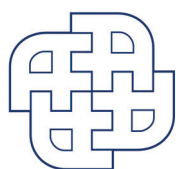


# EL EURO EN 2021



IEAF | FEF

INSTITUTO ESPAÑOL DE  
ANALISTAS FINANCIEROS

FUNDACIÓN DE  
ESTUDIOS FINANCIEROS

*fundación*



# RESUMEN EJECUTIVO

FERNANDO FERNÁNDEZ, IE UNIVERSITY<sup>1</sup>

## 1. LA PANDEMIA HACE REMOVERSE A EUROPA

Que Europa necesita una crisis para avanzar ha sido un mantra de Bruselas durante años. ¡Y qué crisis tuvimos en 2020! La más grave y global jamás experimentada en tiempos de paz. Pero puede que no haya sido en vano. Europa como idea, como proyecto político y como unión monetaria, ha salido unida y más fuerte. Algo que no se podía dar por sentado al comienzo de la crisis, cuando los viejos instintos nacionalistas campaban por sus fueros. Pero la Unión superó su división, gracias de nuevo, es justo reconocerlo en su despedida, al liderazgo de la canciller Merkel y a la sólida unidad germano-francesa en lo fundamental. Los gobiernos europeos y sus ciudadanos demostraron su compromiso con la integración económica y política y la cohesión interna, no sin las habituales y exasperantes discusiones internas. Los mercados financieros al menos así lo reconocen unánimemente, como lo demuestra la impresionante reducción de los diferenciales soberanos en toda la Eurozona y el bajo nivel, sin precedentes, en el que hoy se encuentran.<sup>2</sup> Las políticas internas ya no despiertan gran interés económico o financiero, ya que las autoridades europeas han garantizado, a todos los efectos prácticos, que adoptarán todas las medidas necesarias para ayudar a los Estados miembros a superar la crisis y cumplir con sus obligaciones de deuda. La mutualización de la deuda europea es una realidad, al menos los mercados así lo creen sin lugar a duda. ¿Excesivo optimismo?<sup>3</sup> sólo el tiempo lo dirá, pero este es el estado de la Unión al terminar el año del Covid19. Un cambio fundamental respecto al deprimente año pasado.

Las cosas nunca son tan claras en Europa, como seguramente saben nuestros lectores

---

<sup>1</sup> Fernando Fernández Méndez de Andrés es profesor de Economía y Finanzas en IE University y Bussines School, y editor del Anuario desde el primer número.

<sup>2</sup> En el momento de redactar este Resumen Ejecutivo, los diferenciales de bonos a 10 años sobre el Bund estaban en alrededor de 120 bp para Grecia e Italia, o alrededor de 60 bp para Portugal y España.

a estas alturas. 2020 pasará a la Historia como el año del coronavirus y sus efectos, pero también como el año que cambió la Unión Europea. Y no precisamente por el Brexit, el primer abandono voluntario de la Unión, que ya parece simplemente una anécdota en medio de los cambios estructurales y emocionales provocados por la emergencia sanitaria. La pandemia parece haber puesto en marcha en la Unión Europea su largo y tortuoso camino hacia una Unión Fiscal. Pareciera que esta era la crisis que se necesitaba para iniciar el diseño básico de una política fiscal común. El año en que la mutualización de riesgos se convirtió en política oficial, cuando la UE acordó emitir deuda común europea a gran escala para poder ofrecer un bien público europeo común, para ofrecer salud pública en primer lugar, pero también, lo que es más importante, estabilización económica europea. El año en que los euros federalistas dominaron la agenda política.

Este fue, por lo demás, un año terriblemente triste; un año en que el mundo redescubrió su fragilidad y la mayoría de los países adoptaron políticas de confinamiento prolongado y bloqueos drásticos de la vida económica y social; políticas de aislamiento que se han restaurado a finales de año. Políticas que han tenido graves repercusiones en la actividad económica y el empleo. La interacción humana presencial, el contacto físico, se redujeron a mínimos, la movilidad prácticamente desapareció, el comercio internacional se detuvo, y los ciudadanos de todos los lugares, culturas, edades y educación corrieron a la web en busca de una manera sustitutiva de continuar sus vidas y su trabajo, para fingir “mantener la calma y seguir adelante” (Nota del traductor, en el original inglés se usa la expresión “keep calm and carry on” que es el lema con que Churchill alentaba a los suyos en la Segunda Guerra Mundial). Económicamente, lo que comenzó como un shock exógeno en la lejana Asia que podría crear perturbaciones esporádicas en las cadenas de suministro, pronto se transformó en una grave crisis de producción y empleo, agravada en parte por las políticas de confinamiento estricto, y finalmente ha dado lugar a una larga crisis de demanda debida al miedo, al simple miedo al contagio, y a la incapacidad de las autoridades para recuperar la confianza del pueblo. Políticamente, un año en el que los gobiernos mostraron déficit de liderazgo y fracasaron. Incapaces de responder de manera inteligente y con convicción a la crisis sanitaria, la mayoría de ellos adoptaron políticas casi medievales, levantaron barreras y sacrificaron las libertades básicas en una búsqueda inútil de la seguridad sanitaria. Un año en el que brotaron como hongos demagogos y profetas del apocalipsis, y los agoreros y oportunistas habituales tuvieron su apogeo anunciando nuevas e inevitables catástrofes si el capitalismo no se reformaba radicalmente, el consumo no se reducía severamente o el ser humano se convertía en una especie diferente, en un Hombre Nuevo. Un año que me hizo releer ávidamente el clásico libro de Hayek, Camino de Servidumbre.

Finalmente, después de un período de confusión, precipitación, políticas erróneas y egoístas,<sup>3</sup> agravadas por políticas de comunicación manifiestamente mejorables, las

---

<sup>3</sup> El proteccionismo, una tentación permanente en Europa, se desató este año agazapado detrás de nobles propósitos y expresiones pomposas como soberanía económica y prioridades estratégicas. En particular, con respecto a las inversiones extranjeras, especialmente después de que la presidente von der Leyden alentara a los Estados miembros a proteger sus industrias y empresas

autoridades de todo el mundo llegaron a una respuesta política coordinada. Una política que en economía puede describirse como “a toda marcha y ya nos preocuparemos por las consecuencias”. Las políticas de apoyo al empleo y a las empresas han aumentado la deuda total en 2020 a un máximo histórico del 365% del PIB mundial (Instituto de Finanzas Internacionales 2020). Sin embargo, el coste del servicio de esta deuda se ha mantenido al mínimo, gracias a la expansión, concertada y en magnitud sin precedentes, de las condiciones monetarias en todo el mundo. A pesar del optimismo generalizado actual, conviene no olvidar que los mercados y las autoridades ya han demostrado antes que pueden estar equivocados y que las condiciones financieras no pueden seguir siendo tan acomodaticias indefinidamente. Dependiendo de la rapidez, intensidad y extensión de la recuperación, el proceso de reestructuración de la deuda, pública y privada, resultará inevitable y requerirá una enorme creatividad de los responsables políticos (IMF Policy Paper 2020).

La buena noticia de Europa es que a diferencia de ocasiones anteriores, la Unión se unió al club expansionista sin demora ni vacilaciones. La crisis del Covid19 ha rescrito el contrato social en todas las economías avanzadas, por ahora. El papel del Estado parece haberse ampliado, mucho más allá de su evidente responsabilidad como garante de la red de seguridad básica y cuando, paradójicamente, el sector privado ha demostrado su extraordinaria eficacia en el descubrimiento, producción y difusión no de una sino de muchas vacunas en un tiempo mínimo, sin precedentes históricos. Pero de todos los cambios de política inducidos por la pandemia, ¿cuáles se mantendrán una vez superada la crisis? (McKinsey 2020). De todos los programas extraordinarios implementados por la Unión Europea en el año de crisis de 2020, ¿cuáles acabarán formando parte constitutiva de la arquitectura europea?

Contestar a esta pregunta es lo que intenta este Anuario. La Unión Europea ha experimentado una expansión monetaria y fiscal sin precedentes, un uso extensivo de sus herramientas contra cíclicas, de moratorias y tolerancia regulatoria discrecionales y la introducción de nuevos instrumentos y facilidades experimentales, en particular la Next Generation UE, NGUE, pero también un programa común para financiar los costes de los seguros nacionales de desempleo, SURE, y un renovado Mecanismo Europeo de Estabilidad, MEDE. La crisis ha servido sin duda para avanzar en la integración de la Unión, en su ambición federal. Y este Anuario describe en detalle todos estos emocionantes desarrollos. Estos instrumentos políticos han encontrado mucha menos oposición política de la que era previsible. El miedo es un poderoso incentivo. La mayor parte de la discusión política ha sido, en la práctica, sólo la inevitable tentación de utilizar oportunísticamente la pandemia para obtener ganancias políticas nacionales.

Pero este Anuario también aborda la pregunta que ocupa la mente de todos los políticos europeos, ¿cuánto de esto se quedará una vez que la recuperación esté sólidamente asentada? ¿Cuántas de las políticas extraordinarias que hemos presenciado en 2020 son

---

de compradores extranjeros no deseados. Una actitud que, de imitarse, podría precipitar la nacionalización de las filiales de empresas europeas en todo el mundo.

simplemente la respuesta necesaria a una emergencia sanitaria mundial sin precedentes y cuántas se convertirán en parte integrante del conjunto de herramientas políticas disponibles en la Unión Monetaria Europea en su camino hacia una Unión Política cada vez más sólida? ¿Estamos más cerca de un momento *hamiltoniano*? como se ha argumentado repetidamente en los círculos pro-europeos este año. Como veremos, la respuesta no es inequívoca, como nunca lo es en el proyecto europeo, siempre una bicicleta en movimiento, pero que nunca llega del todo, todavía.

Después de todo lo que ha sucedido este año, es difícil recordar el mundo antes del Covid19. Pero el estado de ánimo político prevaleciente en Europa era sombrío y frustrado, después de que 2019 fuera un año perdido en la transición, como se titulaba este Anuario en su anterior edición, 2020, y el impulso europeo se hubiera estrellado frente al Brexit y el populismo. Un nacionalismo omnipresente en política había conseguido arrinconar a la unión monetaria; completarla ya no era una prioridad. Tanto es así, que no figuraba entre las prioridades de la Comisión von der Leyden, que había optado por una lista más suave y amigable de objetivos políticos. La economía, sin embargo, parecía traer buenas noticias, ya que Europa estaba saliendo claramente de la Gran Crisis Financiera, GCF, con más empleo y crecimiento y mejores perspectivas fiscales. Volvía el “business as usual”, la rutina burocrática, y por lo tanto Europa volvía a transmitir confianza y recibir la comprensión de los mercados financieros, al tiempo que la Unión seguía su interminable debate sobre su estatuto futuro. Y seguían manejándose las dos alternativas: (i) una forma compleja de mercado único con una moneda propia y normas muy detalladas para el reparto y la reducción de riesgos, tanto públicos como privados, o (ii) una unión monetaria, bancaria y fiscal completa. Proseguía el debate existencial.

Ese era el estado del debate europeo cuando la pandemia golpeó al continente con una violencia inesperada. Europa no estaba preparada para un shock de esta naturaleza, cegada por un cierto sentido de superioridad moral y política y una confianza casi absoluta en la fuerza de su estado de bienestar y su estupendo sistema de salud pública. En esas condiciones, Europa perdió un tiempo terrible, terrible en términos de vidas humanas y costes económicos. Con la perspectiva que da el tiempo, la pandemia hizo aún más evidentes los viejos problemas europeos, cuatro en particular: (i) un largo y prolongado proceso de toma de decisiones que ofrece un sinfín de oportunidades para el egoísmo y el oportunismo, (“*free riding and moral hazard*”); (ii) la inexistencia de unas políticas comunes de emergencia para hacer frente a lo desconocido, una autoridad central y unos instrumentos políticos que podrían haber dado derecho a la Comisión a adoptar poderes de emergencia para proporcionar una respuesta rápida y común a una emergencia de salud pública, (iii) la incapacidad de financiar esa respuesta a través de un presupuesto extraordinario financiado con deuda europea, y, (iv) instrumentos insuficientes para evitar la repetición del bucle riesgo bancario-soberano, si el shock sanitario resulta asimétrico.

Pero al mismo tiempo, la reacción de la UE al Covid19 ha sorprendido positivamente, por su unidad y decisión. Y es justo decir que la Comisión von der Leyden, y la propia presidenta, se han crecido con la oportunidad. Tan pronto como el 20 de marzo, la Comisión aprobó una flexibilización de las normas de ayudas de Estado para permitir las

medidas de apoyo a sus economías que los Estados miembros estaban aplicando. Y el 23 de abril, el Consejo de la UE adoptó un paquete extraordinario de 540.000 millones de euros que incluía: (i) una facilidad nueva del MEDE, denominada *Apoyo a la crisis pandémica, para financiar costes sanitarios extraordinarios*, (personal, equipo, bienes y suministros médicos, etc.) causados por la pandemia, desembolsos que no implicarían ninguna condicionalidad macro; (ii) el instrumento europeo de apoyo temporal para mitigar los riesgos de desempleo en caso de emergencia, conocido como SURE, para garantizar que los Estados miembros puedan hacer frente a los gastos incrementales de las prestaciones de desempleo creados por las políticas de emergencia sanitaria y de confinamiento; y (iii) un Fondo de Garantía en el Banco Europeo de Inversiones que operaría como respaldo a las garantías de préstamos ampliadas por los bancos nacionales de promoción y desarrollo (KfW, ICO y similares) para evitar el aumento no deseado de los diferenciales soberanos.

Sólo un mes después, el 27 de mayo, cuando la pandemia empeoraba, la Comisión puso sobre la mesa el programa NGUE. Una propuesta que ya incluía el Mecanismo de Recuperación y Resiliencia, RRF, financiado por títulos de deuda emitidos directamente por la UE y un aumento de los recursos propios de la UE, incluyendo un impuesto sobre el carbono, por determinar en su especificidad, un impuesto digital y un impuesto sobre grandes corporaciones. La NGEU, vinculada a un ambicioso marco financiero plurianual 2021-27, y destinada a que los Estados miembros se recuperen, reparen y salgan más fuertes de la crisis y aceleren su transición digital y verde, ha dominado por completo el debate político europeo del año. Ha provocado un intenso debate entre los Estados miembros y en el seno de las instituciones europeas: el Consejo y el Parlamento sólo a finales de diciembre resolvieron sus diferencias sobre los dos aspectos más controvertidos, la condicionalidad política y económica.<sup>4</sup> Los Euro federalistas subrayan con razón su carácter de mutualización y el potencial para convertirse en una facilidad de estabilización macro para la Euro Zona y de crear un activo seguro europeo. Los euroescépticos, por su parte, recuerdan que se trata de un programa extraordinario, no repetible, para responder a una emergencia, y que los desembolsos no son derechos, sino que están sujetos a una condicionalidad significativa, programática y macroeconómica. El partido no esta jugado, pero el lector encontrará en este Anuario todos los detalles técnicos y muchos y diversos argumentos para formarse su propia opinión.

En cuanto al BCE, como para todos los principales bancos centrales, se suponía que 2020 sería el año de la normalización de la política monetaria. Un año para hacer balance de las políticas monetarias no convencionales y del tsunami regulatorio puesto en marcha después de la GCF, y para revisar exhaustivamente su estrategia. Pero el co-

---

<sup>4</sup> Se llegó a un acuerdo definitivo sobre el Estado de Derecho exigiendo una decisión del Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas antes de que pudiera aplicarse el mecanismo de suspensión de pagos. La condicionalidad económica se estableció en el artículo 17.3 del Reglamento que condiciona explícitamente los desembolsos del RRF europeo no sólo a los principios generales de la UE de transición verde y digital, sino también al cumplimiento de las Recomendaciones específicas por país del Semestre Europeo en 2019 y 2020.

ronavirus lo cambió todo. Los principales bancos centrales respondieron rápidamente mediante la implementación del mayor estímulo monetario de la historia. La Fed redujo las tasas de interés para aliviar los costes de financiación y apoyar la demanda agregada, garantizando al mismo tiempo el suministro de liquidez. El BCE, sin margen práctico para bajar más los tipos, son negativos desde 2014, recurrió a medidas no convencionales y confirmó que se veía en el límite inferior o cerca de él.

Después de las dudas iniciales y algunos deslices de comunicación, el BCE reforzó su compromiso de “lo que sea necesario” con rapidez y determinación. Ya el 18 marzo, anunció un amplio paquete de políticas que incluía políticas monetarias, medidas de regulación y supervisión e instrumentos macroprudenciales. En cuanto a la política monetaria, el BCE (i) aumentó su Programa de Compra de Activos con 120.000 millones de euros netos adicionales, además de los ya existentes 20.000 millones de euros al mes, (ii) lanzó un nuevo Programa de Compra de Emergencia Pandémica (PEPP) de 750.000 millones de euros de valores del sector privado y público durante el tiempo que sea necesario<sup>5</sup>; (iii) amplió la gama de activos admisibles en el programa Corporate Sector Purchase Program (CSPP) incluyendo papel comercial no financiero; (iv) anunció su disposición a ir más allá de la clave de capital en la compra de valores públicos; (v) continuó su política de asignación completa sobre el suministro de liquidez mediante operaciones de refinanciación a largo plazo (LTRO) y mejora de las condiciones en las ya existentes; (vi) lanzó a partir de mayo de 2020 un nuevo respaldo de liquidez, una serie de operaciones de refinanciación a largo plazo de emergencia pandémica no dirigidas y, (vii) introdujo un sistema de *tiering* en los costes de las reservas bancarias en el BCE, reconociendo así finalmente el impacto negativo de su política de tipos de interés negativos en la rentabilidad de los bancos y, por lo tanto, en la estabilidad financiera.

Por lo que se refiere a la política de supervisión, el 20 de marzo el BCE adoptó un conjunto global de medidas que abarcan una reducción del impacto contable del deterioro de la calidad de los activos y la relajación de los requisitos de capital y liquidez. En cuanto a la calidad de los activos, se flexibilizaron, entre otras medidas, (i) el tratamiento reglamentario de los activos sujetos a apoyo público (garantías o moratorias); (ii) la aplicación del concepto de metodología de pérdidas esperadas (IFSR9) y (iii) la estrategia para la reducción de los activos deteriorados, que se declaró suspendida, “*stand still*”. En cuanto a los requisitos de capital, el BCE permitió a las instituciones financieras utilizar su P2G como colchón de capital y adelantó el uso del capital Tier II y III para cumplir con el P2R. El objetivo obvio de todas estas medidas era evitar la restricción del crédito experimentada en la reciente GCF, que había exacerbado y prolongado la recesión.

Además, y en lo que ciertamente ha sido una controvertida medida macroprudencial, en particular porque la Fed no actuó de la misma manera, el BCE impuso la suspensión de todos los pagos de dividendos y recompras de acciones a los bancos europeos, con el fin de evitar que la indulgencia regulatoria se distribuyera a los accionistas y no se

---

<sup>5</sup> Más tarde, con motivo de la segunda ola de la pandemia, lo aumentó en 500.000 euros adicionales en diciembre de 2020

utilizara para crear un colchón de capital para prever el esperado aumento significativo de préstamos dudosos y otros activos deteriorados. Por último, y para complementar su insistente “persuasión moral” con medidas concretas, el BCE aprobó cambios contables y de supervisión para fomentar las fusiones bancarias permitiendo el uso del fondo de comercio negativo (“*bad will*”) para financiar la reestructuración y otros costes de fusión, y aceptando que el nivel de capital de la institución resultante puede permanecer en el promedio de ambos, y no mantener el nivel del mejor capitalizado, como requería la política anterior. Obviamente el BCE piensa que el tamaño es necesario para hacer frente al nuevo entorno macro, muy desafiante y con una mayor competencia de los recién llegados digitales.

En resumen, el BCE ha vuelto a actuar con rapidez frente al desafío del Covid19, utilizando todo su diverso arsenal político. Al hacerlo, se ha vuelto a situar en el centro del debate político europeo. No puede sorprender que resurgieran las acusaciones de que estaba cayendo en una situación de “dominio fiscal”, en la que las necesidades fiscales de los Estados miembros determinaban la política monetaria. La controversia en torno a la acción del BCE es la consecuencia inevitable de no haber completado la unión monetaria y bancaria europea, y de la posición especial que representa el BCE en el espacio de formulación de políticas europeas, la única agencia federal real, con competencias ejecutivas efectivas. Pero más allá de la UEM, a medida que los bancos centrales de todo el mundo se han vuelto más activos en políticas muy alejadas de su función limitada tradicional de fijar las tasas de interés, la discusión académica y política sobre su independencia y rendición de cuentas está aumentando. Y el BCE puede, y no debe, ser inmune.

Sí, la Unión Europea ha respondido institucionalmente a la crisis como nunca lo había hecho. Ha avanzado su arquitectura interna hacia un área monetaria óptima al mejorar en la unión bancaria y fiscal. Y hemos visto interesantes novedades en la unión política. En la unión bancaria, el mecanismo de resolución cuenta ahora con un respaldo financiero creíble<sup>6</sup> y las autoridades de supervisión y regulación han demostrado la determinación y flexibilidad necesarias. Pero los principales obstáculos para tener bancos minoristas realmente europeos siguen existiendo; en particular la ausencia de (i) un Sistema Europeo de Seguros de Depósitos, EDIS; (ii) un régimen común de insolvencia bancaria para evitar discriminaciones en la aplicación del mecanismo único de resolución, (iii) la igualdad de condiciones regulatoria para bancos, BigTech, FinTech, banca en la sombra y todo intermediario financiero que realice el mismo servicio; (iv) un flujo de liquidez y capital al interior de los grupos transfronterizos que esté libre de las medidas de aislamiento nacionales, y (v) un tratamiento político único para los bancos cooperativos y de propiedad estatal y, en particular, de su situación jurídica, de su gobernanza específica y de su estructura de propiedad, que impida que permanezcan inmunes a la búsqueda de eficiencias y ajenos al proceso de consolidación.

---

<sup>6</sup> Por último, el Consejo de diciembre modificó los reglamentos del MEDE para permitir su utilización para financiar directamente procesos de resolución bancaria.



En cuanto a la unión fiscal, ha habido avances incuestionables que no eran esperables antes de la pandemia, en particular el lanzamiento de la NGEU. Sin embargo, las discusiones políticas han puesto de relieve tres cuestiones urgentes, que no deben desestimarse en el calor federal del momento: (i) la NGEU es legalmente un paquete extraordinario único y sólo fue aprobado después de que su carácter excepcional quedase muy claro; no hay presunción formal de repetirlo nunca, a pesar del obvio precedente creado; (ii) no es la facilidad de estabilización macro que necesita una unión fiscal; de hecho, para ser promulgado, la palabra estabilización tuvo que ser eliminada de su nombre original. El texto es confuso, moviéndose constantemente entre un fondo estructural para aumentar el crecimiento potencial y un fondo de estabilización para ayudar a superar los costes sociales del Covid19. Ambos objetivos no sólo pueden resultar difíciles de conciliar, sino que complican su repetición futura; y (iii) NGEU no crea un Tesoro europeo, aunque haya supuesto la puesta en circulación de un gran volumen de deuda europea. En ese sentido, no estamos más cerca de tener ese ministro de Finanzas de la UEM que exigen los euros federalistas. Su ausencia complicará la gestión de la deuda, pero también puede entenderse como el presagio de futuras reformas institucionales.

Por último en materia de unión fiscal, no ha habido progreso alguno con las normas fiscales durante el año. Aunque hablar de reglas fiscales en estos días parece completamente innecesario, una vez que la Comisión ha declarado su suspensión para 2021 y probablemente, pero no seguramente, 2022, lo cierto es que las reglas vigentes son ineficientes, poco prácticas y altamente discrecionales y politizadas. La opinión académica se ha ido desplazando gradualmente hacia normas sencillas, previsibles y fácilmente exigibles sobre el gasto público, que podrían calibrarse para los Estados miembros en función de su nivel de deuda pública y de la rapidez en el calendario de reducción. Pero este debate aún no se ha convertido en realidad política. Es inimaginable que la EMU pueda avanzar decisivamente en crear una facilidad permanente de estabilización macro sin, al mismo tiempo, disponer de un conjunto claro de reglas fiscales para evitar comportamientos oportunistas e insolidarios. Por lo tanto, los federalistas europeos no deben olvidar nunca que la reducción del riesgo y el reparto de riesgos, las normas fiscales y la estabilización macro sólo pueden avanzar en paralelo, o no avanzarán nunca.

En cuanto a la unión política, el año ha traído nuevos acontecimientos significativos que fortalecen el Estado de Derecho, el carácter democrático de la UE. Por primera vez el acceso a los fondos de la UE se ha condicionado explícitamente a criterios políticos democráticos básicos. Pero también hemos sido testigos de graves problemas con el proceso de toma de decisiones. Problemas que han llevado a complicadas maniobras legales y amenazas procesales que parecen difíciles de conciliar con la confianza necesaria entre los miembros de una Federación. La Unión ha profundizado sin duda su carácter federal, pero un acuerdo fundamental sobre un nuevo proceso de toma de decisiones es una necesidad. Y en cierta medida, el debate sobre la profundización de la Unión ha cobrado actualidad y urgencia. Una vez más, se hace evidente la necesidad de un nuevo Tratado, un nuevo contrato social para los ciudadanos de Europa y los gobiernos de los Estados miembros.

Cuando este terrible año llega a su fin, es hora de hacer una primera evaluación global de las consecuencias económicas globales y regionales de la pandemia, siendo plenamente conscientes de la muy alta incertidumbre que rodea cualquier estimación, mientras el Covid-19 penda sobre la economía y permanezca el distanciamiento social. Las últimas previsiones disponibles del FMI proyectan un crecimiento global de un -4,4% en 2020, una contracción menos severa de lo esperado en junio, lo que refleja una recuperación mejor y más rápida de lo previsto en las economías avanzadas, donde la actividad comenzó a mejorar antes de lo esperado, después de que se flexibilizaran los confinamientos. Se prevé un crecimiento mundial del 5,2% en 2021. Estas proyecciones de crecimiento y las elevadas tasas de desempleo este año y en 2021 implican daños persistentes significativos en la producción y el empleo en las economías avanzadas y en mercados emergentes (IMF Perspectivas Económicas Mundiales, octubre de 2020).

En cuanto a Europa, la Comisión Europea informó, cuando este libro se mandó a imprenta, que “se prevé que el PIB de la UE se contraiga en aproximadamente un 7% este año antes de repuntar un 4% en 2021, que es menos de lo previsto anteriormente, y un 3% en 2022” (European Economic Forecast, noviembre de 2020). Proyecciones que no son muy diferentes para la zona euro.<sup>7</sup> En cualquier caso, el nivel de producción de la economía europea no volvería a los niveles pre-pandémicos hasta 2023. Al mismo tiempo, y a pesar de la ambiciosa aplicación de políticas de apoyo al empleo, la pérdida de puestos de trabajo durante el primer semestre del año no tuvo precedentes. “No obstante, la tasa de desempleo de la UE aumentará aún más del 7,7% este año al 8,6% el próximo año, ya que la población activa tenderá a recuperarse progresivamente el año que viene. La tasa de paro europea podría disminuir en 2022 hasta el 8,0%.”

La política fiscal en la EA será fuertemente expansiva en 2020 debido a las considerables medidas fiscales de emergencia adoptadas por los Estados miembros y al efecto de los estabilizadores automáticos. El déficit público agregado de la zona del euro alcanzaría el 8,8% del PIB en 2020 y disminuiría gradualmente al 4,7% en 2022 a medida que se vayan eliminando las medidas de emergencia. En consecuencia, la relación deuda/PIB en la EA aumentaría al 101,7% en 2020 y se mantendría por encima del 100% durante muchos años en ausencia de medidas de consolidación activa. El informe de la CE subraya que persistirán las diferencias de desempleo y déficit público entre los distintos países, reflejando las vulnerabilidades preexistentes. Un recordatorio rápido y claro de que las políticas europeas, por ambiciosas y duraderas que sean, no pueden resolver los problemas estructurales nacionales, las ineficiencias o rigideces de sus estructuras productivas y mercados de trabajo.

Tras la publicación de estas previsiones, y como reflejo de la muy alta incertidumbre existente, las perspectivas de consenso han cambiado significativamente. A corto plazo, la gravedad y la incidencia generalizada del repunte de la pandemia en el último trimestre del año han reducido considerablemente las proyecciones de crecimiento. Un

---

<sup>7</sup> Las últimas proyecciones del PIB del BCE para la zona del euro son del -7,3% en 2020, +3,9% en 2021 y +4,2 en 2022.

repunte que ha dado lugar a nuevos confinamientos en Europa y Estados Unidos, paralizando la recuperación del consumo privado, posponiendo las decisiones de inversión y reduciendo los flujos de comercio internacional. Pero al mismo tiempo, las perspectivas a medio plazo han mejorado significativamente, ya que la evolución positiva de la autorización, distribución y despliegue de vacunas ha sorprendido a todos. En consecuencia, el escenario macro de referencia se ha deteriorado para 2020 y el primer semestre de 2021, pero mejora para la segunda parte del próximo año, cuando muchos economistas y la mayoría de los responsables políticos esperan que la inmunidad de rebaño sea una realidad, y más aún en 2022 y siguientes. A pesar de ello, y con todas las salvedades debidas, la pandemia ya ha dejado profundas cicatrices en el tejido económico y social mundial, y por consiguiente los niveles de producción y empleo no se recuperarían antes de 2023. Estos daños duraderos, serán más intensos en los países donde la pandemia ha afectado con más gravedad, han implementado medidas de contención más estrictas o su estructura económica o la insuficiencia e ineficacia de la respuesta política ha jugado en favor de la pandemia (André Sapir 2020).

Cicatrices que se sentirán en el capital humano y físico; en educación, en la formación laboral y la inversión de capital fijo, perjudicando la productividad y limitando el crecimiento potencial. Un nuevo consenso macroeconómico está pidiendo una estrategia de política económica diferente, con un papel más fuerte para la política fiscal, déficits y deudas del sector público mucho mayores y más intervención del Estado en la economía. La hipótesis subyacente es que el mundo post Covid19 vendrá caracterizado por una tasa de inflación muy baja, tipos de interés nominales cercanos o inferiores a cero, altos niveles de desempleo y un crecimiento subóptimo. Un mundo que requeriría volver a la década de 1950, a políticas Keynesianas tradicionales muy expansionistas. Y se cuestiona por qué preocuparse por la sostenibilidad de la deuda si el servicio de la deuda pública y privada, a pesar de su fenomenal crecimiento con la pandemia, no requiere casi ningún aumento de los desembolsos, y si los bancos centrales de todo el mundo han prometido liquidez ilimitada y a coste cero, y una expansión cuantitativa, QE, compras ilimitadas de valores privados y públicos, sin fin previsible. Aunque algunos escépticos comienzan a preguntarse si no estamos simplemente volviendo a la vieja política de monetizar la deuda privada y pública, a través de la puerta trasera, de colocarla en unos balances de bancos centrales en expansión constante. El BCE, por ejemplo, tiene ahora una deuda superior al 60% del PIB de la zona del euro y más del 25% de toda la deuda pública española o italiana en circulación. No es de extrañar que los economistas estén debatiendo de nuevo sobre el dominio fiscal, la pérdida de independencia de los Bancos Centrales, su incapacidad para cambiar la política monetaria sin provocar un evento de crédito significativo.

Por lo tanto, si bien la política económica sigue centrándose en mantener o incluso ampliar el extraordinario impulso fiscal, y los Bancos Centrales insisten en perpetuar la acomodación monetaria durante todo el tiempo que sea necesario, el debate político se está desviando tímidamente y gradualmente hacia las difíciles cuestiones de cómo aplicar una estrategia de salida ordenada antes de que la estabilidad financiera se vea en

peligro<sup>8</sup> y la inflación se traslade desde las posibles burbujas de activos hacia el mercado de bienes y servicios.<sup>9</sup> Para un observador sin experiencia, esta asimetría puede parecer una tontería. ¿Cómo puede alguien hablar de inflación si las últimas proyecciones del BCE sitúan al HCPI en el 1,2% en 2022 y en el 1,4% en 2023? Más aun, la inflación subyacente seguiría siendo moderada, ya que las importantes brechas de producción y empleo combinadas con factores estructurales, es decir, la digitalización y el envejecimiento de la población, prolongarán las presiones a la baja sobre los precios.

Pero el arte de la política económica consiste precisamente en predecir el futuro y evitar que escenarios no deseados puedan materializarse. Se trata de prever y planificar, de tener las herramientas adecuadas antes de que sea demasiado tarde. Pero eso es ahora cuando hay que preguntar a los responsables políticos cual es su visión sobre los límites del endeudamiento público y privado y sobre los efectos de los tipos de interés “mas bajos por más tiempo” en la estabilidad financiera, la solvencia del sistema bancario y el crecimiento potencial. Especialmente si “sea que lo que sea el futuro, no se parecerá en nada al pasado” como Goodhart y Pradhan 2020 han argumentado en uno de los libros más influyentes y controvertidos del año.

## 2. LA UNIÓN MONETARIA EN LAS CRISIS

El Anuario 2021 está organizado en torno a que la pandemia ha cambiado profundamente el debate central en la UEM. No es necesariamente un cambio permanente, pero será difícil dar marcha atrás. Especialmente si las nuevas políticas e instrumentos resultaran útiles y logaran los resultados esperados. Este es el resumen del año en dos líneas, y el índice de contenidos de este libro. Un libro que se organiza en cuatro secciones, la primera proporciona el contexto político, económico y financiero. Expone sencillamente lo que estaban pensando los responsables políticos y cómo reaccionaron al surgir esta pandemia. La segunda profundiza en la política monetaria y refleja las cambiantes

---

<sup>8</sup> “Los bancos centrales han desempeñado un papel fundamental en la flexibilización de las condiciones financieras en respuesta al shock covid-19 y han ayudado a evitar una recesión catastrófica.. Pero estas aún mayores políticas acomodaticias pueden plantear riesgos sustanciales en el camino fomentando la asunción excesiva de riesgos y la acumulación de vulnerabilidades.... En consecuencia, es crucial que los responsables de la política monetaria incorporen consideraciones de estabilidad macro financiera en su toma de decisiones, además de la senda de la producción, el desempleo y la inflación”. Tobias Adrian 2020.

<sup>9</sup> “Nada es más tranquilizador para un inversor que el conocimiento de que los bancos centrales, con bolsillos mucho más profundos, comprarán los valores que poseen los inversores, especialmente cuando estos compradores públicos están dispuestos a hacerlo a cualquier precio y tienen un capital y una paciencia ilimitados. El resultado no es solo que la liquidez aparentemente interminable provoque un repunte de precios de los valores financieros, independientemente de los fundamentales económicos. Sino que también altera las condiciones del mercado e invierte la tradicional causa - efecto. La profundización de la distorsión de los mercados por parte de los bancos centrales será más difícil de defender en una economía en recuperación cuando las expectativas inflacionarias se tornen crecientes.” Mohammed El-Erian 2020

circunstancias del año y las respuestas a esta incertidumbre, con énfasis en las consecuencias a largo plazo de los tipos de interés estructuralmente bajos, el replanteamiento de la estrategia monetaria y las amenazas a la independencia del Banco Central Europeo. La tercera se refiere a la política fiscal y está dominado por el *Next Generation* de la UE, pero va más allá al cuestionar la economía política de la reforma, los desafíos y oportunidades para la unión fiscal y el papel de una regulación adecuada de las ayudas estatales en el fomento de una unión estable y justa. La cuarta y última, trata de la estabilidad financiera y la regulación, un ámbito político muy activo esta vez, y complementa un detallado relato europeo con la necesaria perspectiva internacional.

## 2.1. EL CONTEXTO: LA RESPUESTA EUROPEA A LA PANDEMIA

La Parte I del Anuario tiene como objetivo contextualizar la evolución de la UEM a la luz de las tendencias sociales y económicas y de los fallos que se evidenciaron durante 2020. Incluye tres artículos sobre políticas monetarias, medidas fiscales y la respuesta institucional. Comenzamos con la evolución monetaria y terminamos esta parte con consideraciones políticas porque este Anuario ha argumentado desde su primera edición, desde el principio de la crisis de la deuda del euro, que la Unión Monetaria Europea era un trabajo incompleto, un proyecto político en curso. Que el Tratado de Maastricht no creó una unión sostenible porque no proponía una unión bancaria, fiscal y política. Por lo tanto, preguntamos a los colaboradores de este Anuario si el Covid19 ha supuesto la crisis necesaria para terminar de reparar los fallos en el diseño institucional.

El capítulo uno es un artículo de Luis de Guindos, vicepresidente del Banco Central Europeo, *La respuesta de política monetaria: el papel del BCE*, que describe en profundidad el amplio conjunto de medidas adoptadas por la autoridad monetaria “para detener los bucles de retroalimentación altamente disruptivos y auto cumplidos en los precios de los activos y la iliquidez que de otro modo habrían precipitado una contracción económica mucho más profunda y riesgos deflacionistas sin precedentes.” Pero también, los argumentos, las ideas detrás de esas acciones. De esta cita se desprende que, en sus acciones extraordinarias, el Banco Central tuvo en cuenta tanto los riesgos potenciales en las perspectivas, de recesión como de deflación. El uso de instrumentos no convencionales de política monetaria se ha vuelto tan estándar en los últimos años que probablemente sea ya engañoso llamarlos así. Sin embargo, el BCE se ha convertido en el único Banco Central importante en utilizar, de forma sistemática y consistente, tipos de interés negativos. Se han utilizado en combinación con las compras de activos, la orientación a plazo (“forward guidance”) y la financiación “targeted” a largo plazo para que los bancos proporcionen el ajuste monetario necesario.

La percepción de riesgos cambió drásticamente a mediados de marzo precipitando la búsqueda habitual de seguridad, los precios de la renta variable cayeron alrededor del 40%, la volatilidad aumentó bruscamente y los fondos de inversión experimentaron salidas similares o incluso más altas que durante el pico de la GCF. Las tensiones en los mercados alcanzaron también a activos tradicionalmente seguros y líquidos, como los

mercados monetarios y los bonos soberanos. Las expectativas de inflación del mercado a más largo plazo disminuyeron a mínimos históricos y se alejaron aún más de la definición de estabilidad de precios del BCE. Además, la ampliación de los diferenciales de rendimiento de los bonos soberanos amenazó con perturbar la transmisión de la política monetaria y con repetir la crisis de la deuda europea.

No hubo tiempo que perder, afirma acertadamente, y esta vez el BCE actuó con rapidez y sin demora. Respondió a los acontecimientos con una política monetaria diseñada doblemente “para ajustar la orientación de la política monetaria y salvaguardar la transmisión de la política monetaria, asegurando que las medidas expansivas se trasladaban a través del sistema financiero a los hogares y a las empresas”. Ya en marzo de 2020, el Consejo de Gobierno decidió un conjunto global de medidas de política monetaria que se describen con detalle en este capítulo.<sup>10</sup> Se referían tanto a la recalibración de los instrumentos existentes como al lanzamiento adicional de otros nuevos; en particular, un nuevo programa de compra de emergencia pandémica, PEPP, que tiene la doble función de flexibilizar la orientación monetaria y de estabilizar los mercados financieros. Curiosamente, el BCE no consideró apropiado avanzar más en el territorio de tipos de interés negativos. Como dejó claro la presidenta Lagarde, “de hecho, las compras de activos, al comprimir los rendimientos de los bonos a largo plazo, pueden inducir una flexibilización de las condiciones financieras que pueden compensar en parte las limitaciones existentes a un recorte adicional de los tipos de interés convencionales.” (Lagarde 2020). En mis propias palabras, más directas, la zona euro está cerca de su límite inferior en términos de tipos de interés, pero hay un amplio margen de acomodación monetaria adicional sin tocar los tipos de interés, a través de otras políticas que han demostrado su eficacia.

D igual manera, este capítulo recuerda la limitada capacidad de las políticas monetarias para abordar factores estructurales y crisis del sector real como ésta de la pandemia. Por lo tanto, hace hincapié en la necesidad de acompañar la expansión monetaria con políticas prudenciales y medidas fiscales. En consecuencia recuerda que el MUS, Mecanismo Único de Supervisión, proporcionó un alivio de capital significativo a los bancos comerciales para evitar cualquier peligro de restricción del crédito; y las autoridades macroprudenciales nacionales relajaron el colchón de capital contra cíclico (Cuy). La respuesta fiscal también constituyó una sorpresa expansiva. Incluyó (i) impulsos fiscales directos para cubrir necesidades sanitarias, la protección del empleo y las subvenciones a empresas para asegurar su continuidad; (ii) aplazamientos y moratorias, incluyendo el pago de impuestos y cotizaciones a la seguridad social, y (iii) y garantías de liquidez.

Según las estimaciones del BCE, las medidas adoptadas: (i) estabilizaron los mercados financieros: el rendimiento soberano medio a 10 años en la Euro zona se redujo entre 45 y 70 puntos básicos y el impacto ha sido aproximadamente el doble en los países de más riesgo; (ii) garantizaron una liquidez abundante que permitió un crecimiento

---

<sup>10</sup> Un muy útil resumen de todas las medidas adoptadas por el BCE en la Figura 13 de este capítulo.

sustancial del crédito. En conjunto, los TLTRO de junio y septiembre supusieron una inyección neta combinada de liquidez de 706 mil millones de euros; (iii) facilitaron un crecimiento sustancial del crédito. La tasa de crecimiento anual de los préstamos a las empresas se situó en el 7,1% en agosto y septiembre de 2020, 4,1 puntos porcentuales más que en febrero; (iv) acercaron los tipos de interés de los préstamos bancarios a sus mínimos históricos: alrededor del 1,5% para las empresas no financieras y del 1,4% para las hipotecas en septiembre de 2020; (v) mientras que sólo provocaron un pequeño aumento de la tasa de morosidad de las empresas de alto rendimiento de la zona del euro, del 1,73% en febrero al 4,21% en octubre; y (vi) tuvieron un impacto macro muy positivo y han contribuido en términos acumulados alrededor de 0,8 p. p. a la tasa de inflación general anual y 1,3 p.p. al crecimiento real del PIB entre 2020 y 2022.

Obviamente, esta histórica acción política concertada no pudo impedir una contracción histórica de la producción y caídas sustanciales de ingresos; no podría haberlo hecho. Pero ha sido capaz de evitar un desempleo masivo y una nueva crisis financiera, al menos por el momento. Estas políticas han ganado un tiempo precioso para que la industria sanitaria y la comunidad científica proporcionen una vacuna que promete luz al final de un largo y terrible túnel. Pero no hay nada gratis y la extraordinaria expansión monetaria, por muy necesaria y exitosa que sea, plantea cuestiones inevitables para la acción futura de los Bancos Centrales. ¿Volverá el tamaño de sus balances a niveles similares a los que prevalecían antes de la GCF y Covid19? Si la respuesta es sí, cómo y a qué coste. Si la respuesta es “no en el futuro previsible”, ¿tendrán las fuerzas del mercado suficiente espacio para determinar por sí mismos los precios en los mercados financieros? ¿o viviremos una larga era de dominación del banco central en los mercados financieros y en los precios de los activos? O lo que es lo mismo, ¿se pagará alguna vez esa ingente cantidad de deuda? Obviamente, estas son preguntas para el mundo post-pandémico y para las autoridades económicas del futuro, o ¿habría ya que empezar a pensar en ellas?

En el capítulo dos, Jonás Fernández, miembro de la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios del Parlamento Europeo, se pregunta, *La respuesta fiscal: ¿Un paso adelante hacia la mutualización de la deuda?* En su opinión, Euro zona carece de pilar fiscal desde su fundación. La introducción de una moneda única y la creación del banco central europeo nunca se complementaron con un instrumento presupuestario de estabilización. Por lo tanto, la Unión ha dejado a la política monetaria y a las políticas fiscales nacionales, la responsabilidad exclusiva de gestionar el ciclo económico. Las reglas fiscales sólo tenían por objeto limitar la libre circulación potencial de activos y deuda, a fin de garantizar que los Estados miembros no pudieran acabar distorsionando o impidiendo el funcionamiento de la política monetaria común. Este es una realidad asumida y aceptada. Pero el autor da un paso más y argumenta que, como resultado de la crisis de la deuda del euro y de las políticas entonces aplicadas, “la unión monetaria evolucionó hacia un modelo de tipo de cambio fijo, emulando los acuerdos de Bretton Woods”.

La respuesta política a esa crisis se resume en dos: (i) reinterpretar el contenido de los Tratados originales que imposibilitan los rescates y permitir la creación de nuevos mecanismos de apoyo a los Tesoros nacionales, en concreto mediante la creación del MEDE, y (ii) fortalecer los mecanismos de control presupuestario para limitar, al menos

formalmente, los desequilibrios macroeconómicos, y en particular la evolución de las posiciones de cuenta corriente y de activos netos internacionales; procedimientos que también tuvieron como consecuencia la reducción del margen de actuación de las políticas fiscales nacionales. Una respuesta que eludió específicamente el establecimiento de un pilar fiscal centralizado para la zona del euro. “Estas políticas lograron superar la crisis en 2010, pero con un coste económico y social muy significativo que podría haber sido mitigado profundizando en la mutualización de deuda, que es la misión de la zona del euro”. En consecuencia, este capítulo reclama la mutualización fiscal. En ausencia de ella, el conjunto de herramientas políticas de la Unión Europea no podrá responder eficazmente a las perturbaciones externas, y sus impactos asimétricos acabarán erosionando su apoyo público y cuestionando su propia supervivencia.

Sostiene, sin embargo, el autor que esta vez, la Unión sí ha puesto en marcha un proceso político que puede dar lugar precisamente a ese instrumento presupuestario central de la Euro zona, aunque todavía nada está garantizado. Para llegar a esa conclusión, Jonás Fernández examina la evolución política en la UE durante los cinco años de recuperación económica antes de la pandemia. Y concluye que la naturaleza de la política fiscal ha cambiado en tres aspectos significativos que han facilitado ahora la adopción de una respuesta más “federal”: (i) flexibilidad renovada en la implementación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento; (ii) el Plan Juncker, un instrumento para la inversión europea respaldado por el presupuesto comunitario a través del Banco Europeo de Inversiones, y (iii) una Función Europea de Estabilización de la Inversión (EISF), aún no aprobada ni ejecutada, pero cuyos fundamentos inspiraron los debates actuales. Consistía en un préstamo a largo plazo diseñado para estabilizar la inversión pública; cuyos intereses se pagarían conjuntamente a través de un fondo creado con los beneficios del BCE correspondientes a cada Estado miembro.

Cuando la pandemia conmocionó a Europa, cada Estado miembro tomó inicialmente medidas individuales, pero ya en abril de 2020, los gobiernos nacionales pudieron acordar rápidamente políticas fiscales similares, garantías y programas de apoyo para sostener el empleo y las empresas. Y la Comisión Europea contribuyó suspendiendo la aplicación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento y poniendo en cuarentena la regulación de las ayudas estatales. Además, los Ministros de Finanzas activaron la facilidad de crédito del MEDE ya comentada<sup>11</sup> y la Comisión el programa SURE<sup>12</sup>. Por último, el Consejo Europeo ha acordado, a petición del Parlamento y de la Comisión, el programa Next Generation de la UE (NGEU), que supone la emisión de deuda común. NGEU

---

<sup>11</sup> Una facilidad de crédito que el autor critica porque no es una transferencia, y porque deja la responsabilidad de cumplir sus obligaciones al Estado miembro y sólo se mutualiza en caso de incumplimiento. Pero no se ha utilizado por su efecto estigma y porque los Estados miembros han disfrutado de financiación ilimitada a un coste sin precedentes, gracias al BCE. El MEDE ha supuesto en la práctica un mecanismo de disciplina fiscal redundante e irrelevante, incluso con una perspectiva a medio plazo.

<sup>12</sup> Este apoyo se limitó a un mecanismo de liquidez, sin asumir la responsabilidad conjunta de la amortización de estos pasivos, de nuevo si ningún país incumple.



introduce la mutualización y supone, por lo tanto, para el autor el reconocimiento de la insuficiencia del enfoque anterior de abordar los problemas estructurales de la UEM mediante un esquema mental propio de un sistema tipo de cambio fijo; un modelo que requería la supervisión presupuestaria de los Estados miembros y el seguimiento de los desequilibrios de la cuenta corriente. Una supervisión que nunca se ha llegado a implementar eficazmente. Sin embargo, Jonás Fernández también reconoce que este nuevo instrumento es sólo temporal y, por lo tanto, “todavía no podemos hablar de un momento ‘Hamiltoniano’ en la Unión Europea”.

Pero el autor es optimista sobre un cambio en la naturaleza de la unión fiscal en la UE, dado que: (i) el Consejo Europeo ha propuesto la aprobación de nuevos impuestos europeos para atender la amortización de esta deuda<sup>13</sup>; (ii) estos impuestos son, por definición, permanentes, y aunque no son finalistas y el dinero es fungible, sus ingresos constituyen una fuente de ingresos recurrentes que podrían apoyar futuras emisiones de instrumentos de deuda en euros, en caso de que se decida hacer permanente la NGEU; (iii) el hecho de que se emita la deuda antes de que se introduzcan estos nuevos impuestos altera en cierta medida la naturaleza del debate europeo sobre la fiscalidad, que hasta ahora requiere unanimidad en el Consejo. Porque una vez emitida la deuda, los gobiernos se verán obligados a decidir si se paga creando estos nuevos impuestos o si se amortiza con sus propios presupuestos nacionales. Por último, (iv) el autor destaca que la probabilidad de permanencia de la NGEU dependerá fundamentalmente del uso eficiente de este fondo. Eficiencia no sólo para amortiguar el shock actual, sino también para dirigir las micro reformas que aumentarían el potencial de crecimiento de los Estados miembros y de la Unión.

Recordemos que parece difícil pensar en un mecanismo permanente de estabilidad macroeconómica para la UEM, o en la redacción preferida por el autor, en un mecanismo presupuestario central, sin discutir la disciplina fiscal, las reglas fiscales que disciplinan el déficit público. Está previsto que en 2021 la Unión debata el futuro de estas reglas fiscales. Para Jonás Fernández, “el diseño de instituciones adecuadas funciona sustancialmente mejor que la aplicación descentralizada de normas de cooperación entre los Estados miembros”. Permítanme expresar mi escepticismo de que la unión fiscal pueda avanzar en una UEM tan heterogénea, sin un compromiso entre la mutualización y la disciplina, sin un compromiso de reglas fiscales claras y exigibles que den confianza a los países acreedores. La discrecionalidad política y las instituciones son necesarias en una Unión Federal, sin duda, pero nunca sustituirán a la confianza básica. Y para que la confianza prevalezca en la UEM, las normas fiscales son y serán necesarias, porque la transferencia de soberanía fiscal toca el corazón de nuestras democracias nacionales.

---

<sup>13</sup> Ciertamente sin nuevos impuestos, NGUE habría seguido siendo una emisión conjunta, con cada país recibiendo financiación dependiendo del daño sufrido y cada uno devolviéndola de acuerdo con su porcentaje del PIB global de la UE. Habría un grado de endeudamiento conjunto, pero las ventajas de agrupar esta deuda se limitarían a tener el mismo tipo de interés para todos los Estados miembros, escribe Jonás Fernández.

La primera parte del Anuario termina con el capítulo tres, de Cristina Manzano, directora de *esglobal*, *La reacción política. ¿Cómo respondieron las instituciones europeas a la crisis?* Ofrece un relato periodístico completo y bien documentado de los acontecimientos que condujeron a que la Unión Europea aprobase el mayor paquete económico de su historia. Y al hacerlo, hacer a Europa más fuerte y más unida. Para una Unión constantemente criticada por burocrática, distante y aburrida, “la crónica de la lucha contra el coronavirus se encuentra entre una historia de misterio y un drama psicológico”. Terminó bien, pero no siempre estuvo claro que la respuesta política de la UE iba a ser un éxito. Una cierta arrogancia y complacencia se unieron a la falta de previsión. Hasta que el pánico se esparció por toda Europa. Y el mercado único se encontró amenazado. El Tratado de Schengen, suspendido, la Unión Monetaria de nuevo en shock, y se generalizó un nacionalismo sanitario excluyente. Los bloqueos, las cuarentenas y las prohibiciones de viaje dejaron a más de 625.000 ciudadanos de la UE varados fuera de sus fronteras. Muchos más encerrados en su país de origen con la libertad de circulación indefinidamente suspendida. Después de las iniciales medidas proteccionistas, de las tentaciones nacionalistas, de la estigmatización al extranjero y de los errores políticos y de comunicación, la CE finalmente reaccionó y anunció iniciativas serias destinadas a abordar tanto la crisis sanitaria como la económica.

El 25 de marzo, los líderes de nueve Estados miembros de la UE enviaron una comunicación pública a Charles Michel, presidente del Consejo Europeo, instando a una respuesta decidida y contundente, incluido un instrumento común de deuda. El presidente francés Emmanuel Macron pidió que Europa “pensara lo impensable”, incluida ayuda financiera financiada con deuda europea común. La presión a favor de una respuesta conjunta llegó hasta Alemania. En un insólito editorial publicado en cinco idiomas, *Der Spiegel* apoyó abiertamente a los eurobonos: “El rechazo del gobierno alemán a los eurobonos es egoísta, de mentalidad estrecha y cobarde”. Unas semanas más tarde, Macron y Merkel anunciaron su propio plan, el eje francoalemán trabajando de nuevo al unísono. La importancia de su plan no era el dinero -los 500.000 millones de euros ahora parecen escasos-, sino su naturaleza: (i) la UE emitiría bonos directamente en su propio nombre y garantizados por sus propios ingresos, en lugar de utilizar los fondos recaudados por los gobiernos nacionales; (ii) la creación de una federación fiscal planteaba la necesidad de una oficina del Tesoro de la Euro Zona; y (iii) el concepto de que la UE se pudiera endeudar directamente en los mercados, en lugar de estar limitada por el presupuesto de la UE, abría el camino a soñar en la largamente demandada facilidad de estabilización macro de la UEM.

Para los euro federalistas, siempre buscando un momento fundacional definitorio, esta propuesta se convirtió en su momento “Hamiltoniano”. Aunque en ningún momento el plan Macron-Merkel implicaba que la UE asumiera la totalidad o incluso una fracción de las deudas soberanas individuales de los Estados miembros, ni que las convirtiera en obligaciones conjuntas de la unión federal. La comparación es, por lo tanto, una exageración, pero este Plan significó un verdadero punto de inflexión. Los acontecimientos se precipitaron después del pacto francoalemán y el 23 de abril, el Consejo pidió a la Comisión que “elaborara urgentemente una propuesta que sea proporcional al desafío”.

Un mes más tarde, el 27 de mayo, Úrsula Von der Leyen presentó el plan de la Comisión. Fue el momento de Europa. El plan NGEU original era de gran alcance y original en su enfoque: 750.000 millones de euros, que se distribuirían entre subvenciones y préstamos. Además, el plan debía vincularse al marco presupuestario de la UE para 2021-2027, elevando su capacidad financiera a 1,85 billones de euros. Como es bien sabido, y comenta este Anuario, algunos de los aspectos originales del plan han sido modificados en las negociaciones políticas posteriores del Consejo y el Parlamento, pero la naturaleza esencial de la mutualización se ha mantenido. Y supone un cambio cualitativo de tono en las políticas de la UE.

El 1 de julio, Alemania asumía la presidencia rotatoria de la UE. Para la canciller alemana, Ángela Merkel, empezaba su apuesta personal. Su papel en estos tiempos de crisis existencial en la UE le devolvió su posición de líder indiscutible de Europa. Estaba en juego su legado. Europa la echará de menos. Irónicamente, ha sido un político alemán, nacido más allá de las fronteras del este de la UE, el abanderado del sueño europeo, tanto en la unión fiscal como en el Estado de Derecho. Pero también ha habido un momento de Von der Leyen. Su liderazgo había sido muy cuestionado, pero finalmente ha demostrado ser instrumental. Ella y su equipo fueron capaces de cumplir el mandato del Consejo: traducir un plan aislado y cargado de buenas intenciones en una propuesta práctica, ambiciosa y sobre todo factible.

La crónica de la Cumbre del Consejo Europeo de julio está llena de drama, de tensiones, de largas horas de insomnio en las que el futuro de la UE estaba en juego. Las principales diferencias entre los Estados miembros permanecen inalteradas: (i) el tamaño y la distribución (subvenciones/préstamos) del paquete y del MFP, marco financiero plurianual, (ii) los criterios de reparto de los fondos por país, (iii) la condicionalidad asociada a los desembolsos y su calendario, y (iv) el procedimiento para garantizar el Estado de Derecho. Pero al final, los líderes de la UE hicieron realidad la frase de Jean Monnet: “Europa se forjará en crisis y será la suma de las soluciones adoptadas para esas crisis”. No es un gran diseño técnico y político pensado ex ante, sino el resultado del compromiso y el consenso. Así se forjó el acuerdo, pero como es habitual en esta UE institucionalmente excesivamente complicada, no estaba completamente cerrado. Aún debía ser aprobado por el Parlamento Europeo y, a continuación, los Estados miembros deben aprobar la “Decisión sobre recursos propios”. Todo ello, ha requerido otros seis meses.

Por último, este capítulo cuenta también cómo los planes de la UE para volverse más ecológica, digital y más fuerte han impregnado la respuesta política de la Covid19. El Acuerdo del Consejo de julio reconoce la lucha contra el cambio climático como una de las principales prioridades de la UE. Establece (i) un objetivo climático del 30 por ciento para el importe total de los gastos del MFP y la NGEU; (ii) el principio general de que todos los gastos de la UE deben ser compatibles con los objetivos del Acuerdo de París; y (iii) ya en 2020, un nuevo objetivo de reducción de emisiones de la UE para 2030. Junto con el llamado “Acuerdo Verde” (*Green Deal*), la digitalización ha sido el objetivo principal de una Comisión Europea que insiste en la soberanía estratégica. En total, el 20% del plan NGEU se invertirá en digitalización. Si bien Europa es líder mundial en la lucha contra el cambio climático, sus deficiencias en el ámbito digital son más que evi-

dentes, ya sea la ausencia de un verdadero mercado único digital o la falta de campeones tecnológicos europeos. Por lo tanto, la colaboración público-privada será esencial para alcanzar los ingentes recursos necesarios. Cristina Manzano comenta finalmente que la Unión Europea es un gigante económico y un enano político. La UE sobresale en el poder blando, pero el poder blando por sí solo no lleva lejos. La nueva Comisión ya había expresado la necesidad de una “Europa geopolítica”<sup>14</sup>. Palabras gruesas que deben traducirse e implementarse cuidadosamente en políticas y programas concretos.

## 2.2. UNA EXPANSIÓN MONETARIA SIN PRECEDENTES: “MAS BAJOS POR MÁS TIEMPO” Y SUS CONSECUENCIAS.

La Parte II del Anuario trata sobre política monetaria y contiene tres artículos que plantean temas que van más allá de la respuesta de los Bancos Centrales al Covid19. Cuestiones que ocupan a todos los bancos centrales y a todos los economistas monetarios. En primer lugar, las consecuencias de un largo período de tipos de interés negativos y de balances de bancos centrales en constante aumento; las consecuencias para la eficacia de la política monetaria, la estabilidad financiera, la rentabilidad y la solvencia de las instituciones financieras. En segundo lugar, antes de la pandemia, los principales bancos centrales estaban inmersos en una profunda revisión de su estrategia monetaria tradicional. Esta revisión quedó temporalmente suspendida y se modificó posteriormente para tener en cuenta las nuevas circunstancias y, en particular, la ampliación de las funciones del banco central y sus responsabilidades. Por último, la sección concluye con un artículo de ámbito cuasi-fiscal, con una evaluación de si las políticas monetarias no convencionales han dado paso a la monetización de la deuda.

En el capítulo cuatro, Alejandra Kindelán y Concepción Sanz, de Santander Research & Public Policy, abordan la cuestión de “*Bajos por más tiempo*”: *Las consecuencias de los tipos de interés negativos*. Comienzan recordando que los tipos de interés han estado cayendo desde los años ochenta. A finales de 2020, el rendimiento de más del 50% de todos los bonos soberanos europeos a largo plazo era negativo. En un contexto de disminución de las expectativas de inflación, el BCE ha fijado los tipos de interés en negativo desde junio de 2014. Otros bancos centrales importantes (Dinamarca, Japón, Suecia<sup>15</sup> y Suiza) han hecho lo mismo. Pero la Reserva Federal y el Banco de Inglaterra se han resistido a en-

---

<sup>14</sup> La pandemia ha supuesto una reconsideración de las necesidades estratégicas de la Unión Europea. Una discusión sobre el concepto estratégico es necesario, ya que esta calificación sirve demasiado a menudo para disfrazar actitudes proteccionistas y reclamar la Europa fortaleza. Del mismo modo, la defensa de los campeones nacionales europeos, y la redefinición de las políticas de competencia de la UE tienen que analizarse con mucho cuidado, plenamente conscientes de los peligros de pasar de un entorno favorable al crecimiento a uno que permita la captura regulatoria disfrazado de entorno empresarial favorable.

<sup>15</sup> El Banco de Suecia experimentó con tasas negativas durante 2015-2019. “Es evidente que el efecto de esta medida en la tasa de inflación fue modesto y que contribuyó al aumento de las vulnerabilidades financieras.” Andersson&Jonung (2020).

trar en territorio negativo, incluyendo este año como último recurso ante la pandemia.

Los mercados financieros esperan que las tasas de interés negativas serán la nueva normalidad en la Eurozona por muchos años. Exactamente por cuánto tiempo es muy relevante, según Kindelán y Sanz. Y ese es el núcleo de su capítulo, que si los tipos siguen siendo negativos durante demasiado tiempo, “pueden conducir a cambios de comportamiento en la toma de decisiones de los agentes económicos respecto al ahorro y la inversión” y dar lugar a cambios sustanciales en la eficacia de la política monetaria, la rentabilidad y solvencia de los bancos, y la forma en que los consumidores manejan sus finanzas. Si los tipos negativos duran mucho tiempo no solo serán ineficaces sino contra-productivos. El problema es llegar a determinar cuánto tiempo es ya demasiado tiempo.

Para muchos economistas, la disminución de las tasas de interés nominales es sólo la consecuencia de la disminución secular de la tasa de interés natural<sup>16</sup> como resultado de un exceso de ahorro sobre inversión. El aumento de la propensión a ahorrar se explica por (i) el envejecimiento de la población y (ii) la acumulación de superávits por cuenta corriente por parte de los países emergentes. La disminución de la inversión se ha relacionado con (i) la caída del rendimiento previsto de las inversiones como resultado de un menor crecimiento potencial; y (ii) la expansión de las nuevas tecnologías que tienen menores necesidades tangibles de capital. Otros han vinculado la caída de los tipos de interés a la creciente preferencia por activos seguros y líquidos. En resumen, los bancos centrales se han visto obligados a reducir las tasas de interés de la política monetaria, para adaptarlas al nuevo entorno económico.

Para otros, sin embargo, es la acción de los bancos centrales al crear los ciclos financieros la que ha provocado la reducción de las tasas de interés reales, o al menos ha contribuido de manera importante a ello. La política monetaria determina el coste del crédito, lo que influye sobre el ciclo financiero, que a su vez tiene un impacto duradero en la economía y, por lo tanto, afecta a los tipos de interés reales. Estos economistas cuestionan el uso de la tasa de interés natural como guía para la política monetaria; porque (i) su definición como tasa de interés de equilibrio ignora las implicaciones en el valor de los activos financieros y reales; y (ii) la tasa natural no puede ser independiente de la propia política monetaria.

La política monetaria solía ser una tarea sencilla. La gestión de los tipos de interés a muy corto plazo era su único y suficiente instrumento. En esos tiempos, el balance del BCE era de apenas el 13% del PIB de la Euro Área. Hoy en día, después de la GCF, la política monetaria utiliza muchos más instrumentos (i.e., inyecciones de liquidez, TLTRO, compras de diversos tipos de activos financieros, QE, tipos de interés negativos y orientación a futuro de sus decisiones, *forward guidance*) y el tamaño del balance del BCE ha aumentado al 54% del PIB de la EA. Pero la complejidad no ha conseguido que la política monetaria sea inequívocamente más eficaz. El uso de todos estos instrumentos crea

---

<sup>16</sup> La tasa de interés natural es la tasa consistente con la estabilidad de precios y con una economía de pleno empleo. En el marco de una política monetaria neutral, la tasa de interés nominal da lugar a una tasa de interés real que está en línea con la tasa de interés natural. Para un debate sobre las limitaciones de esta definición, véase El euro en 2020, Resumen Ejecutivo.

distorsiones en el funcionamiento de los mercados financieros que puedan alimentarse entre sí. Cuando el BCE inyecta liquidez a los bancos, sustituye a los mercados monetarios. Al implementar el QE, se convierte en el operador de referencia en algunos mercados, en particular en el mercado de la deuda pública. Y libera a los gobiernos de su restricción presupuestaria, suscitando el peligro de la monetización de la deuda. Además, los tipos de interés negativos y la expansión del balance pueden tener, con el paso del tiempo y el cambio de condiciones, los efectos opuestos a los inicialmente previstos.

Este capítulo señala que la combinación de tipos de interés negativos, flexibilización cuantitativa y orientación a futuro, ha afectado la rentabilidad de los bancos a través de diferentes mecanismos de transmisión, al (i) generar exceso de liquidez estructural en el sistema financiero, (ii) desencadenar los tipos de interés negativos y (iii) aplanar la curva de rentabilidades. En concreto, resume repasa así los efectos en los bancos. En el lado negativo, (i) el cobro de intereses por exceso de reservas ha creado exceso de liquidez estructural, (ii) los tipos de interés negativos y el QE comprimen los ingresos netos por intereses porque los tipos de interés de los préstamos caen más que el coste de los depósitos, y (iii) el QE ejerce presión a la baja sobre las tasas de interés a largo plazo, erosionando la transformación de los vencimientos. En cuanto a lo positivo, la expansión monetaria (i) fomenta el crecimiento económico y, por lo tanto, los volúmenes de crédito del banco, (ii) reduce el nivel de activos dudosos y (iii) genera ganancias de capital en las carteras de renta fija de los bancos.

Todo esto es una teoría bien conocida, pero ¿qué nos dicen los protagonistas y qué sabemos de la evidencia empírica? Las Encuestas de Préstamos Bancarios han reconocido sistemáticamente los efectos favorables sobre la posición de liquidez, las condiciones de financiación y el volumen de préstamos, pero son particularmente críticos con el impacto en los ingresos netos por intereses, el margen financiero. Estas apreciaciones cualitativas han sido ratificadas por los estudios empíricos del BCE hasta 2019. Sin embargo, el horizonte temporal durante el cual los tipos de interés seguirán siendo negativos es muy significativo. Aunque sólo sea porque los ingresos de las carteras de inversión se agotan, a menos que las tasas de interés sigan cayendo. Además, si los volúmenes de crédito no crecen y la calidad de los activos se deteriora, el sistema financiero se enfrenta a la tormenta perfecta, una situación que se parece mucho a la que ha provocado la pandemia, y el canal de transmisión de la política monetaria se obstruye.

Si las tasas de interés siguen siendo negativas durante un largo período, o incluso bastaría con que los agentes financieros esperen que permanezcan negativas durante un largo período, las instituciones financieras se verían obligadas a replantearse su negocio: aumentar las comisiones por servicios, aumentar su exposición al riesgo a través de préstamos más agresivos, carteras de activos más activas o incluso centrándose en actividades distintas de los préstamos. Y a través de fusiones y adquisiciones para ganar tamaño y poder de fijación de precios. Cualquiera de estas opciones tendría graves implicaciones monetarias y sobre el bienestar social, ya sea porque debilitan el canal de crédito, plantean riesgos para la estabilidad financiera o deterioran la competencia. Eventualmente,

la economía podría alcanzar el llamado tipo de interés de reversión<sup>17</sup>. En ese momento, la estrategia de política monetaria tendría que reconsiderarse por completo. Subir los tipos de interés en esas circunstancias económicas parece muy arriesgado. Para no caer en esa trampa, muchos bancos centrales han evitado adentrarse en territorio negativo. Porque no hay una estrategia de salida sencilla ni obvia. Y requeriría una cooperación plena de las políticas fiscales y estructurales. Una perfecta confluencia institucional que no debe darse por sentado.

En el capítulo cinco, María Demertzis y Marta Domínguez-Jiménez, de Bruegel, escriben sobre, *Incertidumbre fundamental y clima: Las dos cuestiones que debe orientar la revisión de la estrategia del BCE*. Los autores creen que la revisión de la estrategia de la política monetaria puesta de nuevo en marcha por Lagarde en septiembre ofrece una gran oportunidad para que el BCE lleve a cabo un cambio de paradigma en la forma en que la política monetaria se efectúa en la zona euro. Proponen utilizar esta revisión estratégica para hacer frente a dos desafíos para ellos clave: la incertidumbre fundamental y el cambio climático. Retos de naturaleza muy diferente.

El primer desafío consiste en llevar a cabo la política monetaria en un contexto de “incertidumbre fundamental”. Vivimos en una “nueva normalidad” mal entendida. Los bancos centrales han recurrido a herramientas no probadas, con efectos potenciales desconocidos que contribuyen aún más a la incertidumbre. Estas políticas han planteado cuestiones que van más allá de la eficacia de las intervenciones monetarias. Cuestiones que, según los autores, incluyen la solvencia del propio BCE, así como la del sector bancario, ante el aumento de los niveles de deuda y las preocupaciones sobre la sostenibilidad de la deuda a medio plazo. Las extraordinarias medidas adoptadas eran necesarias, nadie lo cuestiona. Sin embargo, la política del BCE de evitar una excesiva fragmentación financiera “sólo pospone pero no resuelve el problema de la sostenibilidad de la deuda”,<sup>18</sup> y ha tenido el efecto de reducir los diferenciales a niveles que no reflejan necesariamente el coste real de la deuda, ni sus riesgos fundamentales. Y plantea dudas sobre la evolución de los diferenciales soberanos a medio plazo, lo que podría amenazar la independencia del BCE.

Los mercados creen unánimemente que las tasas reales seguirán siendo negativas durante los próximos 30 años. Un plazo que supera todo horizonte de planificación. No parece muy sensato. ¿Cómo puede el coste real del capital ser negativo, en la práctica para siempre? En este escenario, obviamente el sobreendeudamiento no plantearía problemas en el futuro. Pero si la zona del euro está sujeta a presiones inflacionistas, “un

---

<sup>17</sup> La tasa de interés a la que una política monetaria presuntamente expansiva se vuelve de hecho contractiva. Esto sucedería si (i) los bancos suben las tasas de préstamo para compensar el coste de los depósitos, (ii) los tipos de interés negativos sobre los depósitos terminan superando el coste de acumular efectivo o (iii) porque las restricciones de capital se convierten en vinculantes y obligan a los bancos a reducir los préstamos.

<sup>18</sup> Los autores aclaran que “esto no es un argumento en contra de las decisiones tomadas por el BCE, sino un argumento para que la contención de los niveles de deuda sea también un objetivo significativo”.

escenario muy improbable en el futuro inmediato”, entonces el BCE podría descubrir que el objetivo de la política monetaria entra en conflicto directo con la estabilidad financiera. Personalmente, encuentro parco consuelo en asumir, una vez más, que esta vez vuelve a ser diferente y que la inflación ha sido eliminada para siempre.

Además, la política monetaria se basa en variables no observables que se han vuelto cada vez más difíciles de estimar o incluso de entender. Los modelos de previsión actuales se construyen sobre “la reversión a la media”, pero no funcionan bien cuando no hay tal, porque el equilibrio fundamental no es estable (y mucho menos si ese equilibrio es desconocido). Para mejorar la política monetaria bajo incertidumbre fundamental, Demertzis y Domínguez-Jiménez hacen tres recomendaciones concretas. En primer lugar, los bancos centrales deben descartar sus tradicionales intervalos de confianza y sustituirlos por una serie de escenarios posibles vinculados a supuestos subyacentes explícitos. El debate sobre escenarios alternativos proporciona información pertinente sobre el abanico de resultados para los que el BCE está preparado. En segundo lugar, al considerar las posibles políticas alternativas, el BCE debería elegir aquella política que con mayor probabilidad alcanzaría el rango de inflación objetivo para los escenarios más extremos, no el central. En tercer lugar, el objetivo de estabilidad de precios debe fijarse en el 2 % con una banda de tolerancia pública fija (y amplia), una banda compatible con el abanico de resultados considerados aceptables en los escenarios contemplados. Estas recomendaciones no parecen suficientemente ambiciosas para eliminar los problemas fundamentales señalados en este capítulo, sino para sólo ofrecer una mejora marginal en la gestión de la política monetaria, al coste potencial de erosionar la credibilidad de los bancos centrales, precisamente ahora que la orientación a futuro (*forward guidance*) se ha convertido en un instrumento muy apreciado.

El segundo reto para nuestros autores es el cambio climático. Los riesgos financieros surgen de los riesgos climáticos físicos, de responsabilidad y de transición. Hay un proyecto en marcha para mejorar sensiblemente la información financiera a divulgar por las entidades bancarias respecto a los riesgos climáticos, y para incorporarla al proceso anual de supervisión bancaria. Pero el reverdecimiento de la política monetaria propuesta va un paso más allá, al implicar un apoyo explícito a una economía baja en carbono. Los autores abogan firmemente por que el BCE use la política monetaria para acelerar la transición a una economía verde. Una decisión política que, en mi opinión, excede claramente del ámbito de la política monetaria, pero que los autores justifican de manera coherente e inequívoca en tres argumentos: la urgencia, el poder del BCE y su liderazgo. Ello haría del BCE el primer gran banco central en adoptar tales medidas.

Si así lo decidieran, los bancos centrales tienen dos instrumentos poderosos en su conjunto de herramientas para el reverdecimiento de la política monetaria: los programas de compra de activos y los requisitos de admisibilidad de garantías, con recortes, *haircuts*, adaptados a la cuantía de la huella de carbono del activo. En muchos sentidos, esta segunda ruta podría ser aún más eficaz, ya que los bonos corporativos suponen una gran proporción de las garantías públicas otorgadas, mientras que las compras de activos se han centrado en gran medida en emisores soberanos.



En este capítulo se argumenta que la transición a una economía verde está dentro del mandato del BCE, justificándolo en una amplia interpretación del artículo 127 del Tratado (TFUE)<sup>19</sup> pero se sostiene que debe haber un mandato político claro para esta política verde del BCE, orientaciones parlamentarias explícitas sobre cómo priorizar lo distintos activos. Y para respetar la tradicional “independencia del instrumento” de los bancos centrales, los autores piden una evaluación explícita del BCE sobre cómo va a ejecutar la política monetaria verde (es decir, cómo y en qué medida habrá un cambio en las tenencias de activos del BCE). Pero una interpretación tan genérica del mandato y de la independencia del BCE me parece peligrosa, pues puede dar cabida a casi cualquier política social que sea popular en cada momento. Puede convertir al BCE en un instrumento de objetivos económicos y sociales más generales, un brazo más del gobierno. Algo a lo que los bancos centrales se han resistido con éxito durante décadas, por buenas razones.

Por último, este capítulo presenta algunas estimaciones sobre el impacto potencial de una estrategia climática decidida del BCE. Hay claras evidencias de que incluir un activo en la lista de elegibles en el BCE supone un aumento inmediato de su precio, al margen de cualquier otra consideración. Por lo tanto, las compras del banco central beneficiarían al activo específico comprado y a aquellos con perfiles similares. Del mismo modo, los valores elegibles como garantías con descuentos, *haircuts*, más bajos se volverían más atractivos. Así pues, en el lado positivo, la política monetaria verde podría dar lugar a un reequilibrio transversal de las carteras privadas. Aunque los autores se centran en valores del sector privado, un mecanismo similar podría aplicarse a la deuda del sector público. Sin embargo, los autores creen que la introducción de criterios verdes en los bonos soberanos reduciría los diferenciales, ya muy reducidos en medio de circunstancias extraordinarias, y no sería ahora aconsejable. Parece un poco sorprendente, ya que, por extensión, se podría inferir que los autores consideran que los valores negociables del sector privado ya son inmunes a los efectos de la pandemia.

En el capítulo 6 Rubén Segura Cayuela, escribe sobre *La Independencia de los Bancos Centrales y Dominio Fiscal*, un tema de especial relevancia para el BCE. Comienza con una afirmación que puede parecer obvia: comprar deuda pública cuando los tipos de interés están en el límite inferior ya no es una política no convencional. Eso, por sí solo, no es monetización. Los hechos son bien conocidos; el balance acumulado de los cuatro mayores bancos centrales tiene activos por valor cinco veces mayor que al comienzo de la década, la mayor parte deuda pública. Es poco probable que ese balance se deshaga pronto y, en todo caso, podría crecer aún más. Para explicar cómo hemos llegado hasta aquí, Rubén Segura asume la hipótesis de la disminución secular en la tasa natural y considera a los bancos centrales, agentes pasivos que responden a circunstancias cambiantes.

La política actual del BCE no significa monetización de la deuda, porque el sector público sólo está ayudando al sector privado a digerir un shock extraordinario. Y el

---

<sup>19</sup> Artículo 127 afirma que “sin prejuicios” al objetivo principal de la estabilidad de precios, el BCE puede seguir apoyando las políticas generales de la Unión. Políticas que incluirían el desarrollo sostenible y, por lo tanto, el desarrollo de una economía baja en carbono.

Banco Central sólo está ayudando al sector público a suavizar el impacto de esa ayuda a lo largo del tiempo, lo que está claramente dentro de su mandato. Un shock externo sin precedentes requiere grandes déficits, grandes emisiones de deuda pública y grandes compras de deuda pública por parte del Banco Central. Esto, por sí solo, no constituye dominio fiscal, ni representa la monetización de los déficits presupuestarios (Blanchard y Pisani-Ferry (2020)). Pero podría serlo, si este apoyo se vuelve permanente, o si las dificultades del gobierno impiden o posponen el endurecimiento de las políticas del BCE cuando las expectativas de inflación así lo aconsejen. Ya hemos discutido cuán improbable parece este escenario hoy, pero el futuro no está escrito.

Este capítulo lleva un paso más adelante el argumento del tipo natural y llega a la conclusión de que, a menos que la orientación política se relaje aún más, las condiciones monetarias se endurecerán por sí solas porque el tipo natural continuará cayendo. Por lo tanto, el autor pide una mayor cooperación entre la política fiscal y monetaria. Y escribe, o el BCE se compromete públicamente a ser “creíblemente irresponsable” y la zona del euro implementa una respuesta fiscal mucho más contundente, más allá de lo que está previsto, o corremos el riesgo de dominio fiscal, y la independencia del BCE acabará siendo cuestionada. “Sin esa respuesta, será sólo cuestión de tiempo antes de que se alcen fuertemente voces pidiendo la cancelación de la deuda o la pura monetización de los déficits fiscales”. Pero no hay razón alguna por la que esas voces merezcan ser escuchadas, al margen de su griterío. Porque el dominio fiscal es una mala idea, y está claramente prohibido en el Tratado de Maastricht, independientemente de lo creativos que puedan llegar los académicos o los responsables políticos. Y su petición de ser creíble a la vez que irresponsable es más un deseo que una guía política. Un voto extraordinario de confianza en la capacidad de los bancos centrales para jugar con el sistema.

Rubén Segura justifica convencionalmente la necesidad de este cambio radical de política en cuatro consideraciones: (i) la inflación ha estado muy por debajo del objetivo durante muchos años y las expectativas de inflación están lejos de estar perfectamente ancladas en el nivel objetivo; (ii) en el límite inferior, la política fiscal es una herramienta mucho más eficaz a la hora de suavizar los shocks; (iii) la expectativa de tasas bajas durante más tiempo debería hacer que la política fiscal sea más eficaz, y (iv) una política fiscal ambiciosa hoy mejora la transmisión de la política monetaria y aumenta el espacio monetario en el futuro.

El capítulo continúa argumentando la probabilidad de que las políticas fiscales y monetarias se desarrollen en la UEM en la dirección e intensidad deseadas. Para tener opinión sobre el BCE, tendremos que esperar a la revisión de su estrategia, pero las primeras indicaciones apuntan en la dirección deseada por Segura. Una mayor flexibilización de las políticas fiscales sigue siendo mucho más incierta y constituye su principal preocupación. Describe la política fiscal como demasiado tímida en Europa y exige una mayor expansión, más allá de compensar el impacto de la segunda ola del Covid19. Lo más importante es que se necesita más “dinero duro”. ¿Por qué la tímida respuesta fiscal hasta ahora? Porque los gobiernos tienen que preocuparse no sólo por quién cubre sus necesidades de financiación este año y el próximo (lo que les ha garantizado el BCE a través del PEPP), sino también por quién les refinanciará en el futuro. Y el BCE se ha

quedado corto al abordar inequívocamente esta segunda pregunta. Por lo tanto, parece que Segura está pidiendo al BCE que prometa refinanciar la deuda pública durante los próximos treinta años. No estoy seguro de que pueda hacerlo sin una gran oposición política y jurídica. Y estoy convencido de que no sería una buena idea, porque constituiría un dominio fiscal.

Segura argumenta que la alternativa es aún peor, la posibilidad de que el BCE se vea obligado a adoptar la Teoría Monetaria Moderna, MMT, cancelación de deuda, monetización directa o dinero- helicóptero. Pero incluso en esas intervenciones políticas extremas, sigue siendo optimista de que el BCE (i) podría convencer al mercado que sería una experiencia única, *one-off*, y puntual; y (ii) conservaría el control sobre la cuantía de la intervención y sobre cuándo ponerle fin. Confiamos en no llegar tan lejos y tengamos cuidado con lo que deseamos. La cohesión interna de la Unión Monetaria se pondría gravemente a prueba. Y el riesgo de redenominación podría reaparecer.

### 2.3. HACIA UNA UNIÓN FISCAL

La parte III del Anuario, llamada *Hacia una Unión Fiscal*, trata de la respuesta fiscal sin precedentes de la Euro Zona a la pandemia. Y contiene cuatro artículos distintos. Describe en detalle el paquete fiscal de la Unión Europea, presenta el estado actual del debate sobre la condicionalidad en los programas de ajuste y la economía política de las reformas, y evalúa la unión fiscal después de todas estas reformas. Por último, incluye un capítulo sobre ayuda estatal y resolución bancaria que ayuda a vincular las cuestiones fiscales a la siguiente sección sobre regulación bancaria.

Pilar Más Rodríguez, de BBVA Research, escribe en el capítulo siete, *El Presupuesto de la UE: el nuevo MFP y el Instrumento de Recuperación: Next Generation EU*, que las primeras medidas de emergencia de la Unión Europea constituían un enfoque de tres vértices para construir una red de seguridad para (i) gastos relacionados con la salud, a través de un programa MEDE, (ii) el empleo, a través de SURE, y (iii) la actividad económica y empresarial a través del Banco Europeo de Inversiones, BEI, y los bancos nacionales de promoción y desarrollo. Pero la naturaleza de la respuesta cambió con NGEU y el Marco Financiero Plurianual (MFP) para 2021-2027, que en conjunto constituyen una iniciativa cuasi-federal. La NGEU equivale a un estímulo fiscal de 750 bn. que podría aumentar el PIB en más de un 4% en 2024 para algunos países. Un MFP reforzado 2021-2027, de 1,074 bn. apoya a NGEU.

El MFP define el ciclo presupuestario de la Unión Europea por un período de siete años. Establece los límites de la cantidad de dinero que la UE puede gastar, los programas de gastos que determinan cómo se debe gastar el dinero y las Reglas sobre cómo financiar esos gastos. El MFP va acompañado de una “Decisión sobre recursos propios” y se complementa con el presupuesto anual aprobado por el Consejo y por el Parlamento. El presupuesto anual de la UE debe estar en equilibrio. El actual 2014-2020 MFP expira el 3 de diciembre, y el nuevo marco 2021-2027 tuvo que ser negociado en un entorno muy complejo dominado primero por el Brexit y complicado luego por la pandemia.

El 10 de noviembre de 2020, el Parlamento Europeo y los Estados miembros en el Consejo, con el apoyo de la Comisión Europea, llegaron a un acuerdo sobre el mayor paquete jamás financiado a través del presupuesto de la UE, de 1,8 trillones de euros.

NGEU constituye un apoyo combinado sin precedentes a la recuperación en Europa: un estímulo fiscal central de la UE que representa el 5,4% del PIB de la UE, según la Comisión Europea (2020b) y tiene un fuerte carácter redistributivo<sup>20</sup>. Una gran oportunidad, pero también un gran desafío para los Estados miembros. Según Pilar Mas, pondrá a prueba “su capacidad de absorber un apoyo tan masivo y gastarlo en proyectos relevantes”. Basado en suposiciones optimistas sobre la calidad de los programas, el momento de los desembolsos y la capacidad de absorción, el estímulo fiscal general combinado con los estabilizadores automáticos podría llegar al 16% del PIB en tres años. En promedio, se estima que la inversión movilizada aumentará los niveles reales del PIB de la UE en torno al 1,75% en 2021 y 2022, aumentando al 2,25% para 2024. Supondría un aumento del crecimiento potencial de la UE de un punto porcentual.

Los Estados miembros deben preparar Planes de Recuperación y Resiliencia, PRR, dentro de un paquete coherente de reformas y proyectos de inversión pública que se ejecutarán hasta 2026. Estos planes deben estar alineados con las prioridades del Semestre Europeo (es decir, la estabilidad económica, la digitalización y la productividad, la descarbonización y la equidad social) y deben demostrar cómo las inversiones y reformas abordarían efectivamente los desafíos identificados, en particular las recomendaciones específicas por país adoptadas por el Consejo. Los Estados miembros pueden presentar sus planes de recuperación y resiliencia desde el momento en que el Mecanismo está legalmente en vigor y antes del 30 de abril de 2021.

Los debates en torno a la NGEU se tratan ampliamente en este capítulo y no se repetirán aquí. Las cuestiones clave han sido su magnitud, la financiación, la distribución entre préstamos y subvenciones, la asignación por programas<sup>21</sup> y países<sup>22</sup>, la condicionalidad adjunta y la forma de aplicarla, y el proceso y el calendario para los desembolsos. Vale la pena subrayar que (i) las asignaciones por país son simples estimaciones de los desembolsos máximos potenciales, pero no constituyen un derecho del país; (ii) los programas nacionales deben ser aprobados por la Comisión; (iii) la aprobación se basa en

---

<sup>20</sup> Según las estimaciones de Bruegel basadas en datos de la Comisión Europea y del FMI, (véase el cuadro 3 de este capítulo 7) algunos países podrían obtener hasta el 15 % de su PIB en subvenciones y garantías y otros menos del 1%. Pero hay que recordar que se trata de simples estimaciones de las cantidades máximas posibles.

<sup>21</sup> Vale la pena señalar que cada instrumento del paquete se asignará de manera diferente y no hay ninguna clave de asignación total entre países.

<sup>22</sup> La clave de asignación para 2021-2022 se basa en los datos de 2019 sobre población, el inverso del PIB per cápita y la tasa de desempleo en los 5 años anteriores. En la clave de asignación para 2023, el criterio de desempleo se sustituirá, en igual proporción, por el crecimiento real del PIB en 2020 y durante el período 2020-2021, inicialmente basado en las previsiones de otoño de 2020 de la Comisión y actualizado en junio 30, 2022 con las últimas cifras publicadas. Esta asignación ha sido cuestionada ya que se basa en datos anteriores a la pandemia y, por lo tanto, no parece la más adecuada para compensar su impacto.

dos criterios de compatibilidad: con las prioridades básicas de la UE y con las recomendaciones específicas del Semestre Europeo para cada Estado miembro.

NGEU, escribe Pilar Mas, establece un modelo de financiación conjunta para apoyar el gasto y la reforma del gobierno. Constituye una gran oportunidad para que Europa avance en la integración fiscal; (i) un paso hacia una unión fiscal pensando en el futuro y no hipotecado por los pasivos históricos; (ii) un poderoso instrumento fiscal anti cíclico que podría llevar en el futuro a que la UE adoptase regularmente un impulso fiscal común; (iii) un precedente potencial de un activo europeo seguro, ya que se financiará a través de bonos comunes, elegibles para las compras del BCE, solidariamente respaldados por todos los países. Es, sin duda, el desarrollo más significativo de la arquitectura institucional de la UEM desde la creación del Mecanismo Único de Supervisión y del Mecanismo Único de Resolución.

Pero es sólo una promesa, un posible cambio de las reglas de juego, y sus principales limitaciones no deben ser subestimadas. Desde un punto de vista puramente macro, los desembolsos efectivos llegarán tarde en el ciclo, muy probablemente cuando la recuperación europea ya haya repuntado con la mejora de la confianza generada por la disponibilidad de vacunas. Lo que debería servir de recordatorio de las limitaciones de la política fiscal, a saber, los retrasos en su aplicación; retrasos que podrían ser sistémicos en una unión fiscal en la construcción como la UEM. Desde una perspectiva conceptual, NGEU es una medida fiscal única que combina el ajuste estructural con la estabilización macro. No es una buena receta política, ya que es evidente que algunos de los objetivos generales de la UE no son fácilmente compatibles con las prioridades españolas, es decir, con la creación de empleo. Y, por último, desde el punto de vista institucional deja dos interrogantes básicos: (i) se hace explícito en su texto que no es un mecanismo recurrente, que no es un permanente, y (ii) no es un programa de la Unión Monetaria Europea, sino un programa de la UE, cuando la necesidad de la unión fiscal es difícil de justificar fuera de la unión monetaria.

La discusión sobre NGEU se lleva a un nivel más conceptual en el capítulo ocho, donde Antonio Roldán, director ESADE Geo EcPol escribe *Por qué la nueva generación de la UE podría ser un regalo envenenado (y cómo evitarlo)*. Señala que durante demasiado tiempo se ha puesto el énfasis en “discutir lo que hay que hacer en la economía, pero se ha prestado muy poca atención a cómo hacer que las reformas realmente sucedan”. Por lo tanto, este capítulo trata de hacer realidad las reformas, de que NGEU no sea otra oportunidad desperdiciada y consiga efectivamente aumentar el crecimiento y la cohesión a largo plazo en Europa.

Roldán explora un hecho habitual en economía, que las reformas estructurales significativas rara vez se implementan en tiempos de bonanza, cuando teóricamente serían más fáciles debido a la disponibilidad de fondos para compensar a los posibles perdedores. Y aplica su razonamiento a la situación actual en Europa, donde los incentivos políticos y económicos para la reforma difícilmente podrían ser peores. Políticamente, debido a la fatiga del ajuste, a la prevalencia de gobiernos populistas y débiles, y de parlamentos fragmentados. Económicamente, gracias al inusualmente bajo coste del endeudamiento público, la disponibilidad garantizada de financiación, la ausencia de restricciones

externas y de presión de los pares. Pero eso no significa que “debamos renunciar a las reformas, cerrar los ojos y esperar que los gobiernos utilicen sabiamente el enorme vendaval del dinero”.

En este capítulo se pasa revista a las esperanzas, un tanto ingenuas pero generalizadas, de que la UEM precipitaría los cambios estructurales y la mejora de la productividad, y ayudaría así a los países menos avanzados a ponerse al día con el núcleo duro europeo, más próspero. Se constata que el ritmo de las reformas se aceleró en los años previos a la unificación monetaria, precisamente porque ningún país quería quedarse atrás, pero prácticamente se paralizó después de entrar en la Unión. Sin embargo, la mayoría de las economías periféricas experimentaron un alto crecimiento con el euro, impulsado por una fuerte expansión del crédito. Un efecto bien conocido en las economías emergentes que aplican un programa de estabilización basado en el mantenimiento de un tipo de cambio estable; porque en las economías del sur de Europa, eso es exactamente lo que significaba la adopción de la moneda común. Con el elevado crecimiento desapareció cualquier incentivo para implementar reformas impopulares y difíciles. Hasta que la GCF provocó otro período de intensas reformas, bajo la presión y disciplina externa. Esta última etapa reformista no duró mucho y se desvaneció tan pronto como las restricciones crediticias comenzaron a relajarse con la flexibilización de las condiciones monetarias y los avances hacia la unión bancaria. Un ejemplo de libro de riesgo moral, *moral hazard*, aunque Roldán evita usar este término. En consecuencia, su capítulo examina la literatura teórica reciente y la evidencia empírica disponible sobre las reformas para concluir que la mayoría de las variables pertinentes, que han impulsado las reformas en el pasado, parecen ir hoy en Europa en la dirección equivocada.

La pandemia perjudicará especialmente a las economías del sur de Europa. La mala gobernanza, la mala calidad de las políticas aplicadas, además de cuestiones estructurales y posiblemente culturales, parece haber sido un factor clave de ese diferencial de castigo. Por lo tanto, el difícil reto para la UE es cómo hacer compatible la solidaridad con los incentivos reformistas, el reparto de riesgos y la mutualización monetaria y fiscal con los incentivos para el cambio estructural necesario. Porque si ese no es el caso, los gobiernos del núcleo duro de Europa tendrán muy difícil explicar a su electorado interno el apoyo dado a los países más débiles. Y los euroescépticos podrían explotar este fracaso para plantear un desafío existencial a la UEM.

La Comisión Europea a lo largo de estos años, en línea con la práctica habitual en el FMI y el Banco Mundial, se ha centrado en una estrategia de reformas que Roldán define como “haz todo lo que puedas, lo mejor que puedas”. En otras palabras, la estrategia de “la lista de la compra”. Argumenta que se necesita un enfoque más matizado de las prioridades de reforma en la UEM y propone pasar de la fallida “estrategia de listas de la compra” a una “conversación más honesta, involucrando a los gobiernos y a las instituciones de la UE, para discutir no sólo los objetivos, sino también la viabilidad política de alcanzar estos objetivos”. Con la idea de llegar a una identificación consensuada de las dos o tres restricciones vinculantes más apremiantes para el crecimiento inclusivo. Y ofrece un caso de estudio, con la reforma del mercado laboral en España, de cómo un enfoque así consensuado podría funcionar.

La literatura sobre condicionalidad es tan vasta como la de la economía del desarrollo y el crecimiento económico. En los últimos tiempos, insiste en la propiedad de las reformas de los gobiernos que reciben financiación externa y en esta idea de simplificación y priorización (Rodrik, Hausmann y Velasco (2008), (IMF Policy Paper, PPEA2019012). Ideas que están en línea con la propuesta de Roldán. Pero ideas que son muy difíciles de hacer operativas y efectivas “en el terreno”. Porque en definitiva, ¿quién decide las prioridades si los intereses creados y las ganancias políticas a corto plazo condicionan a los gobiernos nacionales? ¿Quién establece puntos de referencia y criterios de rendimiento estructural? Y el elefante en el armario de las reformas ¿deben estar sujetas a condicionalidad ex ante, sin importar los costes políticos y sociales que puedan implicar a corto plazo o el cumplimiento sólo se evalúa ex post, una vez recibida la financiación? Estas son, en mi opinión, cuestiones políticas, no técnicas, muy difíciles de resolver con una respuesta única. Preguntas que sólo pueden ser respondidas por los acreedores, cuando deciden los términos que exigen para hacer efectivos los fondos, y por los deudores, cuando deciden acudir a ellos. Con la dificultad adicional en la Unión Europea de que se trata de una unión política de Estados miembros no sólo de una cooperativa de crédito, y de que su proceso de toma de decisiones es extremadamente complejo, y su legitimidad constantemente cuestionada.

La unión fiscal sigue siendo un asunto pendiente para cerrar la arquitectura del euro. Con cada crisis, la evidencia de defectos estructurales en la estructura institucional de la Unión Económica y Monetaria se hace más evidente. Por lo tanto, pedimos a Enrique Feás, del Real Instituto Elcano, que explícitamente abordara en el capítulo nueve, *El Estado de la Unión Fiscal en la Eurozona. ¿Estamos más cerca de un momento ‘Hamiltoniano’?* En un mundo sencillo, una unión fiscal sería fácil de definir. En una unión política laxa como la UE, la unión fiscal requiere: (i) un marco fiscal claro, (ii) la coordinación de la política económica, (iii) unos estabilizadores fiscales automáticos comunes, (iv) un instrumento común de inversión pública discrecional y (v) un activo seguro. En este capítulo se examina la evolución de la UEM en los cinco aspectos mencionados. En una unión económica y monetaria, la función de estabilización de la política monetaria sólo puede ejercerse conjuntamente. Sin embargo, la UEM se creó bajo la premisa de que los países harían frente a choques asimétricos por sus propios medios. Hay tres canales posibles para responder a estos shocks, (el canal de ingresos, crédito y políticas públicas), pero es bien sabido que en la Eurozona, ninguno de ellos es particularmente fuerte (Hernández de Cos 2018).<sup>23</sup>

Feás recoge el amplio consenso existente sobre que el marco fiscal actual es ineficiente, excesivamente complejo y debe reconstruirse y simplificarse. El Tribunal de Cuentas Europeo (2019) ha señalado que “la Comisión sólo puede hasta ahora asegurar que en

---

<sup>23</sup> El canal de ingresos no es muy alto debido a la baja movilidad laboral interna. El canal de crédito es muy débil debido a la falta de una verdadera banca minorista con presencia en toda la Eurozona y participaciones cruzadas de capital. El canal de políticas públicas en la Eurozona, obviamente, no tiene nada que ver con el de un Estado federal. Eso requeriría una Tesorería común con suficiente presupuesto.

términos generales los requisitos de la UE para los marcos presupuestarios nacionales se aplican correctamente”. Alrch y Santacroce (2020) estiman que, en promedio, las políticas presupuestarias han cumplido apenas el 50% de las veces con los objetivos presupuestarios establecidos, con grandes diferencias de cumplimiento, en gran medida persistentes, entre los países. La Junta Fiscal Europea (2020) insiste en la necesidad de objetivo claro de deuda pública que sirva de ancla fiscal y una regla de gasto creíble que permita velocidades de ajuste específicas de cada país para alcanzar dicho nivel de deuda.

La coordinación de las políticas económicas dentro de la UE se lleva a cabo a través del Semestre Europeo, que no ha tenido especial éxito en la aplicación de sus recomendaciones. No existe un mecanismo específico de la UEM. Sin embargo, la NGEU proporciona la oportunidad de hacer vinculantes los objetivos del Semestre, al condicionar explícitamente la aprobación de los fondos. “La introducción de un componente de control intergubernamental por parte del Consejo de la UE (una cuestión controvertida) puede considerarse razonable”, escribe Feás, ya que ningún país tiene derecho de veto y, por lo tanto, el proceso sigue siendo de naturaleza europea. En consonancia con las conclusiones anteriores sobre la economía política de las reformas, constituye un precedente interesante en la creación de incentivos adecuados, una buena combinación de palo y zanahoria. Y un buen recordatorio de que no puede haber más mutualización fiscal sin disciplina, como este Anuario ha estado defendiendo sistemáticamente.

La pandemia es un recordatorio de que shocks comunes pueden tener profundos efectos asimétricos. Por lo tanto, la UEM requiere herramientas fiscales para estabilizar las economías nacionales. Hay dos soluciones posibles: (i) la construcción de un colchón presupuestario en tiempos de crecimiento, que estaría disponible para los países en recesión, lo que se conoce en el mundo anglosajón como “un fondo para los días de lluvia”, “*rainy day fund*”, o (ii) un sistema común de seguro de desempleo. Como ya hemos comentado, la Unión ha puesto en marcha el programa SURE como una de sus primeras respuestas a la pandemia. No es un sistema de seguro complementario, pero el autor cree que algún día podría convertirse en un mecanismo permanente para suavizar el impacto de las perturbaciones asimétricas del desempleo (que necesariamente incluiría normas para prevenir el riesgo moral). Aunque esa idea todavía no está en la agenda política, me temo.

Los estabilizadores automáticos son útiles, pero las crisis suficientemente grandes requieren medidas públicas discrecionales. El problema en la UEM, especialmente en los países con altos niveles de deuda, es que sus gobiernos no pueden llevar a cabo estas políticas sin cuestionar la sostenibilidad de sus cuentas públicas. Precisamente por esta razón, la UE puso en marcha el Plan Juncker en la crisis anterior. Pero era sólo una medida temporal. Aunque en 2017 la Comisión propuso una Facilidad Europea de Estabilización de las Inversiones (EISF), nunca se aprobó y la idea quedó atrapada en el debate entre condicionalidad y riesgo moral. El Fondo de Recuperación y Resiliencia previsto en NGEU es precisamente un instrumento de inversión, pero una vez más una iniciativa única, no permanente.

En una unión monetaria, los países emiten deuda en una moneda que no es estrictamente suya, lo que los hace vulnerables a los caprichos de los mercados financieros y



al bucle bancario-soberano, como se puso de manifiesto en la crisis de la deuda europea de 2010. Como saben nuestros lectores (al menos desde el Anuario del Euro 2013), esta fuente de inestabilidad sólo puede superarse plenamente si la Zona Euro disfruta de un activo seguro común, como cualquier otra unión monetaria duradera. Pero la Unión no ha podido reunir el apoyo político necesario para tal transferencia de soberanía fiscal. Economistas y responsables políticos han venido presentando una amplia gama de propuestas para reducir el riesgo soberano con algún tipo de derivado híbrido, ya sea fomentando la diversificación del riesgo o creando diferentes tramos sénior de deuda, como se cuenta en detalle en este capítulo. Ninguna de estas propuestas ha reunido suficiente apoyo político, y ninguna parece haber resuelto el problema fundamental de que los híbridos se desempeñan en las crisis como el peor de sus componentes. Además, el debate público desapareció cuando apareció una cita de Merke diciendo que no habría eurobonos mientras ella viviera.

Sin embargo, los tiempos extraordinarios exigen medidas extraordinarias, y esta pandemia nos ha traído al menos tres tipos de activos europeos. En primer lugar, la facilidad del MEDE de apoyo contra la crisis pandémica, una línea de crédito soberana para gastos sanitarios garantizada por el propio capital de la institución emisora. En segundo lugar, el instrumento SURE, deuda común emitida a efectos de empleo, respaldado por garantías voluntarias de los Estados miembros. El tercer «bono europeo», y el más importante, será la deuda emitida por la Comisión para cubrir los gastos de la NGEU. La deuda NGEU no sólo está garantizada por los futuros presupuestos europeos, sino que se paga con ese mismo presupuesto europeo. El Consejo Europeo considera que se trata de un caso muy excepcional. Los ingresos futuros para hacer frente a la amortización de esta deuda común provendrán de nuevos “recursos propios”, que se define en un aumento temporal de 0,6 p.p. del límite máximo de los recursos propios hasta que la deuda sea plenamente amortizada. Y si estos nuevos recursos no fueran suficientes, los Estados miembros se harían cargo de la diferencia prorrateada en función de su PIB. Si, llegado ese momento, algún miembro no pudiera hacer frente a sus obligaciones de pago, ningún otro país asumiría el pago. Y en ese caso extremo, NGEU sólo podría considerarse un pago diferido, un préstamo a tipo de interés cero con un componente de transferencia. Muchos autores han hecho un problema de esta característica, véase también el capítulo 2, pero honestamente me parece políticamente irrelevante, aunque técnicamente atractivo. Habida cuenta de la escasa probabilidad de que un Estado miembro decida no cumplir su obligación con la Unión, debido a la magnitud y calidad de las posibles consecuencias.

Más significativo es el punto planteado en este capítulo sobre la absurda falta de interés aparente para este tramo de crédito, precisamente por aquellos países que han sido los más firmes defensores de un activo seguro. El precio de este activo en euros estará vinculado a la calificación crediticia de la UE, pero también a la profundidad y liquidez de la emisión: cuanto mayor sea, más apropiado como experimento de lo que podría ser un eurobono tanto en términos de activo de inversión como garantía de la política monetaria del BCE y de refuerzo del del euro como activo de reserva internacional. Sería difícil explicar que el primer eurobono real fallara por falta de uso.

El capítulo 10 vincula política fiscal y monetaria. Antonio Carrascosa, ex miembro de la Junta Directiva de la Junta Única de Resolución, escribe sobre *Cómo mejorar la gestión de crisis de bancos pequeños y medianos?* La UE, de acuerdo con los requisitos del Consejo de Estabilidad Financiera (FSB), ha emitido un conjunto de normas de resolución bancaria que se aplican principalmente a los grandes bancos. Para los bancos más pequeños, se siguen aplicando normas nacionales no armonizadas.<sup>24</sup> Carrascosa sostiene que una unión bancaria incompleta crea ventajas competitivas desleales y estudia las diferentes alternativas para lograr un trato homogéneo y justo para los acreedores de un banco en crisis, independientemente del país de origen del banco y de las normas aplicables (resolución o liquidación). Propone, para su posible rápida aplicación, aumentar la proporción de resolución frente a los casos de liquidación, ya que disponemos de un marco único de resolución en la UEM. Y propone diferentes formas flexibles para que la Junta Única de Resolución, SRB, evalúe el interés público que justifica la resolución: (i) aplicar un ámbito de análisis regional o local a los conceptos de funciones críticas y estabilidad financiera; (ii) considerar la clasificación de un banco como nacional sistémico como un elemento clave en la evaluación del interés público; y (iii) dictar la regla de que todos los bancos en el ámbito de competencia de la JUR tendrían una evaluación positiva del interés público y, por lo tanto, tendrían derecho a resolución. Pero el autor advierte que trasladar los bancos al mecanismo de resolución único implica duplicar los colchones de capital MREL necesarios, lo que sería difícil y costoso para muchos bancos pequeños.

Teóricamente, una alternativa mejor sería la armonización de los procedimientos nacionales de insolvencia, con el fin de llegar pronto a un régimen europeo único de liquidación, básicamente con las mismas herramientas que el MUR existente. Esta ha sido una demanda recurrente del FMI a la Eurozona, pero sistemáticamente resistida por los Estados miembros debido a las fuertes diferencias existentes en los tratamientos nacionales de los acreedores. El autor es partidario de un régimen europeo de liquidación administrativa para los bancos, de nuevo por razones de eficiencia, pero reconoce que implica un aumento de la litigiosidad. Un régimen europeo administrativo eficiente (i) minimizaría la típica destrucción de valor de una liquidación; (ii) armonizaría el trato de todos los acreedores bancarios independientemente de su jurisdicción y de si el banco se resuelve o liquida; y (iii) reduciría los incentivos al uso de ayudas estatales.

Una tercera posibilidad sería confiar más en el Sistema de Garantía de Depósitos (DGS) para evitar liquidaciones bancarias y facilitar una forma más flexible y eficiente de utilizar sus fondos en liquidación. La Directiva DGS sólo permite la transferencia de depósitos de un banco en crisis con el apoyo de una DGS. Pero todos los activos y pasivos restantes deben ser liquidados, reduciendo así las necesidades financieras en liquidaciones e impidiendo el pago de los depósitos a muchos depositantes. Pero la directiva se ha transpuesto libremente en muchos Estados miembros y Carrascosa pide un Reglamento Europeo. También insiste en que seguir adelante con EDIS, el Sistema Europeo de

---

<sup>24</sup> A saber: procedimiento nacional de insolvencia y la transposición nacional de la Directiva sobre sistemas de garantía de depósitos (DGSD), Directiva 2014/49 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014

Seguros de Depósitos, podría ser muy útil para evitar el bucle banco-soberano como una amenaza constante en los procesos de liquidación.

Por último, el capítulo comenta sobre el uso y abuso de las ayudas de Estado para evitar la resolución o liquidación de un banco. El marco de resolución europeo se diseñó precisamente para minimizar el uso del dinero de los contribuyentes y, por lo tanto, va en contra de la lógica de las ayudas estatales. Además, algunas normas sobre ayudas estatales no están alineadas con las de resolución bancaria (por ejemplo la regulación del “burden sharing”) y, por lo tanto, podrían conducir, como así ha sucedido ya en algún país, a un trato preferencial de ciertos acreedores de bancos que han sido recapitalizados cautelarmente. Pero las normas sobre ayudas estatales están aquí para quedarse, por muy buenas razones en una unión monetaria, y han demostrado su utilidad y flexibilidad por ejemplo, para hacer frente a la pandemia. La Comisión Europea adoptó en marzo un marco temporal para las ayudas estatales, que se prolongó hasta el 30 de septiembre de 2021. Básicamente implica que una exención temporal de las normas tradicionales de “burden sharing” que se aprobaron y aplicaron en la crisis anterior. Aunque este marco de exención aún no se ha utilizado con los bancos, Carrascosa es muy crítico con esa posibilidad. Por mi parte, me parece una cláusula de escape necesaria, al igual que la existente para la regla fiscal, ya que la presunción de que no habrá nunca dinero público para rescatar bancos es una ilusión en una crisis sistémica como, potencialmente, podría resultar de la Covid 19. En este contexto, el truco consiste en acordar reglas de uso y autorización de ayudas estatales que no creen injustas ventajas precisamente para los Estados miembros más audaces.

## 2.4. INDULGENCIA DISCRECIONAL

En la parte IV y última, se trata de regulación financiera. Se propone responder a una simple pregunta, ¿han ayudado las lecciones aprendidas en la reciente crisis financiera mundial a prevenir otro episodio de inestabilidad financiera como consecuencia de esta pandemia? En este sentido, se incluyen tres artículos que analizan las experiencias europeas, norteamericanas e internacionales. Los tres tienen una perspectiva única, cómo reaccionaron las autoridades supervisoras y regulatorias, cuáles son sus puntos en común y sus especificidades, y qué podemos decir sobre el futuro del sistema financiero.

En el capítulo 11, Christian Castro y Ángel Estrada, del Banco de España, escriben sobre *Estabilidad Financiera y Regulación Bancaria en el contexto de la Covid-19: algunas primeras reflexiones políticas*. En su opinión, la GCF dejó unos mensajes claro para los responsables políticos que han demostrado también esta vez su utilidad: (i) la importancia de actuar de manera preventiva y de tener una reglamentación anti cíclica; (ii) la necesidad de alinear correctamente los incentivos de los bancos, de sus gestores, propietarios y de sus diferentes grupos de interés, , (iii) lo esencial de medir adecuadamente el riesgo en los indicadores prudenciales; (iv) el hecho de que el tamaño y la complejidad de las instituciones financieras son importantes; y (v) que la solvencia de las instituciones financieras individuales es sólo una condición previa para garantizar la estabilidad financiera de todo el sistema.

Los beneficios de las reformas regulatorias fueron patentes al inicio de la crisis del Covid19. Los bancos entraron en esta crisis con más y mejor capital y con mayores reservas de liquidez que en la última crisis financiera. Justo antes del Covid19, el programa de trabajo del BCBS se centraba en la aplicación y evaluación de las reformas acordadas, en particular el “*output floor*” para la utilización de modelos y en el análisis de los riesgos emergentes y de los nuevos agentes financieros. Pero el Covid-19 cambió las prioridades. Este capítulo describe las medidas más importantes adoptadas por los diferentes agentes implicados -el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB), el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS), la Comisión Europea (EC) y la Autoridad Bancaria Europea (ABE)- y no las repetiremos aquí.

Durante la primera fase de la pandemia, la respuesta política trató de contener su impacto en la economía ayudando a las instituciones financieras a mantener los préstamos a la economía real sin comprometer su resiliencia. Las medidas iniciales en este contexto pueden clasificarse en dos grandes categorías; (i) aquellas que tratan de liberar a los bancos y hacer operativos los colchones, *buffers*, supervisores, básicamente permitiendo el uso de los colchones contingentes y relajando o posponiendo ciertos requisitos reglamentarios, y (ii) aquellas que fomentan el uso de la flexibilidad incorporada en las normas existentes para evitar reacciones mecanicistas no deseadas. En particular, las medidas que permiten suavizar la aplicación del marco contable de la Pérdida de Crédito Esperada, ECL. Pero una vez evitado el shock inicial, Castro y Estrada advierten también que las respuestas políticas deben regularse y hacerse más selectivas para prevenir los riesgos de estabilidad financiera.

Dada la amplia gama de medidas de apoyo adoptadas, el tratamiento prudencial de las exposiciones dudosas, “*non performing*”, se ha convertido en un área central de atención en la crisis del Covid19. La EBA quiso dejar claro que las moratorias públicas y privadas firmadas hasta septiembre de 2020, y que cumplieran determinados requisitos, no tienen que clasificarse automáticamente como operaciones refinanciadas. Análogamente, el análisis del aumento significativo de riesgo crediticio de las exposiciones de los bancos debe basarse en la identificación de los cambios a lo largo de la vida total esperada de la exposición y no meramente en incrementos puntuales.

En su conjunto, la intervención política ha sido hasta ahora un éxito.<sup>25</sup> En España, por ejemplo, con la información disponible a la hora de mandar este libro a imprenta, el crédito sigue fluyendo a la economía real y las empresas y los mercados se han estabilizado. En el mundo corporativo no ha habido quiebras ni rebajas masivas de las calificaciones, ni incrementos significativos en los saldos de préstamos dudosos (NPLs). A futuro, las políticas prudenciales tienen la difícil tarea de lograr un equilibrio adecuado entre

---

<sup>25</sup> El BCE publicó a finales de julio los resultados de su análisis de sensibilidad sobre el impacto del shock Covid-19 en 86 bancos del área del euro en un horizonte de tres años. Estos resultados sugieren que el sector bancario de la zona euro sería, en general, capaz de soportar la crisis de la Covid-19, aunque la reducción del capital de los bancos en los escenarios macroeconómicos más adversos sería significativa. Pero obviamente, estos son resultados agregados que no excluyen problemas específicos en algunas instituciones.

facilitar la recuperación económica y reconocer con prontitud posibles deterioros de la calidad crediticia, a fin de evitar la necesidad de bruscos ajustes posteriores.

Castro y Estrada, al evaluar, desde su perspectiva, las consecuencias de la crisis del Covid19, subrayan tres implicaciones importantes para la política prudencial. En primer lugar, el riesgo crediticio puede haber sido anestesiado, pero no ha desaparecido. Los bancos deben estar dispuestos a reconocer con prontitud, en sus balances y cuentas de resultados, posibles deterioros en la calidad de sus carteras de crédito, incluso cuando estos riesgos tardarán algún tiempo en materializarse. En consecuencia, los bancos deben evaluar cuidadosamente la capacidad de pago, clasificar adecuadamente a los clientes y asignar las provisiones por adelantado. En segundo lugar, autoridades y responsables bancarios tendrán que hacer frente a importantes equilibrios y transferencias intertemporales que en gran medida dependerán de la duración y la gravedad de la pandemia. En definitiva, esta pandemia genera un abanico de posibles escenarios de recuperación macroeconómica que deben integrarse en la toma de decisiones. Y, en tercer lugar, la combinación de políticas y la naturaleza de las mismas deben adaptarse a la evolución de la pandemia.

Concluyen identificando algunos desafíos a corto plazo y ciertas lecciones iniciales en una perspectiva más larga. A corto, (i) garantizar que los colchones sigan siendo utilizables cuando sean verdaderamente necesarios, teniendo en cuenta que los bancos pueden ser reacios a utilizar sus amortiguadores si la restricción vinculante subyacente no es el regulador, sino el mercado, las exigencias de los inversores; (ii) evitar el “efecto acantilado” al retirar las medidas de apoyo; (iii) identificar y gestionar los canales de mayor transmisión de riesgos desde la economía al sector financiero, que en nuestro contexto requieren respuestas que sólo pueden abordarse a nivel de la UE. Por último, esta crisis llevaría a los reguladores y responsables políticos a (i) seguir explorando maneras de hacer que los colchones sean más fácilmente utilizables y más sensibles a los cambios en el nivel de riesgo, (ii) evaluar la idoneidad de simplificar el marco de requisitos de capital y considerar la posibilidad de dar mayor peso al objetivo de usabilidad en el diseño de los colchones supervisores y (iii) mantener una estrategia de comunicación activa y coordinada para complementar las acciones regulatorias y de supervisión.

A su vez, el sistema bancario debe prepararse para un entorno post-Covid de tasas de interés “muy bajas durante más tiempo” y a una actividad creciente de los nuevos entrantes en la intermediación financiera. La primera cuestión sugiere que los bancos deben seguir haciendo esfuerzos para mejorar la rentabilidad, incluso mediante consolidaciones e invirtiendo en un uso más eficiente de la información de los clientes. El segundo implica que las autoridades reguladoras tendrán que ser más proactivas para cerrar las lagunas normativas, contribuyendo así a unas condiciones equitativas y evitando una carga regulatoria excesiva.

El capítulo 12 trae al debate europeo posibles lecciones de la experiencia de la Reserva Federal de los Estados Unidos. Aborda específicamente *Cómo bancos fuertes y líquidos ayudaron a la Reserva Federal a prevenir una crisis financiera esta primavera*, y está escrito por Bill Nelson, Francisco Covas, Gonzalo Fernández-Dionis y Adam Freedman, del Instituto de Política Bancaria. Entre mediados de febrero y finales de marzo, el sistema financiero

experimentó un shock tan grave como en septiembre de 2008. Sin embargo, este shock no precipitó una crisis financiera, gracias a la rápida y masiva respuesta de la Reserva Federal, pero también, argumentan los autores, a la fortaleza del sector bancario al estallar la crisis del Covid19. Para probar esta afirmación, construyen un *índice de estrés financiero* para determinar la probabilidad de que una situación justifique una intervención de emergencia por parte de la Fed.<sup>26</sup>

Lo llamativo es que el índice se mantuvo elevado durante casi 6 meses después de la caída de Lehman, pero descendió bruscamente unas pocas semanas después del shock del coronavirus (ver el gráfico 1 en este capítulo). A partir del 12 de junio, su índice sólo da una probabilidad de aproximadamente 1% de que las condiciones actuales requieran una intervención de emergencia de la Fed. Los autores utilizan su índice de condiciones financieras para ilustrar la respuesta del mercado post-covid19 a las acciones de la Fed. Los principales aumentos en el índice de estrés se produjeron tras noticias sanitarias sobre la evolución de la pandemia, no por las noticias sobre la Fed o las instituciones financieras. De hecho, los mercados reaccionaron negativamente cuando la Fed redujo los tipos a cero el 3 de marzo. Sin embargo, las acciones de la Fed y las medidas legislativas provocaron una disminución sostenida del índice: a saber, los anuncios decididos de la Fed del 23 de marzo y la introducción de la Ley CARES el 25 de marzo.

Este capítulo ofrece un relato detallado de la respuesta de la Reserva Federal americana a la pandemia (véase el Cuadro 2 para una comparación completa de las medidas de emergencia de la Fed utilizadas ahora y en la GCF, y el cuadro B del apéndice para una cronografía detallada de las intervenciones políticas). Intentemos resumirlo en los siguientes puntos: (i) cambios en la política monetaria; en una serie de rápidas decisiones políticas en dos semanas, la Fed redujo su tasa objetivo en 1,25 p.p., incluido un recorte de emergencia de 1 p.p. el 15 de marzo, alcanzando el 0-0,25%, pero negándose a introducir las tasas en territorio negativo; (ii) programas rápidos de compra de activos; en sólo tres semanas a partir del 15 de marzo, la Reserva Federal compró un billón de dólares en valores del Tesoro; (iii) Facilidades de Emergencia de la Fed, que en otro contraste con la GCF, han permanecido mayoritariamente sin usarse;<sup>27</sup> y (iv) la Reserva Federal facilitó las condiciones de acceso a la ventanilla de descuento y a las líneas de swaps para bancos centrales.

Por lo tanto, si bien la Fed respondió rápida y contundentemente, las condiciones no requirieron, al final, muchos préstamos de emergencia. En parte porque la simple

---

<sup>26</sup> Se construye el índice calculando el nivel promedio, la volatilidad y la correlación de una docena de medidas estándar de estrés financiero, como volatilidades implícitas, diferenciales de riesgo y spreads fuera de la ejecución, y utiliza esas tres variables para ajustarse a un modelo logit para la intervención de emergencia de la Fed. Los detalles sobre el modelo y los datos se proporcionan en este capítulo.

<sup>27</sup> Las tres facilidades que más han ayudado a aliviar las condiciones fueron el Fondo de Crédito para Distribuidores Primarios, el Fondo de Liquidez del Fondo Mutuo del Mercado de Dinero (MMLF) y el Fondo de Financiación de Papel Comercial (CPFF). Los tres son copias directas de las facilidades abiertas a raíz del fracaso de Lehman, aunque mucho menos utilizado esta vez.

existencia de esos programas ayudó a calmar los mercados financieros. Además, la Fed proporcionó un amplio alivio regulatorio en diferentes formatos: capital, liquidez, cómputo de la pérdida crediticia esperada actual, CECL, moratorias (programa de moratorias de préstamos de la Ley CARES) y restricciones a los pagos de dividendos y remuneración variable, aunque contrariamente al BCE, no se prohibieron los dividendos sino solo limitados en función del capital y beneficios pasados.

Además, se realizaron test de stress utilizando tres escenarios distintos, diseñados para capturar el impacto potencial del Covid19: una recuperación en forma de V; una recuperación más lenta en forma de U; y una recesión de doble caída o camino en forma de W. En conjunto, las pérdidas crediticias podrían oscilar entre \$560.000mn. y \$700.000mn, lo que implicaría una disminución agregada de la ratio de capital desde 12,0% a entre 9,5% y 7,7%. En los escenarios más severos, la mayoría de las instituciones seguirían estando bien capitalizadas, pero varias se acercarían a los requisitos mínimos de capital. Tras la publicación de estos resultados, la Fed instó a los bancos a reevaluar sus planes de capital a largo plazo y anunció una segunda ronda de pruebas de estrés en 2020. El 17 de septiembre se publicaron dos nuevos escenarios macro, más duros que el ya pesimista escenario adverso utilizado en el ejercicio de junio de 2020, y también una curva de rendimiento aún más plana para estas segundas pruebas de esfuerzo, lo que crea más vientos en contra para la rentabilidad bancaria.

La gran diferencia con la GCF es que entonces los bancos contribuyeron a prolongar y amplificar los desajustes, mientras que ahora son parte de la solución, escriben los autores. Como es bien sabido, los bancos estaban entonces débilmente capitalizados, tenían pocos activos líquidos, y estaban muy expuestos a minusvalías en los mercados de valores privados, derivados de hipotecas y otros productos estructurados. Desde entonces, se ha trabajado mucho para sanar el sector bancario y hacerlo más seguro y resistente. Así, según los datos proporcionados en el informe de Supervisión y Regulación de mayo de 2020 de la Fed, los grandes bancos estadounidenses han duplicado sus ratios de capital y cuadruplicado sus tenencias de liquidez. Y se les prueba rigurosamente cada año por su capacidad para soportar un deterioro masivo de las perspectivas económicas.

Para comparar la contribución de los bancos al estrés de los mercados financieros durante los dos períodos, este capítulo proporciona una estimación hipotética del índice de estrés financiero mencionado anteriormente. Y concluyen que “aproximadamente el 42% del fuerte aumento del índice que siguió al colapso de Lehman reflejó una ampliación de los diferenciales de crédito bancario. Por el contrario, los aumentos en los diferenciales de crédito bancario contribuyeron sólo al 17% del incremento en el índice durante el período de la Covid 19”. En marzo de 2020, al igual que en agosto de 2007, los bancos volvieron a enfrentarse a un uso masivo de las líneas de crédito disponibles al mundo corporativo, pero esta vez las consecuencias fueron muy diferentes. Entre el 12 de febrero de 2020 y el 1 de abril, los préstamos bancarios aumentaron más de 700.000 millones de dólares, en gran parte porque los bancos estaban cumpliendo con sus líneas de crédito mientras las empresas trataban de almacenar efectivo. Por el contrario, los préstamos de la Fed alcanzaron un máximo de unos 130.000 millones dólares a principios de abril. Y, a pesar de estas masivas disposiciones, los bancos no se enfrentaron a

problemas materiales de liquidez, y el riesgo de contrapartida se mantuvo en gran medida controlado. En marzo de 2020, hubo un profundo shock de liquidez, pero sin eventos de riesgo de contraparte o liquidez propios que lo amplificaran, se diluyó rápidamente. Por lo tanto, este capítulo concluye citando al vicepresidente de la Fed, Richard Clarida, “los bancos son una fuente de fortaleza y crédito para la economía. Y eso es importante”.

El capítulo 13 y último del Anuario de 2021, presenta la situación global porque Fernando Restoy, del Instituto de Estabilidad Financiera, analiza *La supervisión bancaria después de la pandemia*. Comienza por afirmar que la respuesta de los reguladores a esta pandemia ha sido notable, la más audaz y la más sincronizada de la historia. Posiblemente por primera vez, han asumido explícitamente un papel de estabilización macroeconómica. Curiosamente, esta vez las medidas no iban dirigidas a contener el crecimiento excesivo del crédito, sino, por el contrario, a garantizar el flujo de crédito necesario al sector privado. Esta acción global para evitar la restricción crediticia marca la gran diferencia frente a la crisis anterior. Las acciones de los reguladores abarcaron todos los elementos clave del marco prudencial, incluidos los requisitos de capital, la clasificación de activos, la distribución de capital y la estrategia de supervisión.

Sin embargo, estas acciones tendrán que verse acompañadas por una supervisión efectiva de las instituciones financieras individuales. Y esta tarea se enfrenta a tres desafíos importantes: (i) un incremento sustancial del riesgo en el negocio bancario, incremento que afecta a prácticamente todas las fuentes de riesgo (de crédito, mercado, liquidez, contraparte, operativo, etc.); (ii) las medidas regulatorias para apoyar el flujo de crédito a la economía real han complicado el trabajo de supervisión y podrían dificultar la evaluación de la verdadera situación financiera de los bancos;<sup>28</sup> y, (iii) la pandemia dificulta a los supervisores la realización de visitas *in situ* y, por lo tanto, de evaluar el perfil de riesgo de un banco, por mucho que las nuevas tecnologías ayuden a paliar esta dificultad.

El desafío global a corto plazo para los supervisores consiste en lograr un adecuado equilibrio entre los objetivos macro y micro de la regulación prudencial. Probablemente, el instrumento macro-prudencial más relevante de Basilea III era el CCyB, el colchón contra cíclico. Pero ha resultado prácticamente inútil, dado que partía de un nivel pre-crisis muy bajo o nulo en la mayoría de jurisdicciones. Por lo tanto, las autoridades han tenido que recurrir esencialmente a instrumentos micro-prudenciales. Hay un límite en lo que las políticas micro-prudenciales pueden hacer para apoyar la evolución agregada del crédito sin poner en peligro la seguridad y la solidez de las instituciones financieras

---

<sup>28</sup> La flexibilidad permitida en la clasificación de los activos como morosos o fallidos hace que sea difícil para los supervisores monitorizar la evolución de la calidad real de los activos. El caso extremo se encuentra en algunas jurisdicciones, como en varias grandes economías emergentes, que han llegado a congelar todas las exposiciones crediticias a su clasificación de riesgo anterior al Covid19 (FMI y Banco Mundial (2020)). Y la mayoría de los países han suspendido la aplicación del criterio objetivo de “obligaciones vencidas” para calificar como exposiciones dudosas (NPEs) todos los préstamos que se benefician de aplazamientos de pagos, confiando así exclusivamente en criterios más subjetivos como el de improbabilidad de pagar.



individuales. No hay duda de que las prácticas de los bancos deben seguir siendo coherentes con una evaluación sólida de la calidad de los activos y con una publicación adecuada de sus pérdidas esperadas. Pero las expectativas del mercado bien pueden jugar en su contra, bajo una considerable tolerancia supervisora. Por lo tanto, el reto es mantener una política macroprudencial de apoyo y, al mismo tiempo, seguir vigilando de cerca a las instituciones financieras individuales. Unas pruebas de esfuerzo bien diseñados podrían sin duda ser muy útiles. Pero, la realización de esos ejercicios de stress es hoy particularmente compleja dada la enorme incertidumbre existente. Por último, parecería prudente intensificar la preparación de los planes de contingencia para la resolución.

Si bien estas medidas son necesarias, no serán suficientes para hacer frente a los grandes desafíos a largo plazo a los que se enfrenta el sector bancario en todo el mundo. En particular, la incertidumbre a corto plazo alimenta los desafíos generados por la disrupción tecnológica y la persistente baja rentabilidad en algunas jurisdicciones. Del mismo modo, los riesgos operativos asociados al teletrabajo durante los confinamientos aumentan la tendencia a una mayor dependencia tecnológica de los bancos y de proveedores externos. A largo plazo, las políticas de cambio climático y transición energética podrían afectar aún más la fortaleza financiera de los bancos.<sup>29</sup> Este capítulo alienta a los supervisores a aprovechar esta oportunidad para acelerar su respuesta a estas vulnerabilidades estructurales. Y, siguiendo a Restoy 2018, insiste en destacar el exceso de capacidad en la industria bancaria en Europa, y la gran cantidad de instituciones financieras que operan bajo una disciplina de mercado limitada. En estas circunstancias, argumenta, los supervisores deberían tener derecho a adoptar una estrategia proactiva para facilitar una consolidación ordenada de la industria. Los supervisores parecen haber escuchado sus argumentos, mientras por su parte, las autoridades de la competencia no se han mostrado especialmente preocupadas.

Pasando a los desafíos regulatorios, este capítulo hace observaciones muy interesantes. En primer lugar, que, como demuestran las pruebas de estrés reales realizadas en las principales economías, el sistema financiero parece generalmente capaz de absorber el impacto de la pandemia incluso en escenarios graves. Pero también, que la crisis ha demostrado que algunos componentes de las reformas posteriores a la crisis han tenido efectos imprevistos: (i) la provisión por pérdida esperada de crédito se ha traducido en una excesiva y desestabilizador pro-ciclicidad; (ii) el sistema de *buffers* de Basilea III ha demostrado no ser tan flexible y eficiente como se esperaba.

---

<sup>29</sup> Restoy adopta un enfoque más cauteloso que Lagarde en el BCE respecto al uso de la política financiera prudencial y regulatoria como palanca de la transformación verde. En cuanto al cambio climático, escribe: “Todavía no existe un consenso internacional sobre cómo incorporar estos riesgos en los requisitos regulatorios y de supervisión. Parece lógico aceptar el principio de que la regulación prudencial no debe promover la financiación verde como una manera de lucha contra el cambio climático, que debería abordarse en cambio mediante otros instrumentos políticos, como la fiscalidad del carbono”.

Para juzgar el rendimiento del sistema de colchones en esta crisis, es necesario reconocer la amplia variedad de enfoques seguidos en diferentes jurisdicciones. Esta heterogeneidad se deriva en parte de las diferentes interpretaciones y calibraciones del Pilar 2 de Basilea, y de las diferencias en los colchones adicionales por jurisdicción (*buffers* de supervisión (SB)) por encima del nivel de capital de Basilea III. En particular, en jurisdicciones como la UEM, el Reino Unido o los Estados Unidos, los supervisores esperan que los bancos cumplan con esos colchones adicionales, que se calculan en función del consumo de capital que los bancos sufrirían en un escenario adverso de los diferentes tests de stress realizados. Estos buffers específicos de cada jurisdicción se fijan anualmente para cada entidad financiera como parte del ciclo de supervisión y pueden utilizarse para absorber pérdidas inesperadas.

Restoy recuerda que dado que la única herramienta puramente macroprudencial, el CCyB, ha demostrado ser prácticamente inútil, los reguladores tuvieron que basarse principalmente en instrumentos micro-prudenciales (como el colchón de conservación de capital (CCoB) o el colchón de supervisión (SB), para cumplir con los objetivos macroprudenciales (Carstens (2020)). Hasta ahora, el resultado no ha sido del todo satisfactorio, ya que los bancos han sido generalmente reacios a utilizar los colchones disponibles por su impacto en la fijación de precios de instrumentos híbridos que califican como capital o debido a un efecto de estigmatización en el mercado. En condiciones de incertidumbre fundamental, los inversores tienden a penalizar cualquier reducción de capital por debajo de las referencias reglamentarias, incluso si esta reducción está respaldada por las orientaciones supervisoras. Por lo tanto, como también se argumentaba en el capítulo 11, la disposición de los supervisores a aceptar un uso temporal de los colchones puede no ser suficiente para garantizar la provisión de crédito en momentos de tensiones sistémicas.

Para responder a este problema, Restoy sugiere varias opciones. Un enfoque conservador sería trabajar en las sanciones reales a las que se enfrentan los bancos, en las restricciones a la remuneración de los tenedores de capital u otros instrumentos híbridos, si se utilizan los colchones existentes. Un enfoque más ambicioso sería establecer un colchón macroprudencial mayor que podría ser liberado a discreción en los malos momentos. Tal buffer reemplazaría el CCyB actual y tendría un valor positivo en tiempos normales con el fin de acomodar choques inesperados. Este enfoque implicaría un aumento de facto de los requisitos medios de capital en el tiempo y no es obvio que no sufriese las mismas limitaciones prácticas que el CCyB. En cualquier caso, implicaría una cierta transferencia de competencias de las autoridades micro-prudenciales a las autoridades macroprudenciales, una cuestión particularmente significativa en la UEM, en la que la responsabilidad microprudencial se centraliza en el MUS (BCE), mientras que las responsabilidades macroprudenciales siguen siendo en gran medida descentralizadas. Además, para los bancos internacionales, las autoridades monetarias del país anfitrión tendría más influencia en los requisitos de capital globales de los grupos bancarios.

### 3. LAS DIEZ LECCIONES EUROPEAS PARA 2021

La Unión Monetaria Europea ha respondido a los extraordinarios desafíos que plantea esta pandemia con sorprendente diligencia, eficacia y cohesión. Ahora tiene la oportunidad de avanzar y consolidar algunas de las decisiones tomadas en estos turbulentos momentos. Este libro ha sido concebido y producido como un “*policy paper*”, como un trabajo de economía política para guiar e ilustrar el debate sobre el futuro de la UEM en el mundo postCovid.

A tal efecto, se seleccionaron los temas de los diferentes capítulos, y algunos se cambiaron a medida que evolucionaba la crisis y se formulaban prioridades y políticas diferentes. Los lectores descubrirán que nuestro propósito básico ha sido explicar, analizar y evaluar el salto cuántico en la política europea que ha tenido lugar en 2020; sus méritos pero también sus desafíos futuros. Al hacerlo, nos hemos visto obligados a dejar al margen temas que sin duda dominarán futuros debates monetarios, a saber, la discusión en torno a las monedas digitales del Banco Central, el CDBC, y específicamente el *e-euro*, debate que iniciamos en nuestro anterior Anuario. Pero el alcance y la profundidad de las medidas de política introducidas en 2020, y la naturaleza de sus implicaciones, no nos dejaron otra alternativa.

Sobre esta base, mantuvimos nuestro compromiso de seleccionar los autores para reflejar las diversas perspectivas, intereses y posiciones sobre los debates políticos más relevantes. Nunca hemos buscado la unanimidad, y esta edición no es una excepción, llena de ricos debates entre nuestros autores sobre la justificación y las implicaciones de las políticas aplicadas. Pero también nos hemos mantenido fieles a nuestro principio básico de trabajar para contribuir, con nuestro mejor conocimiento y capacidad, a ayudar a completar el proyecto Euro, para hacerlo estable y permanente. Quiero dar las gracias a todos los colaboradores por sus ideas y propuestas, que abarcan la práctica totalidad de los debates de *policy* actuales. Y no es una exageración. Las cuestiones están todas sobre la mesa, las opiniones y las propuestas son múltiples y variadas. Hemos hecho este trabajo para contarlas y explicarlas. La tarea que planteamos es saber sacar las lecciones adecuadas de este año tan inesperado y aprovecharlo para realizar los cambios institucionales permanentes necesarios en la arquitectura de la Unión Monetaria Europea para garantizar que esté preparada para hacer frente a un mundo de incertidumbre fundamental. La política económica no puede pretender aislar completamente a la sociedad de drásticas perturbaciones externas; la política en general nunca puede lograr un objetivo tan ambicioso. Pero al menos debería ayudar a no repetir los mismos errores y a estar mejor preparados frente a shocks externos desconocidos. Cerramos el resumen ejecutivo de este Anuario, como es habitual, con una instantánea de las diez lecciones para la Unión Monetaria Europea de la crisis del Covid, lecciones que también son en parte, nuestros deseos para el futuro.

**Primera**, voluntad política. Las instituciones de la UE han recuperado el apoyo popular y han demostrado su utilidad. No desperdiciemos el impulso y aprovechemos la oportunidad con determinación para completar la unión monetaria. La efectiva respuesta común a la pandemia ha demostrado que la audacia está justificada en un clima político

largamente dominado por líderes demasiado cautelosos. El Tratado de Roma fue una medida radical que conmocionó a muchos en Europa. Un mundo post pandémico caracterizado por la confrontación entre Estados Unidos y China no deja lugar a una Europa tímida que se aleja del conflicto. Citando con cierta libertad al presidente Macron, “la Unión Monetaria Europea es un proyecto político, no sólo de mercado”. Probablemente ha llegado el momento a pasar de las palabras a un nuevo Tratado.

*Segunda*, este año también ha sido testigo de la primera separación de la Unión Europea. Un momento terriblemente triste pero también un momento de orgullo, porque terminó con acuerdo, como debería ser, entre dos viejos amigos que deciden separarse, pero que se necesitan el uno al otro, en beneficio de ambos y del mundo. Para la Unión Europea, el Brexit ofrece la oportunidad de institucionalizar plenamente la Unión Monetaria, de reafirmar que la moneda única es el destino final de todos los Estados miembros de la UE y que las disposiciones monetarias actuales deben considerarse meramente transitorias. Sólo entonces, la UEM puede aspirar a corregir las ineficiencias incorporadas en el actual proceso de toma de decisiones y adquirir la legitimidad necesaria para la transferencia de soberanía implícita en completar la UEM.

*Tercera*, el Banco Central Europeo se encuentra en medio de la revisión de su estrategia de política monetaria. Hay un montón de opiniones razonadas y razonables sobre qué debería incluir dicha revisión. Y muchas presiones de los interesados. Pero antes de ampliar su mandato en nuevas direcciones, el BCE, como autoridad monetaria del Área Euro, debería aclarar tres cuestiones fundamentales: (i) su objetivo de inflación y las revisiones necesarias de la meta actual, (ii) la eficacia del conjunto de herramientas de política monetaria en un contexto de tipos de interés negativos durante un período muy largo, y, (iii) quizás el tema más incómodo, pero también el más crítico a medio plazo, su capacidad para llevar a cabo la política monetaria de la Euro zona sin un activo europeo seguro. Mientras opere sin él, el BCE tomará necesariamente decisiones cuasi fiscales y será objetos de fuerte crítica y controversia.

*Cuarta*, el BCE debe definir una estrategia de salida para su política de tipos de interés negativos, antes de que la *dominación fiscal* se vuelva inevitable. La flexibilización cuantitativa, el QE, era la única alternativa para responder a la pandemia: para acomodar y suavizar en el tiempo las consecuencias financieras de la extraordinaria expansión fiscal que la emergencia sanitaria y económica exigían. Pero el tamaño del balance del BCE no puede aumentar indefinidamente. Ni el BCE puede suprimir permanentemente la restricción presupuestario temporal de los gobiernos europeos. Hacerlo no sólo constituiría dominación fiscal, sino que también erosionaría la independencia del Banco Central, precisamente en un momento en que algunas nuevas teorías, de hecho muy antiguas, y muchos gobiernos populistas de todo el mundo, están exigiendo que los Bancos Centrales vuelvan a ser el instrumento más poderoso del poder ejecutivo.

*Quinta*, Europa necesita una estrategia para hacer frente a las posibles reestructuraciones de la deuda soberana. Esta es una cuestión crucial en cualquier unión monetaria duradera en la que los gobiernos ya no pueden contar con la emisión de su propia moneda para cumplir con sus obligaciones financieras. El Tratado de Maastricht se firmó con la pretensión de que no habría rescates, de que los gobiernos que se comportaran

fiscalmente mal se pudrían solos o tendrían que ajustarse por sí solos y a su propio coste. La crisis de la deuda europea demostró que el contagio podía ser generalizado y que amenazaba con implosionar la UEM. Pero la solución alcanzada, un programa de ajuste del MEDE y el órdago del BCE, era sólo temporal. Esta vez, el BCE ha asumido por sí mismo la obligación de hibernar las deudas soberanas y de comprimir los diferenciales a mínimos históricos, pero esto, de nuevo, sólo puede ser una solución temporal. Aplaza, pero no resuelve el problema. El Consejo Europeo, la Comisión y el Parlamento deben acordar una estrategia clara y creíble, porque no está comprendida en el mandato del Banco Central.

*Sexta*, la saga del NGEU desde su propuesta original en junio hasta su aprobación formal en diciembre, muestra que el proceso de toma de decisiones de la UE no es eficiente ni sostenible. Pero aún más importante, demuestra también que superar el riesgo moral es el principal obstáculo para completar la UEM y que la economía política de las reformas es realmente relevante. La Unión debe encontrar una solución al eterno debate de la solidaridad frente a la disciplina. Tal vez, el compromiso de última hora de condicionar los desembolsos del Fondo de Recuperación y Resiliencia a un progreso suficiente en las recomendaciones específicas de cada país en el Semestre Europeo sea un equilibrio adecuado. Y confirma la práctica política reciente de que la Comisión actúa como el “auditor” que verifica el cumplimiento y el Consejo como órgano de decisión, lo que no está mal pensado en una compleja unión federal.

*Séptima*, NGEU demostró la manera de crear una facilidad fiscal federal en la UEM. La Unión tiene que encontrar la manera de hacerla permanente. Pero también, de convertirla en un instrumento verdadero de estabilización macroeconómico y dejar el componente de ajuste estructural a otros instrumentos de la UE, como los Fondos estructurales o de cohesión. Mezclarlo todo no es una buena idea, sino más bien una receta para la irrelevancia y la inutilidad. Un fondo de estabilización macro necesita mantener un elemento de discrecionalidad para ser oportuno y eficiente, y por lo tanto requiere una Autoridad Fiscal de la UEM, ¿un Tesoro? Pero en una unión política tan compleja como la UEM, es también una buena idea vincular parcialmente esa facilidad macro a alguna forma de inversión automática y regla de desempleo.

*Octava*, del mismo modo que la UE necesita un mecanismo de estabilización para avanzar en la definición del impulso fiscal de la Unión, también necesita reglas fiscales para los Estados miembros. Reglas fiscales que sean transparentes, creíbles, legítimas y ejecutables. Los economistas hemos llegado a un cierto consenso básico que una regla de gasto ajustada en su dinámica por los niveles de deuda es lo más sensato y eficiente. Corresponde ahora a los políticos hacerlo operativo. El Pacto de Estabilidad y Crecimiento debe modificarse sin demora, y todo el proceso de gobernanza fiscal en la UEM ha de simplificarse en profundidad.

*Novena*, la UEM necesita completar la unión bancaria. Quedan dos obstáculos principales, no son los únicos, pero son cruciales para evitar que se repitan episodios repentinos de contagio y fuga de capitales. Un sistema europeo de seguro de depósitos, EDIS, y un único Régimen europeo de Liquidación de bancos. Sólo entonces, podremos soñar con tener grandes bancos minoristas europeos activos en muchos Estados

miembros, una condición previa para que el cliente financiero obtenga todo el potencial de la unión bancaria. Ambos son temas muy difíciles, por su valor emocional y también porque implican una transferencia visible y considerable de la soberanía. Es por eso por lo que la economía política de la reforma es tan importante, y resolver la cuestión del riesgo moral es una condición previa para completar la unión bancaria.

**Y décima.** Basilea III ha demostrado su utilidad y sus limitaciones. Al revisar el acuerdo, es necesario prestar mucha atención a algunas consecuencias no deseadas puestas de manifiesto por esta pandemia. A saber, la pro-ciclicidad reforzada implícita en la aplicación mecanicista del concepto de pérdida esperada y la incapacidad práctica para utilizar los mecanismos de amortiguación previstos, los colchones de capital. No han demostrado su utilidad. Tal vez un sistema de provisiones dinámicas ajustables sea una mejor idea para hacer frente a la incertidumbre fundamental, ya que no son susceptibles del efecto estigma que impide el uso de colchones. La incorporación de un *buffer* macro adicional, tal como proponen algunos, sólo aumentaría el coste del capital, pero no haría nada para abordar la cuestión de la credibilidad de la tolerancia supervisora en momentos de crisis. Finalmente, un campo regulatorio único y equilibrado para todos los actores financieros no puede demorarse más.

Madrid, diciembre de 2020.

## REFERENCIAS

- Adrian, Tobias, *Qué hacer cuando las tasas de interés bajas por largos son más bajas y para más largos*, Blog del FMI, 15 de diciembre de 2020.
- Andersson, Fredrik N G y Jonung, Lars, *No lo vuelvas a hacer*, blog voxEU, 08 de mayo de 202, (<https://voxeu.org/article/swedish-experience-negative-central-bank-rates>).
- Blanchard, Olivier y Pisani-Ferry, Jean (2020). *Monetización: No te asustes*, VoxEU, abril de 2020, <https://voxeu.org/article/monetisation-do-not-panic>,
- Boucinha, Miguel y Burlon, Lorenzo, *Tasas negativas y transmisión de la política monetaria*, BCE, Boletín Mensual, mayo de 2020.
- El-Erian, Mohammed, *Los riesgos para los que los inversores deben prepararse en 2021*, Financial Times, 16 de diciembre de 2020
- Comisión Europea, *Previsión Económica Europea, Documentos Institucionales 136*, noviembre de 2020.
- Comisión Europea, Documento de trabajo del personal de la Comisión, SWD(2020) 98 final, *Identificación de las necesidades de recuperación de Europa*, [https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/economy-finance/assessment\\_of\\_economic\\_and\\_investment\\_needs.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/economy-finance/assessment_of_economic_and_investment_needs.pdf)
- Fernández, Fernando (ed.), *The Euro in 2020, Executive Summary*, Fundación de Estudios Financieros and Fundación ICO, Madrid
- Fernández, Fernando, “Unión Fiscal y Constitución de un Tesoro Europeo”, *2013 Euro Yearbook*, chapter 7, Fundación de Estudios Financieros and Fundación ICO.
- Goodhart, Charles y Pradhan, Manoj, *The Great Demographic Reversal: Ageing Societies, Waning Inequality and Inflation Revival*, Palgrave MacMillan, 2020.
- Hernández de Cos, Pablo, “La Unión Monetaria, los riesgos de una obra en construcción”, *2018 Euro Yearbook*, chapter 1, Fundación de Estudios Financieros and Fundación ICO.
- OEI, *Condicionabilidad Estructural en Programas Apoyados por el FMI – Actualización de Evaluación*, diciembre de 2018
- FMI, *Perspectivas de la economía mundial*, octubre 2020
- Documento de política del FMI, 2018 *Revisión del diseño y la condicionalidad de los programas*, PPEA2019012
- Documento de política del FMI, *Actualización sobre el enfoque conjunto entre el FMI y el BM para abordar las vulnerabilidades de la deuda*, diciembre de 2020
- Instituto de Finanzas Internacionales, *Global Debt Monitor*, diciembre de 2020
- Lagarde, Christine, *The monetary policy strategy review: some preliminary considerations*, discurso en la conferencia “ECB and Its Watchers XXI”, Fráncfort del Meno, 30 de septiembre de 2020.
- McKinsey Global Institute, diciembre 2020

Restoy, F (2018): “La Unión Bancaria Europea: Logros y Retos”, *Euro Anuario 2018: Completando la unión monetaria para forjar un mundo diferente*, Fundación de Estudios Financieros y Fundación ICO, Madrid

Rodrik, Hausmann y Velasco (2008), “Growth diagnostics” en *The Washington Consensus Reconsidered: Towards a New Global Governance*

Sapir, André, *¿Por qué Covid-19 ha golpeado tan de manera diferente a las economías de la Unión Europea?* Contribución a la política de Bruegel, No18, septiembre de 2020.



