potential of the financial union", 25 de agosto de 2016.



a buscar negocios de mucho mayor riesgo.²¹ A fin de garantizar un sector bancario de la Zona euro más estable, es necesario posibilitar y promover la consolidación bancaria transfronteriza, y de ese modo volver los bancos más diversificados y rentables.²²

Unos mercados financieros integrados, como señala Agustín Carstens, director general del Banco de Pagos Internacionales (BPI), entre otros, también aportan una serie de beneficios sociales. “Contribuyen a ampliar el conjunto de oportunidades de prestamistas y prestatarios, a aumentar la competencia en la prestación de servicios financieros y a ofrecer posibilidades de diversificación de riesgos idiosincráticos fuera de las economías nacionales, favoreciendo así la estabilidad financiera”.²³

Este último punto es especialmente importante en una unión monetaria como la Zona euro, que requiere mecanismos efectivos de compartición de riesgos que compensen las inquietudes relacionadas con las circunstancias económicas, los recursos y la estabilidad financiera de cada país miembro en particular.

Otra ventaja de las operaciones de fusión y adquisición es que pueden impedir costosas quiebras bancarias o rescates mediante la adquisición de bancos con problemas por otros bancos más fuertes. Esto puede ocurrir dentro de un país o en varios países; posibilitar la consolidación bancaria hace aumentar el conjunto de opciones y, ocasionalmente, puede dar lugar a resultados más eficientes.²⁴ Las fusiones y adquisiciones transfronterizas pueden ser especialmente ventajosas si el sistema bancario local se ha visto golpeado por un shock generalizado o si está altamente concentrado.²⁵

Asimismo, existen ventajas específicas de la banca transfronteriza en particular. Por ejemplo, un documento de investigación del Banco de la Reserva Federal de San Francisco concluyó que, cuando los bancos de dos países se conectan más estrechamente a través del mercado de préstamos sindicados, el comercio entre esos países tiende a incrementarse en el año siguiente de un modo significativo, tanto estadística como económicamente.²⁶ Un estudio del Banco de Inglaterra también muestra que los bancos extranjeros tienden a facilitar más el comercio que los bancos nacionales.²⁷ Claessens afirma que una mayor presencia de bancos extranjeros y una huella más amplia (más

²¹ Hildebrand 2018.

²² Hildebrand 2018.

²³ Agustín Carstens. “The quest for financial integration in Europe and globally”, septiembre de 2019.

²⁴ Por ejemplo, véase BCE 2017 (mayo) y Enria 2019, “Is less more? Profitability and consolidation in the European banking sector” presentación en la Conferencia Internacional Anual de CIRSE, Lisboa (4 de julio).

²⁵ IIF 2019. “The value of cross-border banking and the cost of fragmentation”, noviembre de 2019.

²⁶ Caballero, Candelaria y Hale 2016. “Bank Linkages and International Trade”, febrero de 2016.

²⁷ Claessens, Hassib y Van Horen 2017. “The role of foreign banks in trade”, 10 de abril de 2017.



sucursales) generan un mayor acceso a la financiación exterior, también para pequeñas y medianas empresas (pymes).²⁸

Ya existen ejemplos numerosos de la valiosa función que desempeñan los bancos extranjeros en las economías avanzadas. En EE. UU., las Organizaciones Bancarias Extranjeras (FBO o Foreign Banking Organizations), especialmente los bancos europeos, japoneses y suizos, son participantes clave de los mercados de capitales primarios y secundarios en muchas actividades y clases de activos.²⁹ Las FBO también contribuyen al buen funcionamiento de la política monetaria y la distribución de la deuda pública de EE. UU., ya que constituyen más de la mitad de los brokers-dealers primarios del Banco de la Reserva Federal de Nueva York.³⁰ De modo similar, en la UE hay presencia de bancos de inversión estadounidenses y, cada vez más, de bancos japoneses, lo que los vuelve críticos para un buen funcionamiento de los mercados de capitales de la UE para empresas y fondos soberanos.³¹

10.6 RÁPIDA TRANSFORMACIÓN

Aunque los beneficios de la consolidación son evidentes, los bancos europeos están experimentando problemas en una serie de áreas críticas que exigen dedicar tiempo y atención sustanciales a circunstancias y procesos internos. Los bancos europeos, como los del resto del mundo, están sufriendo una rápida transformación mientras intentan transitar hacia estrategias, modelos de negocio y canales operativos más digitales. Los consejos de administración también están centrados en los riesgos y las oportunidades de un mundo digital e industrializando el uso del aprendizaje automático y la inteligencia artificial en sus negocios y operaciones bancarias.³²

Tras emplear los últimos 10 años en implementar las reformas posteriores a la crisis, que generaron más colchones de capital de mayor calidad, pools de liquidez más profundos y estrategias de resolución creíbles con el objetivo de separar a los bancos de los contribuyentes, ahora las entidades bancarias están invirtiendo e innovando sus perspectivas sobre nuevos (o enfatizados) riesgos no financieros, incluidos los riesgos cibernéticos, de

²⁸ Claessens 2017. “Global Banking: Recent Developments and Insights from Research”, septiembre de 2017.

²⁹ SIFMA 2019. “SIFMA Insights: The Importance of FBOs to US Capital Market”, abril de 2019.

³⁰ Departamento del Tesoro de EE. UU. 2017. “A Financial System That Creates Economic Opportunities: Banks and Credit Unions” (junio de 2019). Página 5. Se refiere a datos del Banco de la Reserva Federal de Nueva York, Primary Dealers, disponible en: <https://www.newyorkfed.org/markets/primarydealers>.

³¹ Comparando las cuotas del mercado europeo de los cinco primeros bancos de inversión estadounidenses y europeos en 2017, PWC concluyó que los bancos estadounidenses tenían un 71% de la capitalización de mercado y un 74% del volumen de operaciones de los mercados primarios. Véase PWC 2018, Presentation at the European Banking Summit 2018 (27 de septiembre de 2018).

³² Véase 10th Annual IIF/EY Global Risk Management Survey, noviembre de 2019.



resiliencia operativa, de conducta, de cumplimiento y de fraude, de delitos financieros y de blanqueo de capitales.

No solo el mundo de la banca está cambiando con rapidez, sino que existen cuestiones significativas sobre la posición política y económica de Europa en el mundo, dados los retos geopolíticos, el aumento del populismo, la prolongada debilidad económica y la perspectiva de que el Reino Unido, el mayor sector financiero y mercado de capitales de la UE, abandone la Unión.

La consolidación, y especialmente los vínculos transfronterizos significativos, exigen asumir riesgos y apostar por el futuro. Pero todas esas incertidumbres (sobre el futuro, sobre la forma de Europa, sobre los saltos tecnológicos y la innovación, y lo que todo ello supone para el futuro estado de la banca) contribuyen a crear un ambiente de más aversión al riesgo y menos proclive a la realización de operaciones complejas, caras y arriesgadas.

También hay una serie de obstáculos importantes que ponen trabas a la consolidación del sector bancario de la UE, que incluyen cuestiones económicas, políticas, de regulación o de cultura o factores asociados al paisaje comercial en el que están operando los bancos europeos.

10.7. CONDICIONES ECONÓMICAS

El entorno económico de Europa ha sido complicado para los bancos, ya que el tímido crecimiento económico se ha combinado con unos tipos de interés bajos, ahora negativos. La perspectiva sigue siendo difícil y las últimas previsiones del FMI hablan de crecimiento descendente en la UE: del 2,3% de 2018 al 1,4% en 2019, con riesgos bajistas derivados de la debilidad del comercio y la fabricación y de la incertidumbre que rodea a un Brexit sin acuerdo.³³

El Banco Central Europeo también ha estado recortando los tipos de interés activamente en un intento de respaldar la poco boyante economía de la región. En septiembre, el Banco Central bajó 10 puntos básicos su tipo de interés de depósito hasta el 0,5% y se comprometió a mantenerlo en ese nivel, o más bajo, hasta que mejoren las perspectivas de inflación. Los tipos negativos han reducido los costes de los compradores de vivienda y las empresas, pero aún no han dado lugar a un giro de la inversión, el gasto en consumo o el crecimiento.

Para los bancos europeos, el impacto ha sido especialmente dañino, ya que los bajos tipos de interés y el aplanamiento de las curvas de rendimientos hacen sumamente difícil ofrecer servicios de banca comercial tradicionales, como préstamos o apertura de nuevas cuentas. Varios grandes bancos europeos han advertido de que los tipos de interés en mínimos récord están pesando en la rentabilidad, ya que se han visto obligados a reducir sus gastos de préstamo y, en algunos casos, a pagar por mantener dinero en los

³³ FMI 2019. “Perspectivas económicas regionales: Europa”, noviembre de 2019.



bancos centrales, sin una reducción similar de los tipos que pagan a los ahorradores.³⁴ En el lado positivo, recientemente el BCE ha adoptado medidas dirigidas a amortizar de algún modo el efecto “bajos durante más tiempo” sobre el sector bancario europeo. La incertidumbre general también está afectando a los hogares, que con frecuencia están ahorrando más que gastando, lo que deprime aún más el crecimiento económico.

El entorno económico también afecta a las fusiones, ya que los bancos se inclinan menos a asumir riesgos durante periodos de debilidad económica e incertidumbre. La consolidación es cíclica porque las fusiones comportan riesgos y la actividad de operaciones corporativas suele prosperar en periodos de fortaleza y confianza económicas, cuando también existe una mayor probabilidad de generar resultados positivos.³⁵ Los bajos niveles persistentes de rentabilidad reducen igualmente el apetito de expansión transfronteriza, y cualquier posible consolidación que busque conseguir economías de escala tiene más probabilidades de ocurrir dentro de las fronteras.³⁶

10.8 FACTORES POLÍTICOS

En Europa existe una diversa gama de sistemas bancarios, cada uno de ellos con sus propias características. Algunos rasgos individuales de esos sistemas diversos también levantan barreras a la consolidación. Hay distintos tratamientos legales y de política entre los bancos de propiedad privada y los de propiedad estatal (como las cooperativas, el sector público, las cajas de ahorros y los bancos nacionalizados). Los sectores de banca pública y privada también tienen distintos objetivos de rentabilidad de los recursos propios, lo que puede ejercer más presión bajista en la rentabilidad general.

Otra variable es el estatus jurídico, el gobierno corporativo específico y la estructura de propiedad de muchos bancos, que hace difícil la adquisición de bancos públicos y cooperativos. En algunos casos, también se han emitido acciones preferentes para el sector público que crean barreras adicionales.

De modo similar, la emisión de deuda soberana nacional, explicada en parte por factores estructurales que incluyen la escasez y la provisión asimétrica de activos seguros, sigue siendo un reto específico de la Eurozona que añade incertidumbre en cuanto a cómo acogerían los gobiernos nuevas actividades de fusión o adquisición.

Puede que el mayor obstáculo político haya sido la ausencia de acuerdo sobre la Unión Bancaria Europea. Este proyecto se lanzó en 2012 para integrar el mercado bancario europeo y, de ese modo, romper el vínculo entre las circunstancias económicas nacionales y la estabilidad financiera en cada jurisdicción doméstica.

El objetivo del primer pilar, el Mecanismo Único de Supervisión (MUS), es asegurar la solidez del sistema bancario, aumentar la integración financiera y garantizar una supervisión coherente en toda la Eurozona. En sus primeros años, el MUS ya ha dado

³⁴ FT 2019. “UniCredit leads trio of European lenders alarmed by low rates”, agosto de 2019.

³⁵ BCE 2018. “Financial integration in Europe”, mayo de 2018.

³⁶ Carstens 2018.



grandes pasos hacia la racionalización del código normativo único, reuniendo las prácticas de supervisión y aumentando la comparabilidad y la transparencia en todo el sector. El segundo pilar, el Mecanismo Único de Resolución (MUR), creó una autoridad común de resolución, responsable de unas normas comunes y de gestionar el Fondo Único de Resolución (FUR) europeo.

Si los dos primeros pilares están en marcha y funcionando, el tercero, el Sistema de Garantía de Depósitos europeo (EDIS, por las siglas en inglés de European Deposit Insurance Scheme) aún está pendiente pese a las intensas negociaciones políticas. Al completar realmente la Unión Bancaria e introducir un sistema de seguros de depósitos común, las jurisdicciones anfitrionas de la Eurozona podrían sentirse menos inclinadas a hacer uso de protecciones prudenciales propias.

Como señaló recientemente Mario Draghi, si se completara la Unión Bancaria habría menos necesidad de compartir el riesgo público en el futuro, ya que existirán instrumentos disponibles para estabilizar las crisis con más rapidez y para que el sector privado comparta el riesgo con vistas a un desarrollo más sostenible: “Sin un seguro público, en fases de crisis, los mercados suelen entrar en pánico y empiezan las ventas de activos, lo que propaga el riesgo. Unos backstops adecuados, por otra parte, contribuyen a estabilizar las expectativas del mercado y reducen los riesgos”.³⁷

A finales de 2019, antes de iniciarse un nuevo ciclo político de 5 años de la UE, la nueva presidenta de la Comisión, Ursula von der Leyen, se comprometió a completar la Unión Bancaria.³⁸ Según declaró, eso incluiría un backstop común para el Fondo Único de Resolución, una medida de seguro de último recurso para casos de resolución bancaria. También se comprometió a crear un Sistema de Garantía de Depósitos europeo y planteó medidas para un marco robusto de insolvencia y resolución bancaria. Todos estos han sido temas políticamente difíciles, pero su compromiso personal, junto con un apoyo significativo de los principales Estados miembros, podría bastar para poner fin al estancamiento político, con la ayuda de medidas aceleradas de reducción del riesgo que hagan descender las exposiciones no rentables hasta niveles comparables en todos los Estados miembros de la Unión Bancaria. A su debido tiempo, esto acabará por eliminar las pérdidas problemáticas heredadas y facilitará el movimiento hacia la inevitable necesidad de compartir los riesgos en una auténtica Unión Bancaria.

Significativamente, Olaf Scholz, ministro de Finanzas de Alemania, uno de los países que más resistencia había mostrado, recientemente se ha comprometido a relanzar el debate sobre la creación de una Unión Bancaria completa y a dejar de oponerse al sistema de seguros de depósitos. “La necesidad de profundizar y completar la unión bancaria europea es innegable. Tras años de debate, el punto muerto tiene que terminar”, escribió a principios de noviembre de 2019.³⁹

³⁷ Mario Draghi 2019. “Stabilisation Policies in a Monetary Union”, 1 de octubre de 2019.

³⁸ Ursula von der Leyen 2019. “A Union that Strives for More: My Agenda for Europe”, octubre de 2019.

³⁹ Olaf Scholz 2019. “Germany will consider EU-wide bank deposit reinsurance”, 6 de noviembre de 2019.



Su apoyo particular al EDIS podría resultar sustancial, dadas las conocidas objeciones planteadas por Alemania y algunos otros países de la Eurozona a la idea de que puedan utilizarse sistemas de seguros financiados por los contribuyentes para apoyar a los bancos de otros países.

Scholz también pidió una serie de salvedades, algunas de las cuales serán más difíciles de aceptar por otros Estados miembros. Reclamó un proceso de insolvencia y resolución común para todos los bancos, especialmente para bancos pequeños que siguen sujetos a distintas leyes de insolvencia domésticas, con la opción de nacionalización, distorsionadora del mercado, intacta. Scholz también reiteró la necesidad de seguir mitigando los riesgos, reduciendo más los préstamos en mora y abordando los riesgos asociados a la deuda soberana.

Su propuesta incluía una petición crítica: no tratar la deuda soberana como una inversión libre de riesgo e introducir gastos de capital para reflejar los riesgos de crédito y concentración asociados a la exposición soberana. La idea sería contribuir a que los bancos europeos diversifiquen sus carteras fuera de la deuda pública. Por último, expresó el compromiso de Alemania y Francia de trabajar a fin de crear leyes fiscales comunes, incluida una base común del impuesto de sociedades y un impuesto efectivo mínimo que ayude a evitar el arbitraje y la distorsión de impuestos.

Aunque los cambios de opinión de Alemania sobre la política fiscal y financiera europea son significativos e insuflan un soplo de aire fresco a este debate abierto, es probable que las propuestas sean cuestionadas por otros Estados miembros.⁴⁰

10.9. OBSTÁCULOS REGULATORIOS

Si bien existen marcos comunes de regulación creados por la Comisión Europea que se aplican en toda la UE, hay sustanciales divergencias entre los países que fragmentan el mercado. En algunos casos, los Estados miembros aplican medidas estrictas a sucursales y filiales, y no al grupo del banco en su conjunto. Ese es el caso de los requisitos de capital y liquidez de entidades de la Eurozona de un mismo grupo bancario. También existen decisiones discrecionales y exenciones domésticas de requisitos de capital, deducciones y límites de exposición que no se extienden a los bancos del grupo que operan fuera de las fronteras, dentro de la Zona euro. Sería útil garantizar un tratamiento coherente de los grupos bancarios nacionales y transfronterizos, y un paso adelante en esa dirección podría consistir en reducir los requisitos de capital de las filiales europeas, con la condición de proteger su posición financiera mediante garantías transfronterizas creíbles.⁴¹ La propuesta de la Comisión Europea de garantizar exenciones de capital dentro de grupos bancarios basadas en la actividad transfronteriza dentro de la UE, por ejemplo, abordaría la cuestión de que esas exenciones se apliquen solo a escala local.

⁴⁰ FT 2019. “Europe should be wary of Olaf Scholz’s proposals”, 10 de noviembre de 2019.

⁴¹ Competition Policy International 2019. “EU: ECB policymaker calls bank consolidation “desirable”, 5 de junio de 2019.



Luis de Guindos, vicepresidente del Banco Central Europeo, también ha argumentado que la integración financiera puede verse obstaculizada por impedimentos de regulación que entorpecen el libre flujo de capital y la liquidez de los grupos bancarios.⁴²

En el área del capital, explicaba, desafortunadamente los Estados miembros no han acordado introducir exenciones de capital transfronterizas dentro de la Unión Europea en la regulación sobre requisitos de capital de la UE. “Es una oportunidad perdida, ya que esas exenciones serían coherentes con el establecimiento del Mecanismo Único de Supervisión y la Unión Bancaria”. Argumenta que las posibles dudas sobre la estabilidad financiera surgidas de la propuesta de su introducción podrían haberse abordado condicionando las exenciones a salvaguardas prudenciales y acuerdos de transición ajustados al plan de desarrollo futuro de la Unión Bancaria.

Un segundo punto señalado es el libre flujo de la liquidez. En teoría, el marco legal existente ya prevé exenciones de liquidez transfronterizas dentro de la UE. “Por desgracia, el resto de las opciones y capacidades discrecionales de los países en el marco regulatorio de la UE obstaculizan la aplicación de esas exenciones en la práctica”. Por ejemplo, se indica que los límites de exposición nacionales en posiciones intragrupo que se aplican actualmente en varios países europeos impiden a los bancos traspasar liquidez de un modo flexible dentro del grupo. De Guindos concluye que la UE necesita más armonización para abordar esos obstáculos prácticos, dado que, además, la regulación ya contiene salvaguardas prudenciales adecuadas para la aplicación de exenciones de liquidez.

Por último, de Guindos también concluye que la Unión Bancaria debería enfocarse en el contexto de una jurisdicción única. De modo coherente con los mecanismos actuales de supervisión y resolución común, se argumenta que el marco regulatorio internacional debería tratar a la Unión Bancaria como un área geográfica única; por ejemplo, a la hora de calcular los recargos de capital de los bancos de importancia sistémica global.

Además, sigue habiendo incertidumbre en cuanto al momento y el modo en que se implementará la normativa. Si bien Europa se ha comprometido a aplicar las normas globales acordadas por el Comité de Basilea y el Consejo de Estabilidad Financiera, a veces hay retrasos y discrepancias que producen incertidumbre en los bancos europeos, además de crear un terreno de juego en general menos uniforme entre jurisdicciones a escala global.

La revisión fundamental de la cartera de negociación (FRTB por las siglas en inglés de Fundamental Review of the Trading Book) es un buen ejemplo, ya que existen divergencias potenciales en cuanto a la adopción y el momento previstos de la implementación. Respecto al FRTB, las normas definitivas en Europa están pendientes de nuevas propuestas legislativas que se producirán en 2020; en EE. UU., las propuestas se esperan para 2019. Las diferencias entre los marcos temporales de la aplicación suponen que una serie de bancos comerciales significativos operen con distintas normas y requisitos

⁴² Luis de Guindos 2018. “Euro area banking sector – current challenges”, 15 de noviembre de 2018.



de capital, lo que da lugar a una fragmentación de los mercados financieros en este periodo, en el que se incentiva el aumento de la exposición a riesgos de algunos bancos por sus requisitos relativamente más livianos.

Otra área crítica es la aplicación del paquete definitivo de Basilea III, un conjunto integral de medidas de reforma desarrollado para fortalecer la regulación, la supervisión y la gestión de riesgos del sector bancario. El paquete, por acuerdo internacional, deberá implementarse el 1 de enero de 2022 y contiene acuerdos de transición y una aplicación escalonada hasta 2027, de modo que los bancos dispongan de tiempo suficiente para prepararse con vistas a unos cambios bastantes significativos en cuanto a riesgo de crédito, riesgo de mercado, riesgo operativo y creación de un nivel de salida.

En agosto de 2019, la Autoridad Bancaria Europea (EBA, por sus siglas en inglés) publicó un análisis cuantitativo del impacto que tendrá la plena implementación de Basilea III en los bancos europeos. La EBA concluyó que el efecto sobre un grupo de 189 bancos, utilizando hipótesis conservadoras, incrementaría el requisito de capital (MRC) en un porcentaje medio del 24,4%. Además, este aumento supondría un déficit agregado del total del capital de en torno a 135.100 millones de euros (91.100 millones de euros en términos de capital ordinario Tier 1, CET1).⁴³ Una evaluación similar del Institute of International Finance (IIF) entre sus bancos miembros concluía que, por regiones, el impacto es mucho más alto en Europa que en otros lugares del mundo.

Dado el efecto potencial significativo de Basilea III en los bancos de Europa, seguirán existiendo elementos de incertidumbre sobre la futura situación financiera de algunos bancos europeos mientras no se conozcan detalles más exactos y el momento de la implementación de Basilea III en toda Europa.

Otra área importante en cuanto a las consecuencias es la de la recuperación y resolución. Las nuevas herramientas, como la capacidad total de absorción de pérdidas (TLAC, por sus siglas en inglés), pretenden garantizar que los bancos globales de importancia sistémica (G-SIBs) tengan suficiente calidad y deuda restructurable (o “bailable”) para trasladar las pérdidas a los inversores y minimizar el riesgo de un rescate por el gobierno.

Dado que cada jurisdicción nacional y anfitriona traslada los términos del TLAC a la normativa local, cabe señalar que el calibrado del TLAC interno puede contribuir a la fragmentación. Aunque algunas jurisdicciones, como el Reino Unido o Hong Kong, proponen en general calibrar el TLAC interno en el extremo más bajo del rango (75%), otras han emitido normas que llegan al extremo más alto (es decir, 90% o incluso 100% dentro de la UE).

Esa calibración puede tener consecuencias importantes. Si las jurisdicciones incumplen el parámetro más estricto, se reduce la flexibilidad de la sociedad matriz para asignar recursos, aumentando el riesgo de adjudicación incorrecta y, por consiguiente, el de quiebra bancaria. Unos requisitos de posicionamiento previo excesivos también

⁴³ EBA 2019. “EBA advises the European Commission on the implementation of the final Basel III framework”, 5 de agosto de 2019.



suponen que las entidades financieras pierden la capacidad de dar al flujo de capital su uso más productivo.⁴⁴

Un problema relacionado es el del uso de medidas de compartimentación (ring-fence) que aplican las jurisdicciones nacional y anfitrionas para proteger y controlar sus mercados internos. Mario Draghi ha señalado que la práctica del ring-fence ha perjudicado la transmisión monetaria en la UE y reducido la capacidad de los bancos de la UE para protegerse de shocks económicos, especialmente cuando la crisis financiera golpeó a la Zona euro. “Los mercados financieros empezaron a fragmentar en líneas nacionales y la financiación transfronteriza se agotó, lo que se vio exacerbado por la gestión del riesgo defensiva de los bancos y la compartimentación de la liquidez por los supervisores en los países core”.⁴⁵

Esto dio lugar a un mal funcionamiento del mecanismo de transmisión de la política monetaria, presión sobre la unión monetaria, distorsiones en el mercado único, falta de liquidez, merma de capital por pérdidas nacionales y una reanudación de la contracción del crédito.

Cuando los Estados miembros tratan de proteger y controlar sus mercados nacionales, se fuerza una fragmentación significativa y mayor dentro de los grupos financieros. No obstante, hay optimismo en cuanto a que, si el EDIS llega a acordarse y se introducen leyes de insolvencia comunes europeas, las jurisdicciones anfitrionas podrían sentirse suficientemente cómodas para no aplicar medidas de compartimentación a los bancos extranjeros en el futuro.

Otra cuestión que pesa en la consolidación es la diferencia de regímenes fiscales y sistemas legales entre los Estados miembros. Lo mismo puede decirse de la normativa bancaria, a pesar del código normativo único. Esas diferencias pueden ser otro de los motivos para que las fusiones transfronterizas pierdan atractivo para los bancos, ya que impiden recoger la totalidad de los beneficios.⁴⁶ Los sistemas legales, judiciales y fiscales aún siguen en manos de los Estados miembros, por lo que los enfoques y la normativa se fragmentan y se vuelve más difícil para los bancos fusionarse y ofrecer productos y servicios transfronterizos. Existen diferencias sustanciales en términos de regulación y supervisión bancaria, así como perspectivas dispares sobre la legislación de insolvencia, protección de los consumidores, derecho societario, derecho privado, protección del empleo y leyes laborales.

Por último, dentro del compromiso político de los Estados miembros de la Eurozona de aceptar facultades de supervisión y resolución a nivel europeo, a cambio, las autoridades competentes domésticas recibieron facultades macroprudenciales que se han utilizado en distintos grados, y más frecuentemente en exposiciones a activos inmobiliarios.

⁴⁴ Randal K. Quarles 2019. “Government of Union: Achieving Certainty in Cross-Border Finance”, 26 de septiembre de 2019. Observaciones en Taller de FSB sobre reproporciónamiento, ring-fencing y fragmentación del mercado.

⁴⁵ Mario Draghi 2018.

⁴⁶ Danièle Nouy 2017.



Esa ejecución supervisora fragmentada no siempre favorece la consolidación transfronteriza y reintroduce una autorización a nivel doméstico que puede diferir de las demás.

10.10. DIFERENCIAS CULTURALES

Existen, además, distintos factores culturales en los países europeos que frenan la consolidación, especialmente cuando hablamos de banca y fusiones transfronterizas. Muchos consumidores reconocen que son reacios a cambiar de banco debido a una larga tradición (familiar) o a utilizar los servicios de bancos europeos de terceros países, a menudo por cuestiones culturales y de idioma. Cualquier banco que desee acceder a un nuevo mercado en Europa, ya sea mediante crecimiento orgánico o por adquisición, debe tener en cuenta la existencia de enfoques culturales distintos sobre la banca, igual que distintos sindicatos locales, leyes laborales y prácticas comerciales. La diversidad de enfoques y la incertidumbre dificultan el cálculo y la materialización de efectos de sinergias y ventas.

Un problema relacionado es que algunos clientes son reacios a confiar en bancos de otros lugares de la Unión como lo harían en un banco nacional. Sin duda, no es así en todos los países de Europa; en Benelux y Escandinavia, por ejemplo, la banca minorista se ha consolidado cruzando fronteras. Sin embargo, en otros países inquieta la idea de que, si algo sale mal, el banco pueda no recibir el mismo apoyo de las autoridades que un banco nacional. Un acuerdo sobre un Sistema de Garantía de Depósitos europeo (EDIS) común ayudaría a abordar esas inquietudes.

Los mercados hipotecarios de Europa aún están muy determinados y regulados localmente (también, por ejemplo, en aspectos como aplazamientos, protección, relación préstamo/ingresos frente a la ratio tradicional), lo que hace que adaptarse a la costumbre local sea un requisito importante. También significa que es más difícil conseguir economías de escala mediante la estandarización de productos de préstamo e hipotecas en los distintos mercados. Los mercados menos maduros de la Zona euro, pero también de la UE, tienen problemas heredados (por ejemplo, hipotecas en divisa extranjera, morosidad elevada) que pueden afectar negativamente a las oportunidades de consolidación.

10.11. PAISAJE COMERCIAL

El paisaje comercial añade incertidumbre, ya que los bancos aún se están recuperando de la crisis financiera y en el sistema existen vulnerabilidades sustanciales heredadas, incluido el amplio inventario de préstamos morosos (NPLs, por sus siglas en inglés) y grandes exposiciones a fondos soberanos muy endeudados. El entorno comercial también complica el valor económico de las fusiones por las cuestiones que rodean a la calidad de los activos de socios potenciales y su capacidad de generar crecimiento.

No es solo que los NPLs sigan siendo un problema en algunos lugares de la Eurozona, sino que la capacidad de los bancos de generar beneficios también depende de que



puedan adaptar sus modelos de negocio. Y ambos factores son difíciles de evaluar.⁴⁷ Desde la crisis financiera, reducir el volumen de NPLs ha sido una prioridad clave para reguladores y responsables de política monetaria. El stock de préstamos morosos de Europa está en este momento en su nivel más bajo desde la crisis. Según la EBA, el total de NPLs descendió desde más de 1,15 billones de euros en junio de 2015 (6% como porcentaje del total de préstamos) hasta 636.000 millones de euros en junio de 2019. La ratio de NPLs se redujo hasta el 3%, la más baja desde que la EBA introdujera una definición homogénea de NPLs para todos los países europeos.⁴⁸

Pese al considerable progreso, el ritmo de mejora se ha ralentizado en los últimos trimestres, y algunos países del grupo aún tienen ratios de NPLs de dos dígitos. La EBA señaló que también le preocupa la gran cantidad de préstamos vencidos en durante un periodo superior a un año, que están considerablemente devaluados y plantean un riesgo a aquellos bancos que han visto aumentar la cuota de estos activos en sus balances.

Los bancos también aluden a incertidumbres sobre la calidad de las carteras de crédito, los altos niveles de activos heredados, los distintos tipos de productos bancarios y los diferentes sistemas de TI como barreras a las adquisiciones. La cultura y la lengua, de nuevo, desempeñan un papel en el caso de las fusiones transfronterizas.

Por otra parte, existen diversos temas estructurales. No está claro el impacto que la digitalización tendrá en la estructura y tamaño óptimos de un banco y si, teniendo en cuenta su utilidad decreciente, seguirá mereciendo la pena adquirir redes de sucursales, por ejemplo.

El hecho de que la consolidación frecuentemente conduzca a la racionalización de la plantilla también crea riesgos de reputación. Muchos bancos ya están reduciendo el número de sus propios empleados, en parte como consecuencia de la digitalización, y negociando reducciones de plantilla con sindicatos, comités laborales y dentro de los límites de la legislación laboral nacional. Llevar a cabo una operación de fusión (transfronteriza) sustancial puede dar lugar a muchos más despidos y a costes y riesgos adicionales para el banco adquirente.

Todas esas incertidumbres han hecho que los bancos se concentren en proyectos internos, como la adaptación de sus modelos de negocio, reducciones de costes, tratamiento de activos heredados y el mejor uso posible de la digitalización, al tiempo que se ven sujetos a normativas más estrictas.⁴⁹

10.12. EL FUTURO

Dicho todo esto, ¿en qué situación queda la consolidación del sector bancario europeo? Y ¿qué pueden hacer los responsables de la política monetaria y las autoridades

⁴⁷ Danièle Nouy 2017.

⁴⁸ EBA 2019. “EBA shows that efforts to improve EU banks’ asset quality have proven successful but pockets of risks remain”, 8 de noviembre de 2019.

⁴⁹ Danièle Nouy 2017.



para estimularla? Son preguntas importantes, y las respuestas correctas contribuirán, en última instancia, a la salud y una mayor rentabilidad del sector de la banca europea.

Seguir dando prioridad a la importancia del sector bancario europeo en las políticas de la UE

Aunque hay una serie de factores económicos y comerciales que están impidiendo el avance de la consolidación, sin duda los responsables de la política tienen un papel claro que desempeñar en este sentido. En su nivel más básico, un compromiso firme y visible de tomar decisiones de política que eliminen las barreras a la consolidación debería ser parte de la agenda de las nuevas autoridades europeas. Un sector bancario más saludable y más rentable es esencial para la continuidad del crecimiento económico regional, por lo que reflexionar sobre la consolidación como parte de los objetivos de política contribuirá a llamar la atención de autoridades clave encargadas de la toma de decisiones en la región.

De modo similar, el nuevo compromiso de la presidenta de la Comisión, Ursula von der Leyen, de completar la Unión Bancaria Europea ha insuflado nueva energía al proyecto y alinea la política europea con un elemento fundamental de la agenda política que, como se ha dicho antes, es necesario para promover una mayor integración y consolidación del sector bancario europeo. Las recientes propuestas del ministro de Finanzas alemán, Scholtz, podrían considerarse un refuerzo de ese cambio de política.

10.12.1. SITUACIÓN DEL SECTOR BANCARIO EUROPEO PARA COMPETIR EN UN CONTEXTO GLOBAL

Los bancos de todo el mundo están experimentando una transformación radical, impulsada por cambios fundamentales de la tecnología y la innovación. El sector bancario europeo no queda al margen de esas tendencias. Para convertirse en un sector saludable y más rentable a largo plazo, los bancos deben transitar con rapidez hacia estrategias, modelos de negocio y canales operativos más digitales. Los consejos de administración están centrados, lógicamente, en los riesgos y las oportunidades de un mundo digital, asegurándose de que el aprendizaje automático y la inteligencia artificial se utilicen efectivamente en sus negocios y operaciones bancarias. Las autoridades europeas y los responsables de política deberían observar a los bancos europeos en este contexto y ayudarles a transformar el sector de acuerdo con la nueva realidad, de modo que puedan competir con los grandes bancos de otras jurisdicciones.

Dado el carácter global de los servicios financieros y las interconexiones que existen entre empresas financieras y economías de todo el mundo, es importante que las políticas y las normativas se coordinen globalmente en la máxima medida posible. Europa desempeña un papel importante en el desarrollo de las normas del Consejo de Estabilidad Financiera, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea y otras autoridades relevantes, y es necesario que esas normas se apliquen estricta y coherentemente en Europa, igual que en todas las jurisdicciones.



10.12.2. COMPLETAR LA UNIÓN BANCARIA EUROPEA Y EL SISTEMA DE GARANTÍA DE DEPÓSITOS EUROPEO

La Unión Bancaria Europea es un proyecto ambicioso. Con la integración del mercado bancario europeo, se eliminaría el vínculo entre las circunstancias económicas nacionales y la estabilidad financiera en cada jurisdicción doméstica. El primer pilar, el Mecanismo Único de Supervisión (MUS), ya ha dado grandes pasos hacia la racionalización del código normativo único, reuniendo las prácticas de supervisión y aumentando la comparabilidad y la transparencia en todo el sector. El segundo pilar, el Mecanismo Único de Resolución (MUR), creó una autoridad común de resolución, responsable de unas normas comunes y de gestionar el Fondo Único de Resolución (FUR) europeo. Es importante que el FUR esté suficientemente capitalizado, de forma que pueda aportar suficiente liquidez en caso necesario.

Si los dos primeros pilares están en marcha y funcionando en su mayor parte, realmente es el tercero, el Sistema de Garantía de Depósitos europeo (EDIS), el que aún no se ha completado pese a las intensas negociaciones políticas. Si de verdad concluye la Unión Bancaria y se introduce un sistema de seguros común, las jurisdicciones anfitrionas de la Eurozona podrían sentirse menos inclinadas a hacer uso de protecciones prudenciales en sus propias jurisdicciones. Completar el EDIS y capitalizar adecuadamente el FUR es básico para la recuperación del sector financiero europeo, y por extensión para la consolidación adicional del sector bancario. Es particularmente esperanzador que tanto el nuevo presidente de la Comisión Europea como el ministro de Finanzas alemán hayan relanzado el debate sobre la creación de una plena Unión Bancaria, incluido un sistema de seguros de depósitos común.

10.12.3. PROMOVER LA SUPERVISIÓN COMÚN Y ABORDAR LAS DIVERGENCIAS NACIONALES EN LA UE

Aunque ahora existe un código normativo único que unifica prácticas de supervisión comunes, aún sigue habiendo divergencias sustanciales en cuanto a regulación, regímenes fiscales y sistemas legales. Todas estas discrepancias contribuyen a que las fusiones sean menos atractivas para los bancos, especialmente operaciones transfronterizas que involucran distintas culturas y sistemas bancarios entre Estados miembros. Resultaría especialmente útil plantear un proceso de insolvencia y resolución común para todos los bancos, especialmente para bancos pequeños que siguen sujetos a distintas leyes de insolvencia domésticas, con la opción de nacionalización, distorsionadora del mercado, intacta. Mediante la consolidación del Mercado Único y la promoción de un sector bancario europeo común, las empresas financieras, así como las de otros sectores, podrán aprovechar todas las ventajas de operar en el mayor mercado común del mundo. La Unión Monetaria europea también requiere una capacidad de absorción de shocks común que ayude a estabilizar los ciclos económicos de todo el grupo, algo que quizá podría instrumentarse mediante un activo europeo seguro.



10.12.4. SEGUIR ABORDANDO LOS NPLS EN TODO EL SISTEMA

Tanto las autoridades europeas como los bancos se han dedicado activamente a reducir el stock de préstamos morosos (NPLs), que ahora se encuentra en su nivel más bajo desde la crisis financiera. Dicho esto, las autoridades europeas han observado una desaceleración de las reducciones, y existe una preocupación especial respecto a Estados miembros que tienen ratios de NPLs de dos dígitos y préstamos vencidos por un periodo superior a un año. Los NPLs pueden perjudicar la capacidad de esos bancos de generar beneficios y, por lo tanto, afectan a la recuperación del sector financiero. Es importante que bancos y autoridades trabajen juntos para seguir reduciendo el stock de préstamos morosos y así garantizar la salud y una mayor rentabilidad del sector bancario.

10.12.5. GESTIONAR ENFOQUES DE RESOLUCIÓN Y FOMENTAR LA COOPERACIÓN

Por último, los enfoques de resolución son un tema relevante. La resolución debería plantearse desde una postura común dentro de la UE, de modo que contribuya a reducir la fragmentación del mercado en áreas como el capital, el TLAC y la liquidez. Cuando los Estados miembros preposicionan capital entre ellos, la capacidad de las empresas y los reguladores nacionales para responder con recursos del grupo en periodos de estrés se ve limitada.

Hasta ahora, la UE es la única jurisdicción que ha elegido un 90% para calibrar el TLAC, y un 100% para los bancos de la UE. Este hecho no solo crea fragmentación dentro de la UE, sino que también hace más difícil para los bancos de la UE competir con otras jurisdicciones (incluidas Hong Kong, Japón, el Reino Unido y posiblemente EE. UU.) que han propuesto calibrar el TLAC en el extremo más bajo del rango de 75%-90%. Esa calibración puede tener consecuencias importantes.

Como se ha explicado en este capítulo, si las jurisdicciones incumplen el parámetro más estricto, se reduce la flexibilidad de la sociedad matriz para asignar recursos, aumentando el riesgo de adjudicación incorrecta y, por consiguiente, el de quiebra bancaria. Unos requisitos de posicionamiento previo excesivos también suponen que las entidades financieras pierden la capacidad de dar al flujo de capital su uso más productivo.

Puede que, si se completa el EDIS, se capitaliza suficientemente el Fondo Único de Resolución y se armonizan las leyes de insolvencia, los supervisores nacionales y anfitriones se sientan lo bastante cómodos como para reconsiderar el enfoque del 90% en el TLAC interno. Esto también contribuiría a estimular la consolidación, ya que los bancos operarían a través de las fronteras de un modo más centralizado y coherente.

Este conjunto de propuestas de política constituye una tarea complicada para las autoridades en Europa. No obstante, la necesidad de consolidación es cada vez más urgente y se exacerbará con la entrada al mercado de nuevos actores no bancarios, principalmente mediante nuevas tecnologías. La agenda de la nueva presidencia de la UE y la clara intención de completar la Unión Bancaria Europea aportan esperanza y optimismo en cuanto a la posibilidad de abordar esos retos.



GLOSARIO

AT1	Additional Tier 1
AML	Anti-Money Laundering
APP	Asset Purchase Programme
ABSPP	Asset-Backed Securities Purchase Program
BIS	Bank for International Settlements
BOJ	Bank of Japan
BRRD	Bank Recovery and Resolution Directive
BU	Banking Union
BEPS	Base Erosion and Profit Shifting
BCBS	Basel Committee on Banking Supervision
BICC	Budgetary Instrument for Convergence and Competitiveness
CMU	Capital Markets Union
CDR	Capital Requirement Directive
CRR	Capital Requirement Regulation
CB	Central Bank
CBDC	Central Bank Digital Currency
CEPR	Centre for Economic Policy Research
CAC	Collective Action Clauses
CREs	Commercial Real Estate
CPMI	Committee on Payments and Market Infrastructure
CET1	Common Equity Tier 1
CETA	Comprehensive Economic and Trade Agreement
CSPP	Corporate Sector Purchase Program
CIR	Cost to Income Ratio
CCR	Counterparty Credit Risk
CBPP	Covered Bond Purchase Programme
CDS	Credit Default Swap



CVA	Credit Valuation Adjustment
DLT	Distributed Ledger Technology
DBPs	Draft Budget Plan
DSGE	Dymanic Stochastic General Equilibrium
EFC	Economic and Financial Committee
EMU	Economic and Monetary Union
ESG	Environmental, Social and Governance
EA	Euro Area
EONIA	Euro Overnight Index Average
EZ	Euro Zone
EBA	European Banking Authority
ECB	European Central Bank
EC	European Commission
ECFR	European Council of Foreing Relations
EDIS	European Deposit Insurance Scheme
EEA	European Economic Area
EIOPA	European Insurance and Occupational Pensions Authority
EMIR	European Market Infrastructure Regulation
EMU	European Monetary Union
EP	European Parlament
EPP	European People`s Party
ESMA	European Securities and Markets Authority
ESM	European Stability Mechanism
EU	European Union
EDP	Excessive Deficit Procedure
FSB	Financial Stability Board
FBOs	Foreing Banking Organizations
FG	Forward Guidance
FRTB	Fundamental Review of the Trading Book
GATT	General Agreement on Tariffs and Trade
GSCs	Global Stablecoins
G-SIB	Global Systemically Important Bank



GLOSARIO

GC	Governing Council of the ECB
GFC	Great Financial Crisis
GDP	Gross Domestic Product
HICP	Harmonized Index of Consumer Prices
HM	Helicopter Money
HRVP	High Representative (Vicepresident) of the Union for Foreign Affairs and Security Policy
IOU	Informal Document Acknowledging Debt, (I Owe You)
ICOs	Initial Coin Offerings
IIF	Institute of International Finance
IHC	Intermediate Holding Company
IPU	Intermediate Parent Undertaking
IRB	Internal Ratings-Based
IFRS	International Financial Reporting Standards
IMF	International Monetary Fund
IPE	Investment Plan For Europe
KYC	Know your Customer
LTRO	Longer Term Refinancing Operations
MIP	Macroeconomic Imbalance Procedure
MROs	Main Refinancing Operations
MiFID	Markets in Financial Instruments Directive
MTDs	Medium-Term Objectives
MERCOSUR	Mercado Común de América del Sur
M&A	Merger and Acquisition
MRC	Minimum Capital Requirement
MREL	Minimum Requirement for Own Funds and Eligible Liabilities
MMT	Modern Monetary Theory
MFF	Multiannual Financial Framework
NIGEM	National Institute Global Econometric Model
NIRP	Negative Interest Rate Policy
NII	Net Interest Income
NSFR	Net Stable Funding Ratio



NPLs	Non Performing Loans
NPA	Non-Performing Asset
NATO	North Atlantic Treaty Organisation
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development
OMT	Outright Monetary Transactions
OTC	Over-The-Counter
SPD	Partido Socialdemocrata Alemán
P2G	Pillar 2 Capital Guidance
P2R	Pillar 2 Capital Requirement
ZIRP	Zero Interest rate Policy
PCCL	Precautionary Conditioned Credit Line
PtB	Price to Book
PIA	Public Interest Assessment
PSPP	Public Sector Purchase Program
PMI	Purchasing Manager`s Index
QE	Quantitative Easing
ROE	Return on Equity
RAQ	Risk Assessment Questionnaire
RRP	Risk Reduction Package
RWA	Risk-Weighted Assets
SMP	Securities Market Program
SRB	Single Resolution Board
SRF	Single Resolution Fund
SRM	Single Resolution Mechanism
SRMR	Single Resolution Mechanism Regulation
SSM	Single Supervisory Mechanism
SME	Small and Medium-sized Enterprise
S&D	Socialist & Democrats
SGP	Stability and Growth Pact
SA-CCR	Standard Approach for Counterparty Credit Risk
SRSS	Structural Reform Support Service
SREP	Supervisory Review and Evaluation Process



GLOSARIO

SCBDC	Synthetic Central Bank Digital Currency
TLTRO	Targeted Longer-Term Refinancing Operations
TFP	Total Factor Productivity
TLOF	Total Liabilities and Own Funds
TLAC	Total Loss-Absorbing Capacity
TTIP	Transatlantic Trade and Investment Partnership
TPP	Trans-Pacific Partnership
TFEU	Treaty on the Functioning of the European Union
UCITS	Undertaking for Collective Investment in Transferable Securities
US	United States
VAT	Value Added Tax
WTO	World Trade Organisation
ZLB	Zero Lower Bound



ENTIDADES PATRONO

ENTIDADES PATRONO de la Fundación de Estudios Financieros

BANCO SANTANDER, S.A.

TELEFONICA, S.A.

BANCO SABADELL

BANKIA

CLIFFORD CHANCE

FIDELITY WORLDWIDE INVESTMENT

INDITEX

KPMG

LA CAIXA

BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES

URIA & MENENDEZ

ACS

EY

FUNDACIÓN MUTUA MADRILEÑA

MIRABAUD

BAKER & MCKENZIE

DELOITTE

J&A GARRIGUES, S.L.

CECA



IEAF | FEF

INSTITUTO ESPAÑOL DE
ANALISTAS FINANCIEROS

FUNDACIÓN DE
ESTUDIOS FINANCIEROS

www.fef.es

P.V.P.: 36 €

fundación



www.fundacionico.es