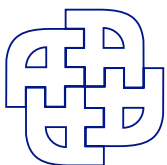


EL EURO EN 2022



IEAF | FEF
INSTITUTO ESPAÑOL DE
ANALISTAS FINANCIEROS
FUNDACIÓN DE
ESTUDIOS FINANCIEROS

fundación



BUENAS POLÍTICAS. UN AÑO SABÁTICO DE REFORMAS Anuario del Euro 2022

Resumen Ejecutivo

Fernando Fernández Méndez de Andrés
IE University

ISBN: 978-84-09-39789-1

Edita: Fundación ICO - Fundación de Estudios Financieros

Maquetación: Reimpventa

BUENAS POLÍTICAS. UN AÑO SABÁTICO DE REFORMAS

FERNANDO FERNÁNDEZ, IE UNIVERSITY¹

1. LA UNIÓN DEMUESTRA SU RAZÓN DE SER

Cuando preparaba este Anuario 2022, la novena edición, esperaba poder hablar de una economía europea floreciente que había dejado atrás el Covid hacía mucho tiempo y que, una vez más, se enfrentaba al eterno dilema político de completar la unión monetaria. En palabras de uno de los economistas más influyentes y provocadores de nuestro tiempo, pensaba que podríamos volver a trabajar “en la construcción de un país para el Banco Central Europeo”². Pero a pesar del notable éxito humano, político y tecnológico europeo en la investigación médica y en la vacunación, la situación sanitaria sigue condicionando las perspectivas económicas y oscureciendo el clima social y político. La recuperación económica ha sido más lenta y menos intensa de lo previsto, la incertidumbre sobre las consecuencias de las nuevas variantes del Covid sigue siendo generalizada, el daño sobre nuestra capacidad productiva parece duradero y costoso de reparar. Y la inflación ha demostrado ser más aguda y persistente que puramente transitoria, y la interpretación dominante en los bancos centrales es cada vez más cuestionada. En resumen, la “nueva normalidad” aún no ha llegado, y parece más desafiante que nunca.

Sin embargo, hay claros motivos de satisfacción en Europa. Porque la Unión no sólo ha resistido, sino que ha salido reforzada. Ha demostrado ser útil. La Unión Europea ha evolucionado con esta crisis hasta convertirse en un actor político relevante en muchas áreas diferentes: sanidad, ciencia e investigación, trabajo y seguridad social, migración, política industrial, de competencia, regulación financiera y prudencial, estabilización fiscal y cambio estructural. La pandemia ha hecho más necesaria la Unión y más centralizadas sus políticas. Se ha hecho evidente que los ciudadanos europeos estarían mucho

¹ Fernando Fernández Méndez de Andés es profesor de Economía y Finanzas en IE University and Business School, y editor del Anuario desde su primera edición y de los dos informes temáticos anteriores sobre el euro.

² Uso una cita de Larry Summers 2018, en su discurso en la Conferencia del BCE en Sintra (Portugal).

peor sin ella. Pero con el éxito viene siempre el problema, o mejor dicho los problemas. Cada paso, en cualquier ámbito, hacia la definición de una política europea reabre el debate entre los federalistas y los escépticos, entre los políticamente motivados para crear el *ethos* político europeo y los que simplemente se mueven por la eficacia, por los resultados e insisten en la subsidiariedad como bloque fundacional de una Unión de Estados soberanos. Muchos argumentan que la Unión necesita reforzar sus competencias estratégicas; otros insisten en la urgencia de abordar su déficit democrático y su proceso de toma de decisiones, mientras que un grupo final destaca su naturaleza jurídica como una unión de Estados soberanos. Pero todos ellos estarían de acuerdo en que la Unión ha cumplido, ha respondido ante la amenaza de la pandemia; este brutal choque externo cuestionó su propia existencia, pero la Unión estuvo a la altura del desafío. Y ciertamente, sus líderes, Merkel, Macron y Von der Leyden, superaron el examen con honores. Lo que lamentablemente no significa nada para el futuro, ya que la primera se ha ido, el segundo se enfrenta a difíciles elecciones en abril y la tercera está a la espera de la realineación del consenso francoalemán.

Como era de esperar, a medida que la crisis Covid ha provocado una centralización europea de la política, la división europea se ha vuelto más profunda y, a veces, más conflictiva. Es un éxito notable sin embargo, que a pesar de las muchas tentaciones y de algunos conflictos innecesarios entre las autoridades locales, nacionales y europeas, ningún Estado miembro europeo haya sucumbido a la ilusión final de abandonar la Unión, ni siquiera se han arriesgado a plantearla³. Puede parecer ingenuo escribir esto mientras la Unión se enfrenta a dos Estados miembros por la primacía del derecho comunitario, pero ningún analista político espera que este enfrentamiento desemboque en un nuevo abandono de la Unión. Porque la pandemia ha puesto de manifiesto que solo los más valientes y decididos podrían quizás aventurarse a enfrentarse solos a un desafío semejante. La Unión Europea ha demostrado ser un seguro colectivo contra los conocidos peligros del nacionalismo, el sectarismo y la guerra, y también frente a los peligros desconocidos de una pandemia y otros posibles cisnes negros globales.

Pero la evolución de la Unión Monetaria Europea no puede considerarse un éxito igualmente indiscutible. En nuestro último Anuario del Euro ya elogiábamos a la Unión por su rápida y decidida respuesta política a la pandemia, que incluyó medidas fiscales, monetarias y regulatorias. Y nos preguntábamos “de todos los cambios políticos inducidos por la pandemia, ¿cuáles se mantendrán una vez que la crisis se atenúe? De todos los programas de emergencia implementados por la Unión Europea en el año de crisis de 2020, ¿cuáles se convertirán en componente permanente de la arquitectura de la Unión?”⁴ La verdad es que, en diciembre de 2021, no estamos mejor preparados para responder a estas preguntas fundamentales. Todavía no hemos comenzado a ana-

³ Con la única exención del gobierno regional de Cataluña en España, pero este es un asunto local sin interés europeo alguno, a pesar de nuestra natural inclinación y predisposición al suicidio político.

⁴ Anuario del Euro 2021, Resumen ejecutivo, p.13. Para una descripción detallada del conjunto de medidas adoptadas, véase la parte I. *La respuesta europea a la pandemia*, con tres artículos sobre asuntos políticos, monetarios y la reacción fiscal.

lizar las consecuencias no deseadas de las extraordinarias políticas expansivas adoptadas. No hemos abordado el drástico aumento de la deuda pública y privada⁵, y hablar de consolidación fiscal sigue siendo considerado prematuro por muchos gobiernos⁶, mientras aumentan las presiones para extender la favorable interpretación regulatoria que ha permitido que las tasas de morosidad bancarias permanezcan adormecidas y que muchas empresas zombies puedan seguir operando. Las políticas fuertemente expansivas continúa básicamente sin ser cuestionadas, a pesar de los crecientes signos de agotamiento y el aumento de las presiones inflacionistas. Y aún no se ha abordado ninguno de los bien conocidos defectos estructurales en el marco institucional de la Unión Europea.

No se ha avanzado en completar la unión monetaria y bancaria en ninguno de los cuatro ámbitos clave: (i) el Sistema Europeo de Garantía de Depósitos para evitar el bucle perverso de riesgo soberano y bancario, (ii) la reducción del riesgo mediante la limitación de la exposición de los balances de los bancos a su soberano de origen, (iii) la eliminación de las posibilidades de eludir el Mecanismo Europeo de Resolución mediante la aplicación de normas nacionales de solvencia en busca de clemencia a los acreedores nacionales y de protección para los débiles campeones nacionales, (iv) o de facilitar las fusiones y adquisiciones transfronterizas en el sector financiero. Esta breve lista de prioridades pendientes resume el consenso académico. Durante años se han puesto sobre la mesa de los responsables políticos infinidad de propuestas técnicas para abordar estas cuestiones, con múltiples matices diferentes para satisfacer las más variadas preferencias ideológicas. Muchos de nosotros esperábamos el año pasado que la Unión se viera finalmente obligada a avanzar al menos en algunos de estos aspectos. Pero no se ha producido ningún progreso.

Es comprensible que la pandemia haya monopolizado el debate político. Las autoridades han sido extraordinariamente creativas al proponer soluciones ad hoc, mientras han ignorado todo cambio estructural e institucional. El Programa de Compras de Emergencia por Pandemia del BCE, PEPP es sus siglas en inglés, es un ejemplo perfecto de lo que estamos diciendo. Ha evitado la posible fragmentación financiera de la Unión con el Covid, al tiempo que ha dejado intacta su debilidad estructural a largo plazo como consecuencia de la falta de un activo europeo seguro. Los mercados financieros europeos han sido abandonados a la voluntad del BCE. La Unión Europea siempre se ha construido a golpe de crisis, este es al menos el mantra oficial en Bruselas. Y esta larga y severa crisis pandémica puede ser otra oportunidad perdida para construir una

⁵ Incremento de deuda global del 227% del PIB mundial en 2019 al 256% en 2020. El endeudamiento de los gobiernos representó un poco más de la mitad del aumento, ya que la relación de deuda pública mundial saltó a un récord del 99 por ciento del PIB. La deuda privada de las sociedades no financieras y los hogares también alcanzó nuevos máximos. El aumento de la deuda en 2020 ya ha sido mayor que en 2007-9, durante la Gran Crisis Financiera, y será aún mayor en 2021. Ver el FMI entrada de blog por Vitor Gaspar, Paulo Medas y Roberto Perrelli, (<https://blogs.imf.org/2021/12/15/global-debt-reaches-a-record-226-trillion/>).

⁶ A pesar de los llamamientos cada vez más fuertes de los bancos centrales para una consolidación fiscal inteligente en el mediano plazo.

Unión Monetaria Europea más estable y, por lo tanto, con mayor probabilidad de permanencia en el tiempo. Este “modus operandi” a través de programas temporales de emergencia puede ser eficiente a corto plazo, pero a costa de aumentar las posibilidades de conflicto, de exponer a las instituciones europeas al riesgo político y de debilitar su legitimidad e independencia.

El mismo argumento se puede aplicar a la Unión Fiscal. Tras la suspensión de las normas sobre ayudas estatales y de los procedimientos de déficit y deuda excesivos del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, la política fiscal de la zona euro se convirtió en una barra libre de gasto público sin límite, mientras los programas de compra de activos del BCE aseguraban que no se abrían los diferenciales soberanos. Una política que tuvo un gran éxito cabría añadir, ya que los mercados se convencieron de que la Autoridad Monetaria estaba decidida a evitar una repetición de la crisis crediticia y de la deuda soberana y estaba dispuesta a intervenir todo lo que fuera necesario para neutralizar cualquier shock asimétrico producto de la pandemia. Un shock asimétrico que nacía de las muy diferentes estructuras económicas de los Estados miembros, y de los diferentes puntos de partida en sus posiciones fiscales y solvencia crediticia soberana. Esta era la política correcta para la Unión ante una emergencia exógena, más parecida a un conflicto bélico que a la Gran Crisis Financiera de una década antes. Pero el mantenimiento en el tiempo de esta política de emergencia es cuestionable, y lo que es más importante para el Anuario, la Unión no aprovechó para avanzar hacia la unión fiscal.

La UE ha puesto en marcha un programa fiscal histórico en Europa, el muy celebrado Next Generation EU (NGEU), para facilitar la financiación de proyectos europeos de transición energética y digitalización, al tiempo que permite abordar algunas de las restricciones nacionales para aumentar el crecimiento potencial. Pero hasta ahora, sigue siendo un programa extraordinario, no repetible, para abordar una emergencia, no la facilidad de estabilización macro que cualquier Unión Monetaria necesita. Y el debate sobre su naturaleza y extensión no ha hecho más que comenzar, con muchas esperanzas puestas en la posición del nuevo gobierno de coalición alemán. En consecuencia, la Unión sigue careciendo de una política fiscal para la zona del euro y no ha avanzado nada hacia un nuevo consenso sobre las reglas fiscales. Además, aunque el programa NGEU implica la emisión de grandes volúmenes de deuda europea, es cuestionable si constituye el activo seguro necesario para la Euro Zona, aunque solo sea porque es un programa único, una gran emisión pero no recurrente. Los políticos han subrayado la favorable acogida del mercado a este nuevo instrumento de deuda. Se colocó, y desde entonces se ha negociado, a precios entre los bonos soberanos alemanes y franceses. Esto era de esperar, pero la pregunta relevante es si llegará a tener el volumen, liquidez, profundidad y rango de vencimientos necesarios para convertirse en la referencia para los mercados financieros europeos, el activo europeo seguro, la unidad de mitad del riesgo. Y esto no puede suceder con un programa de deuda temporal.

La liquidez y la regularidad en la emisión de bonos son clave para el éxito de un instrumento de activo seguro europeo. La necesidad está ahí y la batalla institucional

européa por ser el emisor ha comenzado⁷. La Comisión Europea planea construir una curva de rendimiento completa mediante la emisión de valores con vencimientos que van desde los tres meses hasta los treinta años. También ha establecido una red de bancos colocadores principales para apoyar esas emisiones. Apuesta además por fomentar las finanzas sostenibles mediante la emisión de un tercio de esta nueva deuda como bonos verdes, consolidando así su liderazgo en ese segmento del mercado⁸. Pero una vez más, este ambicioso objetivo requiere un programa de deuda permanente, y no una emisión acogida a una excepción única a la obligación legal de presupuesto equilibrado de la Comisión. Y un Tesoro, no un grupo de trabajo.

Por lo tanto se podría argumentar que, si bien la respuesta de la política económica a la pandemia ha sido adecuada y coherente, coordinada internacionalmente, la Unión Monetaria Europea no ha utilizado la crisis para avanzar en su agenda estructural. 2021 ha sido estructuralmente un año sabático, un año en el que se han aplicado nuevas e importantes políticas, pero un año en el que la Unión parece haberse centrado exclusivamente en garantizar el éxito de la vacunación y la recuperación económica. Un optimista se justificaría en que la Unión priorizó correctamente la cohesión y la eficiencia sobre la finalización de la agenda europea. Y al hacerlo, ha ganado legitimidad y capital político para enfrentar los problemas más difíciles en mejores tiempos económicos. Pero un pesimista nos recordaría que los debates reales se han pospuesto precisamente porque no se ha podido converger un ápice hacia un nuevo consenso y las dos visiones opuestas de la unión monetaria siguen estando bien atrincheradas en sus respectivos rincones políticos y geográficos. Que se ha desperdiciado esta crisis para impulsar la reforma de la Unión.

El Anuario del Euro 2022 refleja esta ambigüedad. Por un lado, celebra las nuevas y trascendentales políticas introducidas. En ese sentido, la crisis del Covid ha fortalecido a la Comisión como un agente político líder en Europa y ha llevado a la reevaluación de la necesidad de un gobierno central para Europa. Pero, por otro lado, el estancamiento político ha continuado, al estar las políticas de la UE siempre dependientes de las decisiones nacionales y de la composición “correcta” de los gobiernos de los Estados miembros. Sí, hemos visto nuevos instrumentos políticos, pero no nuevas instituciones, ningún avance hacia nada parecido a un gobierno de la zona del euro, ni un ministro de Finanzas, ni siquiera una secretaría de deuda de la UE. A finales de 2021 sigue siendo cierto que la única institución realmente europea de la zona del euro es el BCE. Por lo tanto, el banco central ha seguido estando en el centro del debate político y se le ha invitado demasiado a menudo a ampliar su mandato tradicional, dada la ausencia de un instrumento alternativo.

⁷ Los emisores que podrían emitir futuros sobre un activo seguro en euros, en términos de sus calificaciones crediticias y sus volúmenes de emisión de bonos, son los Estados soberanos de la Euro zona mejor calificados y los nombres supranacionales europeos como el BEI, el MEDE, la FEEF y la Comisión Europea. *Time for euro safe asset futures?* ESM Blog de Jürgen Klaus, 12 de diciembre de 2021. <https://www.esm.europa.eu/blog/time-euro-safe-asset-futures>.

⁸ Christie, Claeys y Weil, *Next generation EU Borrowing: a first assessment*. Bruegel Policy Contribution N° 22/2021, noviembre de 2021.

Si el trabajo de un Banco Central nunca ha sido fácil, y su necesaria independencia de la intervención gubernamental no siempre está garantizada, como lo ilustran descaradamente los recientes casos de Turquía y México, la pandemia lo ha hecho más difícil aún. El mecanismo de transmisión monetaria sigue estando afectado por los daños producidos y no plenamente reparados por la Gran Crisis Financiera (GCF) en la solvencia y rentabilidad de los bancos, y cada vez más amenazado por la digitalización de las finanzas y la creciente importancia de los nuevos proveedores tecnológicos de servicios financieros. Por otra parte, el histórico aumento del tamaño del balance de los bancos centrales después de 10 años de expansión cuantitativa, QE en sus siglas en inglés, y de libre provisión de liquidez, ha dado lugar, entre otros daños colaterales, a la acumulación de una exposición a los emisores soberanos que socava su credibilidad y plantea un serio riesgo de dominancia fiscal que se ha convertido en una preocupación central para los participantes en el mercado. Y, por si estos problemas no fueran suficiente, los políticos presionados por la necesidad de resultados inmediatos han redescubierto “la belleza del dinero”, la extraordinaria capacidad a corto plazo de los bancos centrales para suministrar dinero y crédito y, por lo tanto tiempo, para capear cualquier tormenta. Pero también, la capacidad de los bancos centrales para dirigir el crédito a los bienes públicos objeto de deseo político, como la descarbonización de la economía, la inclusión de los más desfavorecidos o promover cambios en la distribución de la renta. El dinero siempre ha sido un poderoso incentivo, el dinero gratis una tentación irresistible. Y demasiados gobiernos, y no menos académicos, han caído presos de esta moderna versión del canto de Ulises. Las lagunas de la arquitectura institucional de la Unión Monetaria Europea han convertido al BCE en el objetivo inevitable.

La mayoría de los economistas consideran el despliegue del Fondo Europeo de Reconstrucción y Resiliencia (FERR) y la revisión de la estrategia monetaria del BCE las dos decisiones de política económica europea más destacadas de 2021. El lector encontrará muchas otras actuaciones políticas importantes y todos los detalles sobre las mismas en los diferentes capítulos del Anuario, pero sin duda estos son los dos temas definitorios de la UEM el año pasado. El Fondo de Recuperación y Resiliencia, piedra angular del NGEU, pone a disposición de las autoridades nacionales transferencias y préstamos por valor de 723.800 millones de euros para financiar los planes propuestos por los Estados miembros. A finales de 2021, 26 Estados miembros de la UE, todos menos los Países Bajos, habían presentado sus planes a la Comisión. El Consejo ha adoptado los planes de recuperación y resiliencia de 22. Con los primeros fondos desembolsados a los Estados miembros, la atención se centra ahora en la fase de aplicación⁹. Mucho se ha escrito sobre el NGEU. Desde la perspectiva española, parecería que es como un milagro. Proporcionará estabilización fiscal, crecimiento y transformación estructural sin coste alguno. No es un rescate y no impone limitaciones, ni restricciones a los responsables políticos. El dinero fluirá sin condiciones y se utilizará de manera inmediata, efectiva y productiva.

⁹ Ver COM (2021) 742, documento de trabajo de los servicios de la Comisión, Análisis de la economía de la Euro Zona que acompaña al documento, Recomendación del Consejo sobre la política económica de la Euro zona, de septiembre de 2021.

Pero me temo, que como siempre, la realidad siempre es un poco más amarga¹⁰. Y, a medida que pasa el tiempo, distintos analistas económicos y políticos se animan a expresar públicamente sus preocupaciones. Algunos cuestionan los largos retrasos en el desembolso de los fondos, apenas una parte marginal de la asignación inicial ha llegado a los países más de un año después de promulgado el programa y dos desde que la pandemia golpeó a Europa; otros dudan de la capacidad de absorción de los Estados miembros, de sus dificultades para recibir fondos a tal escala y velocidad y para poder darles un uso eficiente y productivo. El primer grupo subraya los largos retardos de la política fiscal. Un hecho bien conocido pero a menudo descuidado en la literatura económica, que ha limitado históricamente el papel de la política fiscal discrecional para la estabilización macro y su sustitución por los estabilizadores automáticos. El segundo grupo enfatiza la complejidad del diseño del programa NGEU, el resultado de difíciles compromisos europeos que se han traducido en reglas y procedimientos arcanos para la aprobación, desembolso y justificación de los fondos, y los riesgos legales inherentes. Pero también, el pobre historial de muchos Estados miembros en el uso de los fondos estructurales europeos. Algunos van aún más lejos y argumentan que los países simplemente han sustituido los fondos estructurales por las transferencias del programa NGEU y que el aumento neto de la financiación externa sería mínimo. De este modo, se pone en tela de juicio la adicionalidad marginal de los NGEU, una medida clave en cualquier fondo estructural.

Por lo tanto, a pesar de la satisfacción general con el FERR, los economistas han comenzado a reconsiderar su impacto e importancia. En el estilo tradicional de este Anuario, permítanme resumir mi propia evaluación crítica en algunos puntos centrales: (i) los fondos llegan demasiado tarde, cuando la mayoría de las economías europeas ya están experimentando un alto crecimiento, un bajo desempleo, un fuerte consumo privado y altas presiones inflacionistas. El Fondo de Recuperación y Resiliencia no estuvo disponible para suavizar el colapso de la producción y el consumo en 2020, ni para empujar la recuperación en 2021, cuando más se necesitaba. Pero puede contribuir a reavivar las elevadas tasas de inflación existentes en el momento en que los primeros desembolsos llegan a los Estados miembros, y a elevar las expectativas inflacionistas. (ii) el FERR ha demostrado no ser la herramienta de estabilización macro que la UEM necesita, un punto que no debe minimizarse al discutir su extensión y su posible rediseño. (iii) Como Fondo Estructural, el FERR adolece de problemas de “ownership”, ya que no aborda necesariamente los principales obstáculos al crecimiento potencial que son específicos de cada Estado miembro, no responde a sus prioridades específicas. En otras palabras, este Fondo NGEU es relativamente poco atractivo para muchos países receptores netos como sustituto de la ampliación de los fondos estructurales existentes. (iv) Al mismo tiempo, la falta de explícita condicionalidad ex ante hace que su conti-

¹⁰ Para un buen análisis de los riesgos y oportunidades, leer el informe elaborado por un grupo de destacados economistas españoles en Fedea. *El Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia: un resumen anotado*, <https://fedea.net/el-plan-de-recuperacion-transformacion-y-resiliencia-un-resumen-anotado/> Madrid, junio de 2021.

nuación sea igualmente poco atractiva para los países donantes netos. (v) Su alta proporción de transferencias, muy apreciada en cualquier mecanismo de estabilización, no es común en los fondos estructurales, que normalmente se establecen como facilidades de préstamo en condiciones concesionales para aliviar las fricciones financieras. Pero también requieren cierta coparticipación de los países receptores, lo que se conoce en la jerga de los especialistas como *“skin in the game”*, para garantizar que responden a sus prioridades y evitar el despilfarro y generar un insostenible gasto público recurrente. Finalmente (vi) existe una seria posibilidad de que el éxito del programa NGEU, y del gobierno que recibe los fondos, se juzgue solo en términos de la cantidad de dinero gastado, no por el impacto a largo plazo de los proyectos implementados. El debate político se centra en la capacidad de gastar rápido, más rápido que cualquier otro Estado miembro, fomentando así una carrera ridícula y contraproducente hacia el despilfarro.

La UE y la mayoría de los Estados miembros están revisando a la baja y retrasando en el tiempo el impacto macroeconómico del FERR¹¹. En contra de algunas expectativas, los fondos no han estado prácticamente disponibles en 2021, sólo se ha asignado un 7% y prácticamente no se ha gastado nada, y se desembolsarán a lo largo de 2022 y 2023, y se gastarán sobre todo a partir de 2023, ya que los proyectos de inversión significativos suelen conllevar grandes retrasos desde el momento de la autorización hasta su ejecución. El impacto macro dependerá no sólo de las cantidades invertidas, sino sobre todo de la naturaleza y la calidad de las inversiones, y hay que reconocer que la elaboración, gobernanza y contenido de algunos programas nacionales han suscitado muchos interrogantes¹². Al mismo tiempo, los economistas están redescubriendo la dura realidad del multiplicador fiscal de las infraestructuras de inversión: que el impacto a corto plazo sobre el crecimiento del PIB y el empleo es insignificante y sólo se vuelve positivo a medio y largo plazo¹³. Está claro que el NGEU no puede considerarse un programa de estabilización anticíclica.

En definitiva, el Fondo Europeo de Recuperación y Resiliencia, junto con el Programa Sure para financiar la explosión de las prestaciones por desempleo con la pandemia, la Línea de Apoyo a la Crisis Pandémica del Mecanismo Europeo de Estabilidad para financiar los drásticos aumentos en los gastos sanitarios y farmacéuticos, y el refuerzo del programa de garantías por parte del Banco Europeo de Inversiones, son todos ellos ejemplos de la extraordinaria respuesta fiscal de la Unión ante la pandemia.

¹¹ Ver por ejemplo la última conferencia de prensa de la presidenta del BCE tras la reunión de diciembre del Consejo, “La actividad económica se ha moderado durante el último trimestre del año y es probable que este crecimiento más lento se extienda a principios del próximo año... En comparación con nuestras proyecciones de septiembre, las perspectivas se han revisado a la baja para 2022 y al alza para 2023”. <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/shared/pdf/ecb.ds211216.en.pdf>

¹² Véase, por ejemplo, en el caso español el *EY Insights Esade, NextGenEU Observatory*, un seguimiento de la supervisión del Fondo Europeo de Recuperación y Resiliencia “para garantizar que se convierta en una verdadera fuerza de transformación”. <https://www.esade.edu/ecpol/en/key-topics/nextgeneu-spain-observatory/>

¹³ Valery A. Ramey NBER WP 27625, Las consecuencias macroeconómicas de Inversión en infraestructura, <http://www.nber.org/papers/w27625>, julio de 2020.

Extraordinario en velocidad, cantidad, cohesión y unidad. Pero han sido programas de una sola vez, líneas de emergencia para una emergencia humanitaria. A finales de 2021, queda por ver si se convertirán en políticas fiscales estructurales, en una parte integrante de la arquitectura europea. Para que eso suceda, se requerirán numerosas mejoras técnicas y mucha política.

En el contexto de la crisis del Covid, muchos economistas han elogiado a la UE por su activa política fiscal. Han destacado la diferencia con la austeridad que dominó la reacción a la GCF. Esto es para mí un sorprendente error conceptual. La política fiscal no puede ser la misma en una crisis humanitaria que en una crisis financiera. Una crisis humanitaria, como un conflicto bélico, exige un gasto urgente para aliviar el coste social y exige que todos los instrumentos políticos se desplieguen plenamente. Pero la confianza en el sistema no está en cuestión. No hay salidas de dinero de los bancos ni de los bonos soberanos. Y los inversores no están huyendo a un puerto seguro, ya que no hay ninguno, excepto con suerte la investigación médica y la vacunación masiva. Si en cualquier circunstancia se justifican las políticas keynesianas tradicionales es en una crisis humanitaria: no en una crisis financiera cuando la calidad y solvencia de los balances de los bancos comerciales, de los gobiernos e incluso de los bancos centrales están en el centro de la crisis de confianza. Emitir más deuda para pagar deudas anteriores tiene un límite, como lo demostraría cualquier aritmética financiera básica. Emitir deuda para aliviar daños ante un evento catastrófico es lo único sensato que se puede hacer. Hasta el límite de nuestra credibilidad, de la credibilidad combinada de la UE. Esto es lo que ha hecho, con razón esta vez, la Unión Europea.

Esta aclaración es para mí necesaria. Pero ha quedado confundida en un debate, más técnico, sobre la política fiscal apropiada en un entorno donde la tasa de interés natural se acerca a cero, en un estancamiento estructural. Sí, la política fiscal es más eficaz con tasas de interés negativas o nulas, y más necesaria también porque la política monetaria se vuelve menos efectiva cuanto más tiempo permanezca esta situación. Pero incluso en este caso, la política fiscal tiene un límite, la credibilidad a largo plazo de las cuentas públicas. Este equilibrio fiscal estructural y su variación neta en el tiempo, y su sensibilidad a diferentes escenarios de crecimiento y tasas de interés, es lo que se llama comúnmente espacio fiscal. Por eso a los Estados miembros se les recuerda constantemente la necesidad de crearse espacio fiscal, de acumular margen de maniobra en los años buenos para poder responder con sus propias políticas cuando vienen las vacas flacas, sin tener que esperar a que la política fiscal europea venga al rescate. Porque todavía no existe un mecanismo de estabilización fiscal para la zona del euro, y si lo hay, sin duda sería subsidiario de la estabilización interna.

El Banco Central Europeo aprobó por unanimidad su nueva estrategia de política monetaria en julio de 2021. La revisión se justificó en unas tendencias estructurales bien conocidas (globalización, digitalización, envejecimiento de la población y cambio climático), en cambios en la estructura y el funcionamiento de los sistemas financieros (en particular, el aumento de los intermediarios financieros no bancarios y el rápido crecimiento de las finanzas digitales y descentralizadas), en el largo período de tipos de interés cercanos a cero y la correspondiente expansión de los compras de activos (QE)

que ya no pueden considerarse políticas no convencionales después de su uso continuado durante más de 10 años. La nueva estrategia incluye dos revisiones fundamentales: un objetivo de inflación simétrico del 2%, lo que constituye un aumento de facto del objetivo, y el compromiso de una política monetaria especialmente contundente cuando la economía esté cerca del límite inferior. El BCE ha ampliado explícitamente su conjunto de herramientas para abarcar “la orientación sobre el futuro de la política monetaria, las compras de activos y las operaciones de financiación a más largo plazo, o cualquier otro instrumento, según proceda”. Y resalta que la estabilidad financiera es una condición previa para la estabilidad de precios. Por último, en el marco de su mandato, el BCE reconoce la necesidad de incorporar plenamente las consideraciones climáticas en su marco de política monetaria.

El objetivo de inflación simétrica es el punto central de la nueva estrategia, una reconsideración en línea pero no coincidente con el objetivo de inflación promedio adoptado por la Reserva Federal en su revisión de 2020. Implica aceptar que la inflación pueda estar por encima del objetivo durante periodos de tiempo considerables, como el que estamos experimentando actualmente en la zona del euro, e incorpora así una visión más retrospectiva de las expectativas de inflación. El peligro, por supuesto, es que cuando el BCE finalmente decida actuar para frenar la inflación, se puede ver obligado a subir más y durante más tiempo las tasas de interés. Pero es cierto que la estrategia anterior conllevaba implícitamente el simétrico problema de subir las tasas demasiado pronto, perjudicando así una recuperación incipiente. Pareciera así que el BCE está dispuesto a pecar de precavido, reaccionando exageradamente a las duras críticas recibidas por sus acciones en la última crisis. Porque para mí, el verdadero peligro de la nueva estrategia es que los riesgos no son simétricos; los costes de credibilidad anti-inflacionista del BCE no se distribuyen equitativamente. Actuar demasiado pronto reforzaría el sesgo antiinflacionista del BCE y ayudaría a la autoridad monetaria en el futuro. Actuar demasiado tarde, el riesgo dominante en la estrategia actual debilitaría la reputación y la credibilidad del banco central precisamente en un momento en que es esencial, dado el tamaño de la deuda soberana y el peligro de dominancia fiscal. Porque el impacto potencial en las finanzas públicas de un aumento de los tipos ya está en el centro del debate económico en Europa. Un problema común a cualquier banco central después de años de expansión cuantitativa, pero particularmente relevante en el caso del BCE por la falta de un mecanismo de estabilización fiscal a nivel del euro y de progreso en el Sistema Europeo de Garantía de Depósitos, por el peligro real de fragmentación financiera en la zona del euro.

La nueva estrategia responde a la que parecía la preocupación central de la política monetaria, el miedo a una deflación enquistada, precisamente en un momento en que las consecuencias inflacionistas de la extraordinaria expansión monetaria y fiscal se están haciendo evidentes. En ese sentido, por ejemplo, El-Erian, un prestigioso analista, inversor relevante y antiguo *policy-maker* escribía recientemente: “El desafío ahora es navegar por un terreno de política en el que la comunicación y la implementación se han vuelto significativamente más complejas por una mala interpretación fundamental

de la inflación como “transitoria”¹⁴. Mientras algunos otros economistas van mucho más allá y se preguntan si esta nueva estrategia no está fundamentalmente equivocada. Rajan, execonomista jefe del FMI y presidente del Banco Central de la India, resumió: “Los bancos centrales hoy en día son reticentes a ver la inflación como un problema... Claramente, el prolongado período de baja inflación después de la crisis financiera mundial de 2008 ha tenido una impresión duradera en la psique de los banqueros centrales. El peligro obvio ahora es que podrían estar luchando en la última guerra”¹⁵. Lo que equivale a considerar la nueva estrategia monetaria, común a la Fed y al BCE, no solo inoportuna sino equivocada, por mirar al retrovisor, por caer estructuralmente “por detrás de la curva”. Irónicamente, el BCE puede haber cambiado su marco de política justo cuando el propio régimen económico estaba cambiando. Un desafortunado paralelismo con NGEU.

En cualquier caso, lo cierto es que el BCE adoptó su nueva estrategia y un conjunto más amplio y diversificado de instrumentos de actuación en 2021. Un nuevo marco para hacer frente a una situación económica cada vez más compleja. Después del mayor estímulo monetario en la historia de la moneda única de Europa, el desafío para el BCE es ahora hacer frente a un aumento de la inflación, no tan transitorio como muchos esperaban, a niveles no vistos en más de 20 años. Mientras la actividad económica se desacelera claramente ante las nuevas preocupaciones sanitarias planteadas por la altamente transmisible variante Omicron. Y se procede a la reducción gradual de las compras de activos, hasta su total supresión, como se anunció después de la reunión del Consejo de Gobierno de diciembre. En definitiva, el BCE parece finalmente dispuesto a proceder a la normalización de la política monetaria, con nuevas ideas y herramientas, pero en un entorno mucho más difícil de lo previsto.

La inflación ha demostrado ser muy resistente y nos recuerda el célebre telegrama de Mark Twain al New York Journal en 1897, “Las noticias de mi muerte son claramente exageradas”. Las fuerzas deflacionistas estructurales están mostrando signos de agotamiento, mientras que las nuevas tendencias son claramente inflacionistas: (i) fuerte demanda reprimida debido a las medidas de contención del virus y confinamiento de la población, (ii) aumentos drásticos en los precios de la energía y otras *commodities*, tanto metales como alimentos, y perturbaciones persistentes en las cadenas de suministro que muestran las dificultades para ajustar la oferta y reconstruir la economía después del Covid, (iii) la autonomía estratégica, el llamado “*near shoring*” y otras políticas de gestión de la balanza comercial que restringen la competencia y disminuyen el excedente del consumidor, (iv) la transición energética y el precio de los derechos de emisión, incluidos los ajustes de carbono en frontera, (v) grandes aumentos en los salarios mínimos en mercados laborales rígidos que encuentran el mal equilibrio a tasas de desempleo elevadas y (vi) el énfasis político en cuestiones distributivas y consideraciones de riqueza relativa. Algunas tendencias anteriores pueden resultar efímeras, aunque muchas parecen más estructurales. Algunas pueden ser deseables y otras inevitables,

¹⁴ Mohamed El-Erian, *Project syndicate*, 2 de diciembre de 2021.

¹⁵ *Project syndicate* Raghuram Rajan, 21 de noviembre de 2021.

mas o menos atractivas en función de preferencias políticas personales. Pero en conjunto tienden a dar forma a un entorno inflacionista en el que las políticas del BCE serán técnicamente más difíciles de formular, políticamente más controvertidas y claramente más cruciales para la estabilidad de la zona del euro. Sobre todo porque todavía están pendientes algunos cambios institucionales y estructurales necesarios para completar la Unión Monetaria Europea. La Unión ha vivido esta pandemia bajo la ilusión de que con las compras de activos, el fondo europeo de reconstrucción y el activismo del BCE, la estabilidad y el crecimiento estaban garantizados. Este anuario lleva 10 años argumentando que una buena política económica es una condición necesaria pero no suficiente para una Unión monetaria duradera. Y tenemos que insistir en ello.

Decía el año pasado que “mientras que las políticas económicas todavía se centran en mantener o incluso amplificar el extraordinario impulso fiscal, y los bancos centrales insisten en extender la expansión monetaria durante todo el tiempo que sea necesario, el debate político se está desplazando tímida y gradualmente hacia la difícil cuestión de cómo implementar una estrategia de salida ordenada antes de que la estabilidad financiera esté en peligro y la inflación se extienda más allá de las posibles burbujas de activos hacia el mercado de bienes y servicios”. El BCE ha tardado otros 12 meses en iniciar un cambio de política¹⁶, la Unión sigue centrada en desembolsar rápidamente el Fondo Europeo. Pero esta orientación no durará el año 2022. En política económica se trata de predecir el futuro y evitar que los escenarios no deseados se materialicen. La Unión Europea y sus Estados miembros deberían reconsiderar sus políticas y prioridades fiscales antes de que los mercados comiencen a cuestionarlas, en un escenario de política monetaria y de tipos de interés muy diferente.

2. ASUNTOS PENDIENTES EN LA UNIÓN MONETARIA

Como nuestros lectores saben bien, este Anuario es un esfuerzo colectivo. Y he tenido la suerte una vez más este año de poder reunir a un buen número de excelentes colegas, que desde sus diversas trayectorias profesionales, perspectivas económicas y posiciones políticas, nos ofrecen su lectura del estado de la Unión Monetaria y sus ideas y propuestas para mejorar su funcionamiento. Al preparar el Anuario siempre he intentado escapar de la autosatisfacción, tan común en la política europea, y tratar de anticiparme a los difíciles debates que se avecinan. A beneficio del lector, que estará así equipado con una variedad de sólidos argumentos no solo para entender sino también para participar en el debate político. A tal efecto, este Anuario 2022, después de un capítulo inicial que describe el panorama político en una Unión en busca de su lugar en un nuevo mundo de gigantes económicos más asertivos y sin muchos escrúpulos, se organiza en las tres áreas tradicionales de política relevantes para nuestra visión de la Unión (monetaria, fiscal y regulatoria), pero cada una de ellas aporta nuevas y difíciles cuestiones al debate.

La parte I trata de la política monetaria. Explica en detalle la justificación y el contenido de la nueva estrategia del BCE, y luego se extiende a dos de las preocupaciones

¹⁶ Ver El euro en 2021, Resumen Ejecutivo, p.19.

más apremiantes de los mercados financieros, ¿es esta vez diferente con la inflación? ¿necesita la Unión una moneda digital oficial, una CBDC? El lector también encontrará en esta sección nuevos temas como ¿por qué debería preocuparse la política monetaria por el cambio climático? ¿Qué instrumentos son los más adecuados a tal efecto? Y una descripción rigurosa de cuál es la estrategia de la Unión en respuesta a la explosión de las monedas y los activos digitales, las *stable coins* y las finanzas descentralizadas, ¿deberían ser reguladas? y, en caso afirmativo, ¿cómo? La parte II describe y analiza la política fiscal anti-pandemia en la Unión y las implicaciones para los Estados miembros. Luego se pregunta si la UEM debería cambiar sus reglas fiscales, y en qué dirección. Un debate de suma importancia para España, pero también para todos los demás países, porque impactará en la previsible trayectoria de los saldos fiscales y, en consecuencia, en las perspectivas a medio plazo de la renta disponible, el empleo y la producción. Un último capítulo se pregunta si debemos preocuparnos por los niveles de deuda y la sostenibilidad fiscal, lo que parecía obligado dada la explosión de deuda pública que ha tenido lugar con el Covid. Por último, la parte III incluye un conjunto diverso de temas regulatorios con una dimensión europea. ¿Qué está haciendo la Unión, en todo caso, para orientar a los Estados miembros y a los intermediarios financieros a la hora de hacer frente a la posible explosión de la morosidad bancaria con el vencimiento de las moratorias de la pandemia? ¿Qué esperar en el tratamiento regulatorio del riesgo climático y cómo afectaría los niveles requeridos de capital y provisiones? y ¿cómo pueden los mercados de capitales contribuir a la consolidación del euro como moneda de reserva internacional?

En el capítulo 1, José I. Torreblanca y Pawel Zerka, del *European Council of Foreign Relations*, ECFR, escriben sobre *La autonomía estratégica de la Unión Europea*, la palabra de moda en todo discurso de la UE, “el objeto secreto del deseo”¹⁷ que nadie sabe realmente lo que significa. Así, los autores tratan de definirlo y darle contenido. Sugieren que el término resume la idea de que en un mundo donde las relaciones comerciales y económicas están siendo instrumentalizadas como arma de combate, al servicio de la competencia geopolítica, la UE debe aprender a mostrar su determinación y usar su fuerza. Una fortaleza que encuentran en el llamado poder blando de Europa, la atracción de su modelo económico y social y su capacidad como regulador, como creador de las reglas de juego. En este sentido, hay una dimensión económica, tecnológica, sanitaria, medioambiental y de defensa de la autonomía estratégica de Europa.

Debo confesar que personalmente me resulta difícil distinguir este término, y su amplio uso en la política europea, de la vieja visión mercantilista que impregna las políticas actuales; desde el “América primero” enunciado por Trump y continuado con Biden hasta el gaullista “Europa, siempre Europa” tan querido por Macron. Parece pues que sería uno de esos “miembros más orientados al mercado y abiertos al comercio que temen su tono proteccionista económico”. Los autores tienen razón en su conclusión: “En última instancia, el apoyo a la soberanía europea puede depender de si el público

¹⁷ Para evitar repeticiones innecesarias, en esta sección cada vez que se utilizan las comillas sin citación, el texto se refiere al artículo que se está comentando.

confía en la UE para marcar una diferencia positiva en sus vidas”. Y el clima político en Europa es tan inestable que el éxito no puede darse por sentado.

El término autonomía estratégica está definiendo la política actual en Europa porque la pandemia ha mostrado las limitaciones de las políticas domésticas para enfrentar los desafíos globales y proporcionar bienes públicos globales, pero también porque es muy útil para avanzar en una agenda federalista y de centralización política europea. El lector típico de este Anuario estará particularmente interesado en las dimensiones económicas y tecnológicas de esa estrategia de autonomía. En el primer caso, los autores sostienen que la UE tiene un claro interés en mantener un sistema de comercio internacional abierto y basado en normas. Pero el concepto de soberanía económica requeriría equilibrar las herramientas defensivas (es decir, los aranceles, las políticas de competencia o las normas de inversión) con una agenda positiva que comprenda y fomente sus interacciones con terceros países, (es decir, políticas industriales, diversificación del comercio, control de la IED). Además, los europeos tendrían que prepararse para las nuevas amenazas geoeconómicas emergentes (CBDC, por ejemplo) que pueden reescribir las normas internacionales.

En el ámbito tecnológico, el reto para la UE es doble, (i) crear un mercado y una capacidad industrial significativa en este sector, (una de las razones estructurales del Fondo Europeo NGEU) que son necesarios para ser un actor global, y (ii) mantener su autoridad reguladora dado el tamaño del mercado interior, el llamado “efecto Bruselas”. Pero la discusión actual sobre un tema crucial para el futuro de la tecnología, como por ejemplo son los estándares de protección de datos, es una muestra de las dificultades de este empeño, no solo por la fuerza de las viejas actitudes proteccionistas, sino también por el exceso de confianza europeo. En cualquier caso, parece difícil que sin un peso suficiente en la frontera científica, tecnológica y manufacturera, la UE pueda aspirar a seguir siendo la que establece las normas de funcionamiento y competencia en esos ámbitos.

Por cierto, los mismos argumentos se pueden aplicar al liderazgo actual de Europa en la lucha contra el cambio climático y la descarbonización de la economía. Sin la debida consideración de las implicaciones económicas y sociales para terceros países, sin políticas financieras globales que les apoyen, y sin que esas políticas estén ampliamente financiadas por la UE, es difícil imaginar que la transición energética pueda convertirse en una fuente de mayor poder blando para Europa. Mas bien pueden dar lugar al creciente aislamiento de la UE, ya que los costes de los altos precios de la energía y los alimentos extenderían las dificultades económicas y los problemas sociales más allá de las fronteras de la UE.

2.1. POLÍTICA MONETARIA, NUEVA ESTRATEGIA Y VIEJOS PROBLEMAS EN LA DIGITALIZACIÓN DE LAS FINANZAS

La primera parte del Anuario incluye un análisis detallado de la nueva estrategia monetaria del BCE, un debate sobre la inflación y un estudio de situación del lanzamiento del euro digital. En el capítulo 2, Pablo Hernández de Cos, gobernador del Banco de Es-

paña, escribe sobre la nueva estrategia de política monetaria del Banco Central Europeo. El TFUE establece el objetivo principal del BCE de mantener la estabilidad de precios en la zona del euro, pero deja a su discreción la definición exacta de “estabilidad de precios”, el objetivo¹⁸ operativo y cómo debe alcanzarse éste, cuestionen que definen la “estrategia de política monetaria”. Desde 2003, año en que se aprobó la estrategia anterior, la globalización, la digitalización, el envejecimiento de la población, el cambio climático y las innovaciones en el sistema financiero han planteado nuevos desafíos para la política monetaria. El gobernador pasa revista a estas tendencias y se centra específicamente en dos temas que considera particularmente relevantes, la caída de las tasas de interés reales de equilibrio y, como consecuencia, las limitaciones impuestas por el límite inferior a las tasas de interés. La caída de la tasa de interés natural¹⁹ significa que, para estabilizar la inflación, las tasas de interés reales y, por lo tanto, las tasas de interés nominales deben ser ahora más bajas. Esto no sería problemático si no existiera un límite inferior, si los tipos nominales pudieran ser tan negativos como fuera necesario, sin límite alguno²⁰. Pero no pueden, y eso introduce una asimetría en la conducción de la política monetaria.

Para superar esta asimetría, en 2014 el BCE, como la mayoría de los principales bancos centrales antes, introdujo un conjunto de “medidas de política monetaria no estándar: tipos de depósito negativos, el programa de compra de activos (APP), operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO) y una orientación a futuro sobre la trayectoria de los tipos de interés. Estos instrumentos tienen por objetivo minimizar el problema del límite inferior actuando sobre los tramos medio y largo de la curva de rendimientos o, en el caso de las TLTRO, incentivando directamente la oferta de préstamos bancarios a la economía real. “Estas herramientas no convencionales han sido eficaces para aliviar las condiciones de financiación y apoyar la inflación, el crecimiento económico y el empleo de la zona del euro. Sin embargo, a pesar de sus efectos expansivos, no han impedido que la inflación se mantenga persistentemente por debajo del objetivo del BCE durante la mayor parte de la última década”. Estos instrumentos se han convertido ya en un componente estándar del conjunto de herramientas actuales de la política monetaria.

¹⁸ Interesante a tener en cuenta que este capítulo considera relevante tener que explicar por qué el objetivo de inflación ha de ser mayor que cero. Y el autor ofrece tres razones distintas; (i) un objetivo positivo reduce la probabilidad de que los tipos de interés nominales se vean limitados por su límite inferior como resultado de un shock desinflationista; (ii) la inflación medida por el IAPC puede estar sujeta a un sesgo al alza al medir el aumento real del coste de la cesta de consumo (por ejemplo, debido a la mejora de la calidad del producto), lo que implica que un objetivo IAPC cero supondría una caída de facto de los precios; y (iii) deja espacio para posibles diferencias entre las tasas de inflación de los diferentes países.

¹⁹ La “tasa de interés de equilibrio”, a menudo llamado la tasa natural es definida como la tasa de interés real que mantiene la producción en su nivel potencial y la inflación estable en su nivel objetivo. Esta tasa de interés natural evoluciona dinámicamente dependiendo de la situación estructural y cíclica de la economía. Para una discusión sobre este concepto y sus implicaciones políticas, véase *El euro en 2021*, Resumen ejecutivo.

²⁰ El nivel de este límite inferior no es directamente observable y varía con el tiempo según la situación del sector financiero. En cualquier caso, representa un suelo para la tasa de interés del banco central.

Este capítulo resume la nueva estrategia del BCE en dos innovaciones fundamentales: (i) un nuevo objetivo de inflación simétrico a medio plazo del 2 %²¹. Simétrico en el sentido de que las desviaciones positivas y negativas de la inflación con respecto a la meta son igualmente indeseables; (ii) la necesidad de adoptar medidas de política monetaria especialmente enérgicas o persistentes cuando la economía esté cerca del límite inferior, para evitar que las desviaciones negativas del objetivo de inflación se hagan endémicas. Esta estrategia puede implicar un período transitorio en el que se sobrepase el límite, en el que la inflación esté moderadamente por encima de la meta. La nueva estrategia también incorpora una orientación prospectiva revisada: “el Consejo de Gobierno espera que los tipos de interés oficiales del BCE se mantengan en sus niveles actuales o inferiores hasta que veamos que la inflación alcance el 2% mucho antes del final de nuestro horizonte de proyección y de forma duradera durante el resto del horizonte de proyección, y consideramos que el progreso realizado en la inflación subyacente esté lo suficientemente avanzado como para ser coherente con la estabilización de la inflación en el 2% a medio plazo”.

Así, la nueva estrategia abre una nueva era en la política monetaria: (i) se concibe para evitar la deflación como si fuera un fenómeno estructural, y en ese sentido ‘compra’ la hipótesis del estancamiento estructural, y (ii) prevé una política monetaria más adaptativa y menos proactiva, y en ese sentido, ha sido criticada, como ya se ha señalado, por estar “mirando el retrovisor”. El fuerte aumento de la inflación en los últimos meses y en particular su persistencia, será la prueba de fuego de la nueva estrategia, una comprobación de su utilidad que llega mucho antes de lo previsto.

La nueva estrategia reformula el marco analítico del BCE y abandona sus dos famosos pilares (el económico a corto plazo y el análisis monetario a más largo plazo). El papel de los vínculos macro financieros en la evolución económica, monetaria y financiera actual exige que las decisiones de política monetaria se adopten ahora sobre la base de un marco integrado que reúna el análisis económico y el análisis monetario y financiero, centrándose en la información necesaria para evaluar el mecanismo de transmisión de la política monetaria. La comunicación de las decisiones monetarias desempeña también un papel importante en la nueva estrategia con vistas a alcanzar objetivos nuevos y más amplios, una comunicación más allá de los expertos en política monetaria y los profesionales del mercado²².

El cambio climático es parte integral de la nueva estrategia. Este capítulo presenta

²¹ El IPCA, índice armonizado de precios al consumo, sigue siendo el indicador más adecuado para medir esta meta de inflación. El índice ha demostrado ser oportuno y fiable (es decir, las revisiones son poco frecuentes), creíble y comparable a lo largo del tiempo y entre países. Sin embargo, el BCE recomienda la incorporación de los costes de la vivienda propia en el IPCA. Un proceso que podría llevar años debido a la necesidad de separar los componentes de consumo e inversión en los precios de la vivienda, donde solamente el primero es el relevante para la política monetaria.

²² No puedo evitar repetir lo que se escribe en este capítulo sobre el estado de las expectativas de los tipos de interés a finales de 2021, “sigue sin estar claro hasta qué punto los mercados han internalizado la condición de que la inflación debe alcanzar el objetivo mucho antes del final de nuestro horizonte de proyección y de manera duradera para el resto del horizonte de proyección”.

un análisis detallado de la justificación para que el BCE se embarque en este terreno con mayor intensidad y premura que cualquier otro banco central importante del mundo. En concreto, Hernández de Cos sostiene que el cambio climático puede afectar a la estabilidad de precios a través de al menos cinco canales. En primer lugar, podría perjudicar la transmisión de las medidas de política monetaria de los bancos centrales a las condiciones de financiación de los hogares y las empresas. En segundo lugar, podría reducir aún más la tasa de interés natural. En tercer lugar, tanto los eventos como las políticas de cambio climático pueden tener un impacto directo en la dinámica de la inflación. En cuarto lugar, los riesgos climáticos pueden complicar la correcta identificación de los shocks relevantes para la proyección de inflación a mediano plazo. Y quinto, la incertidumbre sobre la magnitud de los efectos del cambio climático y el horizonte en el que se desarrollarán en la economía puede agravar los efectos anteriores.

El BCE tiene la intención de pasar rápidamente del análisis teórico a las políticas climáticas en cuatro ámbitos fundamentales: (i) el análisis de la política monetaria y la modelización macroeconómica, (ii) el marco estadístico, mediante el desarrollo de nuevos indicadores experimentales que abarquen las exposiciones a los riesgos relacionados con el clima, (iii) la introducción de requisitos de divulgación de información para las entidades del sector privado, ya sea como un nuevo criterio de admisibilidad de sus activos o como base para un trato diferenciado con fines de garantía y compras de activos, y (iv) la evaluación de los riesgos relacionados con el clima en el balance del Eurosistema. De hecho, a partir de 2022 se realizarán pruebas de resistencia climática del balance del Eurosistema sobre la base de la metodología en curso del BCE para toda la economía. Además, el BCE incorporará criterios relacionados con el clima en su programa de compras de activos privados, pero no públicos.

Dado que cada una de estas acciones es controvertida, permítanme complementar esta visión oficial del BCE con alguna perspectiva de mercado, para que lectores informados puedan llegar a sus propias conclusiones. En primer lugar, el BCE se posiciona como el primer y más agresivo banco central en la adopción de políticas monetarias y regulatorias relacionadas con el clima. El impacto de tal decisión en la estructura, la rentabilidad y, finalmente, la solvencia del sistema financiero europeo puede no ser trivial. En segundo lugar, la lógica de adoptar medidas de política y, al mismo tiempo, seguir trabajando, analítica y empíricamente, en el diseño de metodologías, métricas e indicadores es cuanto menos ambigua. Y la secuencia temporal es contra intuitiva si no directamente errónea. En tercer lugar, existe la posibilidad de reversiones de las políticas, en la medida que las distorsiones creadas en los precios relativos de los diferentes activos se vuelvan insostenibles, especialmente cuando la orientación climática de las políticas de compra de activos se apliquen también a los bonos soberanos. En efecto, el hecho de que el BCE retrase la aplicación de las políticas climáticas a la deuda pública es un claro ejemplo de las incertidumbres de su impacto potencial. Y cuarto, la credibilidad y la independencia del BCE podrían verse dañadas a medida que el banco central se convierta en un instrumento para la consecución de deseables y cambiantes políticas económicas y sociales.

Este capítulo concluye con una revisión rápida de la reunión del BCE del 15 de diciembre de 2021, ya que brinda la oportunidad de evaluar cómo el nuevo marco estratégico ha respondido a los recientes desarrollos económicos y, sobre todo, al rápido aumento de la inflación. Las decisiones monetarias concretas adoptadas en esa reunión se describen en detalle en el texto del capítulo y no merecen más comentarios aquí, sino que nos limitamos a tratar de inferir algunas lecciones para la unión monetaria. En primer lugar, dadas las proyecciones e incertidumbres de crecimiento e inflación, el Consejo de Gobierno considera que la expansión monetaria sigue siendo necesaria para que la inflación se estabilice en el objetivo del 2% a medio plazo. En segundo lugar, se espera que el programa para mantener liquidez abundante al sector financiero, es decir las condiciones especiales aplicables en la tercera serie de TLTRO, finalice en junio de 2022, a pesar de la ansiedad del mercado sobre los posibles “efectos precipicio” al aproximarse esa fecha. Tal vez un reflejo de que la era de la financiación gratuita ilimitada ha llegado a su fin. En tercer lugar, los gobernadores ven la necesidad de mantener la flexibilidad y la opcionalidad en la aplicación de la política monetaria. La flexibilidad con las compras de activos más allá de la eliminación gradual del PEPP significa que las compras futuras en el marco de programas estándar podrían superar la regla de la “clave de capital”, si es necesario para evitar la fragmentación financiera²³. Y cuarto, la opcionalidad significa que el Consejo de Gobierno está dispuesto a ajustar todos sus instrumentos de política monetaria según corresponda “en cualquier dirección”. Una salvedad que en mis propias palabras, más directas, significa que si se demuestra que el BCE está equivocado y la inflación es más persistente, los tipos de interés podrían aumentar antes de lo previsto actualmente. Al respecto, concluye el Gobernador, “en las circunstancias presentes en diciembre, es muy poco probable que subamos las tasas de interés en el año 2022. En cualquier caso, esta orientación a futuro establece un plan de contingencia que determinará cuándo el BCE comenzará a endurecer su política monetaria”.

En el capítulo 3, Sofía Rodríguez Rico, y Jordi Galimany Valldosera, de Banco Sabadell, escriben *¿Es esta vez diferente? Inflación y política monetaria en el nuevo entorno post-Covid*. Revisan los indicadores tradicionales de las presiones sobre precios durante 2021, un fenómeno rápido e intenso que superó claramente las expectativas, y explican la posible contribución de los diferentes factores. Concluyen con una evaluación de las implicaciones para la conducción de la política monetaria en la zona del euro y en la estrategia de salida para reducir su sobredimensionado balance. Su descripción de la inflación en la zona del euro es bastante convencional, explicada principalmente por los componentes energéticos y “no se ha observado ninguna dinámica indeseable en la inflación subyacente, las expectativas de inflación ni los salarios”. Su descripción de los factores detrás del sorprendente aumento de precios incluye los sospechosos habituales: efectos base y problemas de medición, demanda reprimida y ahorro acumu-

²³ “De acuerdo con este análisis, la flexibilidad en las compras de PEPP permitieron aumentar significativamente el impacto del programa en los rendimientos soberanos de la zona del euro, especialmente en los países con primas de riesgo más elevadas”.

lados, escasez de mano de obra en sectores específicos (algunos de ellos posiblemente causados por el estímulo fiscal implementado que ha desalentado la oferta de mano de obra y creado incentivos para las jubilaciones anticipadas), el shock energético y los recurrentes episodios de aumento de la volatilidad de los precios.

El artículo también ofrece un interesante análisis de otras tendencias subyacentes que tienen un impacto significativo pero menos unidireccional sobre la inflación futura. (i) Una transición energética que no sólo ejercerá presiones al alza sobre el precio de los productos básicos, en particular en algunos metales (litio, cobalto, níquel y cobre) y productos básicos, donde alrededor del 50% del precio final está relacionado con la energía, sino que se alimenta del mecanismo de fijación de los derechos de emisión y los impuestos de ajuste de carbono en frontera, que son de naturaleza inflacionista. (ii) El proceso de digitalización que afecta a la inflación a través de muchos canales diferentes, como la disminución de los precios de producción de bienes y el aumento relativo de la demanda de bienes frente a la de servicios, el refuerzo de la competencia y transparencia de precios, pero también el aumento de poder de fijación de precios del “monopolista ganador que se lo lleva todo” en la lógica intrínseca a los modelos de negocio digitales, y el efecto sobre la productividad laboral. (iii) El papel de China y su transición económica, demográfica y energética que está transformando estructuralmente al país en un exportador de inflación, particularmente si cumple con sus promesas de descarbonización. (iv) La reconfiguración de las cadenas mundiales de suministro y las políticas de relocalización industrial, que pueden acelerarse políticamente pero que hasta ahora han tenido un impacto mínimo. Y finalmente, (iv) la demografía, donde los autores coinciden con aquellos economistas que encuentran que “una alta tasa de dependencia se asocia con mayores presiones inflacionistas” y creen que el shock positivo antiinflacionista experimentado en los últimos 30 años puede estar empezando a revertirse al alza, especialmente si se considera el impacto negativo en la productividad.

En cuanto al impacto del nuevo entorno inflacionista en la política monetaria, el capítulo se centra en la nueva formulación de la orientación a futuro (*forward guidance*) adoptada con la nueva estrategia monetaria del BCE. Enfatiza las tres condiciones que debe cumplir un eventual aumento de los tipos de interés (ya comentadas anteriormente). A continuación, destaca el carácter complementario de las políticas monetarias y macroprudenciales y enumera una serie de riesgos a tener en cuenta por el BCE: (i) la naturaleza global de la estabilidad financiera que le impide actuar unilateralmente, (ii) las vulnerabilidades existentes en los mercados globales (problemas de valoración en determinados activos, problemas de liquidez y profundidad en determinados mercados, mayor asunción de riesgos por parte de los no bancos, etc.), y (iii) el endurecimiento experimentado ya en las condiciones financieras mundiales en 2021, cuando la mayoría de las economías emergentes ya han subido tipos y algunas avanzadas seguirán su ejemplo, y la posibilidad de desvincular la zona del euro de estas tendencias globales.

En términos de política crediticia, la dificultad para el BCE radica en elegir el momento de la retirada de las medidas extraordinarias de liquidez para los bancos y la importancia de evitar los “riesgos de precipicio” con las TLTRO. Y hacen hincapié en

importantes aspectos macroprudenciales que deben tenerse en cuenta para garantizar que el desapalancamiento del BCE no dé lugar a una repetición de la contracción del crédito, como la definición exacta de los activos utilizados para satisfacer los crecientes ratios de liquidez regulatorios, la escasez estructural de activos libres de riesgo de la zona del euro y la dependencia de los mercados financieros mayoristas de la calidad y cuantía de las garantías. Una preocupación de la industria financiera que se hizo evidente con motivo del estallido “*taper tantrum*” de Bernanke de 2013. Y, por último, el capítulo argumenta la necesidad de mantener la cooperación entre las políticas fiscal y monetaria en este entorno cambiante de crecimiento e inflación y minimiza el riesgo de dominancia fiscal. Pide la continuación de los estímulos fiscales nacionales y de la UE y nuevas normas fiscales anticíclicas que refuercen el carácter estabilizador de las políticas fiscales y le otorguen un papel más destacado. Una opinión europea de consenso que contrasta un poco con la que se ha comentado anteriormente en este resumen.

La eclosión del dinero digital ha sido una cuestión clave en 2021. Aunque su volumen aún no ha alcanzado proporciones sistémicas, su tasa de crecimiento es impresionante y, ciertamente, el dinero digital ha alcanzado ya masa crítica suficiente para convertirse en una clase de activo propia que necesita regulación²⁴. Hay tres narrativas competitivas y complementarias que explican este desarrollo y ayudan a explicar su popularidad. Para algunos, el dinero digital significa libertad, libertad del monopolio de los gobiernos y los bancos centrales. En ese sentido, la tecnología ha hecho posible el viejo sueño de competir con dinero privado²⁵. Para otros, el dinero digital significa precios estables, ya que la oferta de dinero está técnicamente, algorítmicamente, limitada por diseño. En este sentido, el dinero digital será la realización del sueño monetarista puro, un retorno al patrón oro²⁶. Y, por último, para el inversor pragmático es simplemente el resultado de unos tipos de interés muy bajos durante mucho tiempo, un subproducto de la búsqueda de rendimiento y la especulación. En este sentido, ha sustituido a los bonos basura en la cartera de los inversores. En un escenario de aumento de las tasas de interés, su atractivo y precio disminuirán²⁷.

La digitalización de las finanzas es un fenómeno complejo que incluye muchos temas de interés diferentes; desde la digitalización de la banca y la aparición de nuevos

²⁴ Ver Blog del FMI 9 de diciembre de 2021, La regulación criptográfica global debe ser integral, consistente y coordinada, de Tobias Adrian, Dabeja He, y Aditya Narain, <https://blogs.imf.org/2021/12/09/global-crypto-regulation-should-be-comprehensive-consistent-and-coordinated/>

²⁵ Los partidarios de este argumento tienden a olvidar que el dinero privado fracasó en el pasado, básicamente, porque no podía proporcionar estabilidad de precios ni financiera. Véase Gary B. Gorton y Jeffery Y. Zhang, *Taming Wildcat Stable coins*, septiembre 30, 2021.

²⁶ Una vez más, sus defensores tienden a olvidar que el patrón oro fue casi universalmente abandonado porque condujo a la deflación estructural. Sin mencionar que la fe tecnológica en un algoritmo inmutable, absoluta y eternamente libre de manipulación me parece una vana ilusión.

²⁷ Las llamadas a la cautela sobre el dinero digital por los reguladores financieros son una indicación de su posible sobre valoración, incluso un potencial esquema Ponzi, un daño colateral del exceso de liquidez, y un riesgo para la estabilidad financiera.

proveedores digitales de servicios financieros hasta la descentralización de las finanzas y los desafíos a la existencia de registros centralizados, intercambios, cámaras de compensación e incluso bancos centrales; desde el floreciente mercado de criptoactivos después del “éxito” de bitcoin, hasta las monedas digitales estables y monedas digitales del banco central. No pretendemos ofrecer aquí un análisis exhaustivo de las finanzas digitales, sino más bien limitar nuestra perspectiva a lo que es más relevante para la política monetaria y financiera en la zona del euro. Y esa es, sin duda, la posibilidad de que el BCE emita un euro digital en un futuro próximo. Santiago Fernández de Lis, de BBVA, escribe el capítulo 4 que tiene el provocador título de *Euro digital: ¿un martillo en busca de un clavo?* El título, una conclusión en sí misma²⁸, resume el mensaje principal del autor, que cautelosamente deja sin escribir, hay demasiadas preguntas por responder antes de que el euro digital pueda ser una bienvenida realidad.

La idea de que los bancos centrales emitan algún tipo de efectivo digital se ha convertido recientemente en una posibilidad real. El tema fue discutido y olvidado hace años debido a los problemas relacionados con el anonimato y la interrupción de la intermediación financiera. Hasta que la amenaza de una poderosa BigTech (Facebook, ahora Metaverso) emitiendo una moneda estable cambió el debate. La crisis del Covid-19 ha acelerado la sustitución del efectivo y ha convencido a muchos bancos centrales de que deben ofrecer un medio de pago electrónico para evitar depender totalmente de proveedores monopólicos privados (Visa y Mastercard). Las consideraciones sobre la autonomía estratégica de Europa también tienen un peso sorprendente en el debate dentro de la Unión. El caso de China es muy diferente y bastante único y tiene más que ver con un sistema de pagos dominado por las grandes tecnológicas a medida que aumentan los temores sobre los riesgos emergentes en el sistema financiero “en la sombra”.

El diseño óptimo de un euro digital estará determinado por el problema que se pretenda resolver. Porque las CBDC se han justificado simultáneamente como cura de demasiados problemas: (i) la desaparición del efectivo, (ii) el fomento de la inclusión financiera, (iii) el aumento de la eficiencia de los sistemas de pago minorista, (iv) la mejora de la política monetaria, (v) la protección del dinero del banco central ante los dineros privados o las CBDC extranjeras, y (vi) finalmente, evitar crisis bancarias. Este capítulo presenta un análisis exhaustivo de las consecuencias de cada uno de estos objetivos en el diseño adecuado del euro digital. No intentaré resumirlo aquí, sino más bien presentar algunas de las principales conclusiones.

La Eurozona es testigo de una disminución en el uso de efectivo como medio de pago y un aumento en su uso como reserva de valor, con ambas tendencias probablemente acelerándose durante la pandemia. Exactamente lo contrario de lo que debería lograr el euro digital ideal y plantea la preocupante posibilidad de que “el euro digital tienda a reemplazar los depósitos en lugar de al efectivo”. Además, si bien la reducción

²⁸ Eso evoca un discurso de Christopher Waller, Gobernador de la Reserva Federal, llamado, *CBDC: Una solución en busca de un ¿Problema?* publicado en el americano Enterprise Institute, Washington DC, 5 de agosto de 2021.

secular en el número de sucursales bancarias puede dejar a algunos grupos sociales vulnerables desatendidos, es poco probable que el acceso a los servicios financieros pueda mejorarse con un euro digital en la zona euro, donde “la exclusión digital puede ser un problema mucho más preocupante que la exclusión financiera”. Además, las ineficiencias en el sistema de pago minorista no surgen en los pagos nacionales sino transfronterizos. Pero las CBDC no están diseñadas para un uso transfronterizo, donde las distorsiones potenciales son generalizadas: los no residentes podrían usarlas como reserva de valor, como lo hacen hoy con los billetes de dólar estadounidense o euro, debilitando el control nacional de la oferta monetaria, creando movimientos no deseados en el tipo de cambio real y externalidades negativas, especialmente en países con un alto grado de dolarización e instituciones débiles. En cierto sentido, todas las jurisdicciones de CBDC podrían convertirse en economías emergentes altamente volátiles, sujetas al capricho de los inversores digitales. Es cierto que las CBDC ayudarían al banco central a superar el problema del límite inferior de los tipos y, por lo tanto, facilitarían la política monetaria en una deflación, pero tasas claramente negativas sobre las tenencias de efectivo digital podrían considerarse un impuesto sobre el dinero, una forma de represión financiera que socavaría la legitimidad y la independencia de los bancos centrales.

Finalmente, está el argumento defensivo para las CBDC, ya que los activos digitales privados crean problemas considerables dependiendo de sus características. Por ejemplo, es más probable que la volatilidad de los criptoactivos tipo Bitcoin cree problemas de estabilidad financiera, pero menos fricciones relacionadas con la política monetaria o los ingresos de señoreaje. Las monedas estables, por el contrario, tienen más probabilidades de crear problemas relacionados con la política monetaria o el señoreaje. Y las CBDC extranjeras pueden crear los tres tipos de problemas. Este capítulo argumenta firmemente que la solución a los desafíos se encuentra más en una regulación inteligente del dinero digital privado que en la emisión de CBDC. Una conclusión compartida por reguladores internacionales como el FMI o el BIS²⁹.

La publicación del informe digital sobre el euro en octubre de 2020 desencadenó un debate sobre la base jurídica para su emisión, ya que el artículo 128 del TFUE solo se refiere a los billetes y monedas. Un tema especialmente complejo en la zona del euro debido a las complicaciones políticas de cualquier cambio legislativo. Tal como se publicó, el euro digital estaría diseñado para ser un medio de pago, y no una reserva de valor. Se están considerando varias opciones para reducir la sustituibilidad entre el euro digital y los depósitos, en particular límites máximos a su tenencia e incentivos en términos de remuneración. Los topes son el mecanismo más obvio, con tenencias limitadas a las necesidades normales de transacción (se han mencionado 3.000 €). Por lo que se refiere a la remuneración, el BCE parece inclinarse por una estructura a dos niveles, en la que un importe inicial por debajo de un determinado umbral puede disfrutar de una remuneración de mercado y el exceso de tenencias se penalizaría con un tipo inferior.

²⁹ Ver el prólogo de Cartens del BIS Quarterly Review, diciembre 2021, y el artículo *DeFi risk and the decentralisation illusion*, de Sirio Aramonte, Wenqian Huangy Andreas Schrimpf.

Además, todo parece indicar que el euro digital se diseñará de una manera que evite el anonimato, o más probablemente que se apliquen fuertes normas de protección de la privacidad solo por debajo de ciertos umbrales. Al mismo tiempo, la trazabilidad garantizará que las transacciones puedan ser investigadas si así lo exige la ley.

En conclusión, los argumentos a favor del euro digital han ganado fuerza con la crisis financiera, esta pandemia y los últimos desarrollos en el ecosistema digital. Pero los riesgos no deben minimizarse y dependen fundamentalmente de las modalidades de uso y puesta en marcha. La posición pragmática del BCE parece limitar estos riesgos, en la medida en que el euro digital no está destinado a sustituir los depósitos o interrumpir la intermediación financiera, sino que se basará en una asociación público-privada. Bancos y otros intermediarios financieros mantendrán la relación final con los clientes y ofrecerán servicios de valor agregado como el registro y la custodia. Sin embargo, persisten riesgos considerables y el BCE “tendrá que alcanzar un equilibrio muy delicado: diseñar un euro digital que sea lo suficientemente atractivo como para reemplazar (parcialmente) al efectivo, pero no tanto como para reemplazar los depósitos. Para abordar este problema, los límites a las tenencias digitales en euros son preferibles a una estructura escalonada de remuneración”. Porque la emisión del euro digital reforzará el hecho de que el dinero del banco central es el único activo seguro, socavando la confianza en la seguridad de los depósitos y potencialmente acelerando las corridas bancarias en crisis. Los límites a las tenencias actuarían como un interruptor automático, pero las autoridades tendrían que mostrar una gran determinación para resistir las presiones políticas para aumentar o eliminar dichos límites, especialmente en momentos de crisis. Las CBDC también pueden socavar la independencia del banco central, ya que cuantas más funciones tenga un banco central, menos clara será su misión y más complicada será su rendición de cuentas, socavando así su independencia.

2.2. *REPENSAR EL PAPEL DE LA POLÍTICA FISCAL EN UNA UNIÓN MONETARIA.*

La Parte III del Anuario analiza el extraordinario esfuerzo fiscal puesto en marcha por el Área Euro (EA) en respuesta al Covid, pero también sus costes en términos de aumento de deuda y vulnerabilidad a las tasas de interés. Anticipamos el debate sobre las reglas fiscales porque es hora de mirar el futuro de las finanzas públicas. Y cerramos la sección con un análisis de la sostenibilidad de la deuda pública. En el capítulo 5, *Política fiscal en la UE después del Covid: nuevos retos y oportunidades*, Cristina Herrero, presidenta de AIREF, la autoridad fiscal independiente de España describe los planes de recuperación implementados por la UE para amortiguar las consecuencias económicas y sociales de la pandemia y evalúa los extraordinarios retos fiscales a los que se enfrenta la zona euro. A saber, cómo retirar las medidas de emergencia diseñando una respuesta específica para apoyar una recuperación inclusiva al tiempo que se garantizan niveles de deuda pública sostenibles y se reconstruyen los espacios fiscales para permitir políticas de estabilización macroeconómica.

La respuesta política demuestra la eficacia de las políticas fiscales para mitigar shocks graves. Pero el esfuerzo ha sido extraordinario. Se espera que el déficit de la EA alcance el 7,1 % en 2021 y la deuda pública ha aumentado a niveles sin precedentes, cerca del 100% del PIB en 2021. Y se ha ampliado la heterogeneidad entre países, renovando la brecha fiscal. Es cierto que esta vez la reducción del riesgo se enfrenta a tres vientos de cola favorables: (i) un crecimiento rápidamente reanudado a pesar de todas las incertidumbres, (ii) unos tipos de interés que se mantendrán muy bajos, incluso permitiendo un aumento modesto en el horizonte de planificación, y (iii) unas inversiones y reformas del NGEU que ofrecen una oportunidad extraordinaria para abordar los cuellos de botella estructurales pendientes. No obstante, los retos que se avecinan son importantes y, utilizando a España como ejemplo, la persistencia de un diferencial positivo de crecimiento real sobre los tipos de interés no hará bajar por sí sola la ratio de deuda. De hecho, los niveles de deuda se mantendrán en niveles elevados, cercanos al 115 % en las próximas décadas si no se adoptan medidas adicionales de consolidación, y llegarán al 190 % del PIB en 2050 si tenemos en cuenta las consecuencias del envejecimiento de la población³⁰.

Las respuestas nacionales de política fiscal a la pandemia revelan un alto grado de heterogeneidad entre los países que puede explicarse por las diferencias en (i) el impacto económico de la pandemia, (ii) el tamaño de los multiplicadores automáticos y (iii) la composición nacional de las medidas. Algunos países respondieron con medidas fiscales y de gasto público directas (con un impacto inmediato en los déficits presupuestarios), mientras que otros utilizaron mecanismos extrapresupuestarios, como garantías públicas o recapitalizaciones, que sólo tendrían un impacto a largo plazo en los déficits si se materializaran. Utilizando su propio indicador del impulso fiscal³¹, el artículo subraya la importancia del espacio fiscal ex ante. Los países con mejor historial fiscal y credibilidad pudieron inyectar dinero directamente. Los países con saldos fiscales históricamente malos sólo pudieron ofrecer garantías. La consecuencia, según mis propias palabras, es muy significativa. Los países que carecen de credibilidad fiscal son más vulnerables a las incertidumbres que afectan al crecimiento futuro y a los tipos de interés. Y dependen de la voluntad implícita de la UE de acudir a su rescate, en caso de que sea necesario activar las garantías. Un hecho que puede explicar el intenso debate sobre las reglas fiscales y el mecanismo de estabilización macro.

En las secuelas del Covid, la consolidación fiscal es, por lo tanto, una necesidad y tendrá lugar en un escenario macro más apremiante de lo que se anticipa. Los episo-

³⁰ Si el déficit primario estructural se mantuviera en el nivel previsto para 2024 -el 2,5% del PIB en el caso de España- y suponiendo un crecimiento nominal medio del 3,3% y unos tipos de interés implícitos incluso inferiores al mínimo registrado en 2021, la contribución positiva del diferencial interés-crecimiento a la reducción del ratio de endeudamiento (58 puntos acumulados en 2050) no sería suficiente para compensar el déficit primario estructural (80 puntos acumulados en 2050). El gasto en pensiones asociado a la transición demográfica podría aumentar el ratio de endeudamiento en 54 puntos en los próximos 30 años si no se toman medidas para afrontarlo, lo que acercaría los niveles de deuda al 190% del PIB.

³¹ La relación entre la variación de los saldos presupuestarios primarios y la variación del crecimiento del PIB observada de 2019 a 2020.

dios de consolidación han sido poco frecuentes en la historia económica moderna. En Europa destacan los casos recientes de Irlanda y Bélgica. Estos casos nos dejan algunas claras lecciones. En primer lugar, el crecimiento económico es una condición necesaria. En segundo lugar, las medidas deben aplicarse tanto en lo que respecta a los gastos como a los ingresos. En cuanto a lo primero, una revisión en profundidad de la calidad del gasto público para mantener el gasto más productivo, que no debe confundirse con la conservación de todo el gasto contabilizado como inversión. En cuanto a lo segundo, una revisión exhaustiva de la fiscalidad con el crecimiento potencial como principal preocupación, incluyendo una evaluación exhaustiva de los gastos fiscales y la adopción de impuestos menos distorsionantes. Y, en tercer lugar, la consolidación puede ser mucho menos costosa si va acompañada de políticas adecuadas que impulsen la productividad y fomenten el crecimiento potencial (es decir, reformas de las pensiones y del mercado laboral). Los fondos NGEU ofrece una oportunidad histórica que no debe desperdiciarse para una estabilización exitosa, pero deberán ser fiscalizados y evaluados cuidadosamente.

La reforma de las reglas fiscales europeo es un elemento necesario para garantizar la sostenibilidad. Sus problemas son bien conocidos: (i) complejidad innecesaria de las normas y procedimientos; (ii) incapacidad para prevenir políticas fiscales procíclicas; (iii) excesivo enfoque a corto plazo de la orientación y la supervisión fiscales; y (iv) falta de apropiación política. La Comisión relanzó el debate público sobre la revisión de la gobernanza económica de la UE en octubre de 2021. Dadas las diferentes posiciones entre los Estados miembros, un cambio legislativo profundo parece poco probable, pero aún así, una reforma significativa puede ser viable. Aunque su contenido sigue siendo polémico, y no se ha llegado a un consenso. Este capítulo muestra su preferencia por un marco más simple en forma de (i) un compromiso con un ancla de deuda a mediano plazo, (ii) una regla de gasto como instrumento intermedio y (iii) una cláusula de escape única. El objetivo de deuda podría establecerse con una metodología común a nivel nacional, con factores específicos de cada país que determinen tanto el objetivo final como el ritmo del ajuste. Los compromisos plurianuales de gasto para toda la legislatura podrían ser la regla operativa, ya que pueden ser observados y monitoreados directamente. Esta estrategia debe basarse en un marco presupuestario a mediano plazo más sólido, fiscalizado y evaluado por instituciones fiscales independientes.

La reforma del marco fiscal es el objetivo específico del capítulo 6 escrito por Grégory Claeys y Maria Demertzis, de Bruegel, con el título, ¿Un retorno a qué reglas fiscales? Defienden la necesidad de reconstruir el consenso fiscal tras la suspensión de las normas durante la pandemia y abogan por una política fiscal más activa, que incluya un objetivo adicional, “influir en la composición de las políticas fiscales de los países de la UE”. Una declaración muy fuerte que justifican en las grandes inversiones necesarias para la transición verde y digital, pero también en el reciente debate académico sobre la “deuda buena” y el renovado atractivo de la vieja “regla de oro”.

Su posición en favor de un rol mucho más activo de la política fiscal se puede resumir en tres argumentos principales. Primero, la amenaza de deflación y la caída estructural de la tasa de interés natural hace que la política monetaria sea menos eficaz pero

refuerza el impacto de los estímulos fiscales y requiere la coordinación de ambas políticas, contrariamente a la teoría tradicional que enfatiza su naturaleza compensatoria. En segundo lugar, la fuerte pro-ciclicidad observada por la política fiscal en la eurozona es debida no sólo a las reglas existentes sino también a la realidad política. Y tercero, el insuficiente volumen de inversión en la EA, muy bajo en comparación con otras economías desarrolladas, especialmente después de la gran crisis financiera (GCF). Es habitual que toda consolidación fiscal se traduzca en una contracción de la inversión pública, una contracción que es mucho mayor que la caída del consumo público. Un hecho inequívoco, pero se podría argumentar que está más relacionado con las restricciones financieras y políticas que con las reglas fiscales. Y puede describirse de manera muy diferente, en las crisis los gobiernos optan por proteger la red de seguridad de los más vulnerables a costa de aceptar un cierto deterioro de la capacidad productiva. En cualquier caso, es difícil entender por qué las normas fiscales deberían versar sobre este asunto. Y la UE se equivocaría al suponer que la extraordinariamente expansiva política monetaria se mantendrá indefinidamente, y por lo tanto en incorporar este hecho temporal a la regla fiscal. Equivaldría a suponer que el dinero ya no es un recurso escaso, y que la liquidez no impacta en los precios.

Los autores exponen distintos procedimientos para que el marco fiscal europeo influya en la composición de las políticas fiscales de los Estados miembros. En particular, cómo ajustar el marco para inducir a los Estados miembros a invertir masivamente en la transición ecológica. Y se manifiestan a favor de una regla de oro verde, que excluya la inversión verde neta de los indicadores de déficit fiscal de la UE. Conscientes de las oportunidades de manipulación y creatividad contable, los autores proponen algunas limitaciones ad hoc a una norma verde (i) una cantidad máxima de inversión verde exenta por país, relacionada con la “brecha de inversión verde” determinada cada año como parte del Semestre Europeo; (ii) normas contables claras con arreglo a la taxonomía de la UE para las finanzas sostenibles aprobada en julio de 2020. Es fácil ver cómo estas potenciales limitaciones solo acabarían creando conflicto y discrecionalidad. Finalmente, los autores proponen hacer de NGEU un fondo permanente centrado en la inversión estructural, financiado por deuda, lo que lo haría irrelevante como instrumento de estabilización macro.

La adopción de normas fiscales de la UEM que afecten explícitamente a la composición de las políticas fiscales nacionales, sean normas obligatorias, prohibiciones o incentivos a determinado tipo de gastos para los Estados miembros, supone un cambio de régimen. No solo es un punto muy controvertido, sino en mi opinión un paso innecesario, excesivo, hacia una unión fiscal centralizada. Y claramente cuestionable bajo el marco legal actual. También me sorprende un poco la insistencia en que las reglas fiscales garanticen que haya dinero suficiente para la provisión de ciertos bienes públicos de “mayor calidad”. Mis objeciones son múltiples: (i) las reglas deben diseñarse para tiempos ordinarios; las circunstancias extraordinarias requieren exenciones a la regla, cláusulas de escape para cisnes negros. Exactamente lo que la UE ha hecho correctamente durante la pandemia, cuando suspendió las normas presupuestarias y el BCE aplicó el PEPP; (ii) la digitalización y la descarbonización son bienvenidas, pero

se me ocurren muchos otros bienes públicos tan apremiantes y deseables (como por ejemplo, la reducción de la pobreza, de la disparidad de ingresos por país, género, etc., la brecha de ingresos per cápita norte-sur) que no tienen garantizada la financiación, como no podría ser de otra manera. Las normas de la UE no deben promover políticas concretas, sino simplemente velar por que las prioridades definidas políticamente no comprometan la sostenibilidad fiscal del conjunto de la Unión, (iii) priorizar determinados tipos de gasto en las reglas fiscales solo conducirá a falta de transparencia, conflictividad política, discrecionalidad contable y creatividad en las definiciones ad hoc (de “inversión verde”, “necesidades sociales”, “reformas que mejoran el crecimiento”, etc.). Estos es precisamente lo que llevó en el pasado al abandono de la regla de oro. Y finalmente (iv) una objeción práctica, la mayoría de las crisis de balanza de pagos y deuda comienzan con las mejores intenciones, ya que se justifica el abandono de la solvencia fiscal en la urgencia de financiar necesidades sociales extremas. La GCF debería habernos enseñado que el Área Euro no es inmune a este “pecado de mercado emergente”.

Este capítulo incluye una lista de principios rectores para la reforma del marco fiscal. Las nuevas normas deberían: (i) ser sencillas, fáciles de entender y supervisar por cualquier parte interesada; (ii) alejarse de las variables no observables, en particular el déficit estructural o *output gap*; (iii) centrarse en desviaciones significativas, sostenidas y potencialmente peligrosas; (iv) seguir siendo específicas por país en lo que respecta a los objetivos de mediano plazo, mientras que el objetivo a largo plazo, el límite del 60 % del PIB para la ratio de deuda pública, podría seguir siendo universal tal como lo estipula el TFUE; (v) adoptar una perspectiva de mediano plazo, (vi) hacer que las cláusulas de escape sean automáticas, activables en circunstancias previamente acordadas; (vii) tomar en consideración el momento de la política monetaria; y finalmente (viii) no ser simétricas ni diseñarse para evitar superávit fiscales. Estos criterios de reforma son muy similares a los presentados en el capítulo anterior, excepto por la interacción entre la política fiscal y monetaria y son un buen resumen del consenso técnico existente sobre los principios rectores de toda reforma. Los problemas aparecen, como siempre, cuando se trata de acordar la aplicación específica de estos principios en normas concretas.

La parte fiscal termina con el capítulo 7 de Alicia Coronil Jónsson, de Singular Bank, *Deuda soberana en la UEM, ¿deberíamos preocuparnos?* Este capítulo presenta mucha información cuantitativa relevante sobre los efectos fiscales de la crisis. En suma, desde marzo de 2020, los gobiernos han adoptado estímulos fiscales por valor de 16 billones de dólares (aproximadamente el 19% del PIB mundial en 2020) y los principales bancos centrales han registrado un aumento agregado de US\$ 7,5 billones en sus balances. La extraordinaria respuesta fiscal ha llevado a un grave deterioro de las posiciones fiscales y de la sostenibilidad de la deuda, a partir de niveles ya muy altos después de la crisis financiera. Según los últimos datos del Instituto de Finanzas Internacionales, al cierre del segundo trimestre de 2021, la deuda global total ascendía al 353% del PIB mundial, aproximadamente un 34% superior a su nivel pre-COVID-19.

Esta expansión fiscal sin precedentes no habría sido posible sin la acción decisiva del BCE. A saber, la aprobación del Programa de Compras de Emergencia Pandémica

(PEPP) en marzo de 2020, que ascenderá a €1,85 billones en el momento de su retirada en 2022. El BCE ha sido vital para mantener los costes de financiación de los soberanos en niveles muy bajos y para evitar tensiones crediticias en los Estados miembros más débiles. Las compras de bonos del BCE entre 2020 y 2021 prácticamente han cubierto en su totalidad la emisión neta de deuda pública³².

Las crecientes presiones inflacionistas en la economía mundial en 2021 han impactado en los mercados de deuda soberana de Europa y Estados Unidos, que han experimentado altos rendimientos en rentabilidad desde principios de año, especialmente para vencimientos más largos. El aumento de las expectativas de inflación en los últimos meses del año y el cambio a políticas menos acomodaticias por parte de los principales bancos centrales, han vuelto a elevar los rendimientos. La transición desde tipos de interés muy bajos plantea nuevos interrogantes para las previsiones presupuestarias y la consolidación fiscal de los Estados miembros de la EA. La enorme heterogeneidad entre los Estados miembros de la UE puede añadir nuevos elementos de discrepancia al debate sobre la reforma de las normas de disciplina presupuestaria.

Este capítulo refuerza la idea de que la sostenibilidad de las posiciones fiscales y de deuda está fuertemente supeditada a los escenarios de crecimiento y tasas de interés y a las tendencias demográficas, todas ellas mutuamente interrelacionadas. Un análisis de la OCDE indica que el diseño actual de los sistemas de pensiones podría aumentar las presiones fiscales en casi 8 puntos porcentuales del PIB en promedio entre 2021 y 2060. Al mismo tiempo, un aumento permanente del 1% en las tasas de interés globales agregaría entre 1 y 1,5 p.p del PIB a la presión fiscal en los países con la posición de deuda neta más alta. La autora considera que la pandemia podría ser un catalizador para repensar el diseño del Estado del Bienestar y adaptarlo a las nuevas circunstancias y resume, con España en mente, los cambios necesarios en las siguientes prioridades: (i) desde un punto de vista laboral, sería necesario añadir mayores elementos de flexibilidad al mercado de trabajo, mejorar la eficacia de las políticas activas de empleo y centrarse en la calidad del sistema educativo; y (ii) las pensiones deben adaptarse a la nueva realidad demográfica a través de la extensión de la vida laboral más allá de las edades actuales de jubilación y un nuevo modelo de financiación que incluya la capitalización privada.

2.3. CUESTIONES EN REGULACIÓN, DESDE LOS LEGADOS DE LA CRISIS HASTA LOS NUEVOS RETOS

La parte III del Anuario examina específicamente algunos nuevos desarrollos en la regulación de los mercados financieros, en los que la Unión actúa como catalizador y creador de normas. Pero la regulación europea debe evaluarse en un contexto internacional. Esta sección empieza con un capítulo sobre las heridas dejadas por la GCF en los balances de los bancos y presenta las lecciones aprendidas para gestionar su potencial

³² Por ejemplo, la autoridad monetaria ha adquirido el 100% de la deuda neta emitida por Bélgica en 2021, el 99% por Francia, el 93% por España y el 86% por Italia.

deterioro, una vez que se levante la extraordinaria benevolencia de la reglamentación de crisis. A continuación, se presenta un capítulo sobre las implicaciones regulatorias de la lucha contra el cambio climático, ¿qué pueden esperar los bancos de los reguladores en el campo del riesgo climático? Y termina con un capítulo preguntando si hay algo que las autoridades monetarias puedan hacer para aumentar el atractivo del euro como moneda de reserva internacional.

En el capítulo 8, Reiner Martin, Piroska Nagy-Mohacsi, Elina Ribakova y Jonathan M. Fortun Vargas del International Institute of Finance y LSE, escriben sobre *Préstamos morosos: ¿del ‘Tsunami’ al optimismo y luego a la ‘Ola’? - Lidiar con los préstamos dudosos en tiempos de COVID*. Con el Covid, los temores de un rápido empeoramiento de la calidad de los activos bancarios fueron generalizados en los bancos centrales. Pero el esperado ‘tsunami del NPL’ no se ha materializado; la imparable oleada de morosidad en empresas y hogares más expuestos a medidas de confinamiento y restricción voluntaria de la demanda, y la posterior contracción del crédito, no ha tenido lugar. Gracias a políticas monetarias y fiscales contundentes, enfocadas a sostener rentas y preservar empleos y empresas. Pero no habrían sido suficientes sin una acción regulatoria complementaria. Un elemento distintivo de las políticas anticíclicas esta vez fue la efectiva inclusión de políticas financieras macro y micro prudenciales. Políticas orientadas explícitamente a facilitar la capacidad de los bancos para prestar y proteger la calidad de los activos bancarios. Con la crisis bancaria y de la deuda soberana aún fresca para los responsables de la formulación de políticas y para los inversores, el buen funcionamiento del sistema bancario se consideró, con razón, crucial.

En el momento de la pandemia, la EA había avanzado mucho en la resolución de los problemas heredados de la GCF. La tasa global de morosidad, que alcanzó su punto máximo en 2014 en más del 8%, había disminuido al 3,6% en 2019, aunque en algunos países de la EA las tasas de morosidad se mantuvieron sustancialmente más altas. Las diferencias también fueron grandes en la duración y la estructura de los préstamos dudosos entre los Estados miembros, en la división entre hogares, hipotecas y, en menor medida, consumo, y empresas. Ya en 2013, las autoridades europeas iniciaron sus esfuerzos de armonización, con el fin de apoyar a los bancos a enfrentarse a la reducción de préstamos dudosos y de evitar ventajas nacionales no deseadas. Estos esfuerzos culminaron en el “Plan de acción del Consejo de la UE sobre préstamos dudosos” (julio de 2017), que abarcaba una amplia gama de recomendaciones políticas sobre herramientas de supervisión, enfoques macroprudenciales, mercados secundarios de préstamos dudosos y reformas estructurales específicas. A finales de 2019, la aplicación del Plan de Acción de la UE estaba muy avanzada, a excepción de las acciones relacionadas con el *benchmarking* y la mejora de los marcos de insolvencia.

Tan pronto como se identificó la pandemia, las autoridades tomaron medidas rápidas para garantizar que el sector bancario no se viera inundado por una ola de préstamos dudosos. Las autoridades macroprudenciales se centraron en medidas para apoyar el capital y la liquidez de los bancos, garantizar una provisión adecuada, así como cambios en los calendarios de implementación y los requisitos de información. Una característica específica a la UE del apoyo fiscal ha sido la gran dependencia de las

garantías públicas, a menudo dirigidas a las pequeñas y medianas empresas (PYME), incluidas las microempresas y los trabajadores por cuenta propia. Además, los Estados miembros utilizaron moratorias de deuda en los reembolsos de préstamos para proporcionar alivio financiero a los prestatarios. El uso de garantías y moratorias, y los criterios de elegibilidad para ambos, variaron mucho entre países. Como resultado de estas medidas, y en una clara distinción con el GCF anterior, las economías europeas han visto una continua disminución en los niveles generales de morosidad. Y los bancos ya en 2021 comenzaron a liberar las provisiones extraordinarias realizadas al inicio de la pandemia, ante la inquietud de las autoridades supervisoras. Mientras tanto, ha aumentado el volumen de préstamos en “stage 2”, préstamos de bajo rendimiento que han experimentado un incremento significativo del riesgo desde su originación pero que aun no son morosos, no son NPLs.

A medida que comiencen a retirarse las políticas de apoyo, es probable que emerjan daños considerables en la economía real, y los acreedores mostrarán dificultades para cumplir con sus obligaciones de pago. Los autores apuntan varios indicadores del próximo deterioro en los préstamos dudosos: (i) el nivel de préstamos en “stage 2” ha aumentado durante la pandemia, y parece estar estabilizándose a un nivel casi 2 p.p. más alto que a principios de 2020, (ii) se espera que el volumen de morosidad aumenten a medida que se retiren las moratorias de insolvencia, los esquemas de protección del empleo, el estímulo fiscal general y el apoyo a la liquidez de los bancos centrales, (iii) más de la mitad de la exposición crediticia de los bancos europeos es a sectores que fueron particularmente afectados por la pandemia, y finalmente (iv) las condiciones iniciales importan. Los países con peores niveles iniciales de deuda y préstamos dudosos, una mayor dependencia económica de los sectores más afectados por la COVID y mayores garantías gubernamentales se enfrentarán a desafíos particulares. Además, los autores ven otros riesgos para los balances bancarios que deben gestionarse adecuadamente: (i) el aumento de los precios de los activos, incluidos los precios de la vivienda, que puede ejercer presión sobre los precios de las garantías. (ii) el crecimiento del endeudamiento del sector privado, (iii) un mayor riesgo de “zombificación” de empresas³³, (iv) las prolongadas restricciones de oferta que pueden dar lugar a presiones inflacionistas sostenidas, y (v) una retirada prematura de las políticas de apoyo.

El enfoque adecuado para la resolución de NPL es el tema final de este capítulo. El uso de apoyo público a gran escala durante la fase aguda de la crisis plantea la cuestión de si es probable que la resolución de futuros préstamos dudosos también se beneficie de un mayor apoyo público. Esta pregunta es particularmente relevante para dos enfoques habituales y probados de resolución de activos en dificultades, a saber, la titulización de los mismos y las sociedades de gestión de activos (AMC en sus siglas en inglés), a menudo denominadas popularmente “bancos malos”. El enfoque europeo de resolución de préstamos dudosos es muy restrictivo y está limitado por rígidas normas europeas de ayudas de estado. Lo que contrasta con las prácticas habituales en otras

³³ Desde el inicio de la crisis, la deuda de los hogares en los países de la OCDE ha aumentado en aproximadamente 4 puntos porcentuales del PIB, y la deuda corporativa en 7 puntos porcentuales del PIB.

partes del mundo, en particular Asia, donde los AMC públicos operan en muchos países de forma permanente.

Los esquemas de titulización de préstamos dudosos con apoyo público y adecuadamente estructurados pueden cambiar el perfil de riesgo-rentabilidad en los mercados secundarios de préstamos dudosos y aumentar la confianza de los inversores potenciales. El esquema no requiere ninguna inversión inicial por parte del gobierno, aunque la garantía pública supone un pasivo fiscal contingente, un riesgo fiscal. A pesar de los progresos realizados con los programas de titulización de préstamos dudosos italianos y griegos, la Comisión Europea sigue solicitando que dichos planes se diseñen de manera que no supongan una ayuda de estado. Una disposición que “tiene un impacto limitante en la utilidad de los esquemas de titulización de NPL”.

En cuanto a los AMC sistémicos (de todo el sector bancario), la experiencia sugiere que los AMC exitosos se concentren en algunas clases de activos particulares, que el precio de transferencia se base en valoraciones realistas de los activos, que su estructura de gobernanza esté bien diseñada y que operen en un entorno macroeconómico y financiero sólido. En la UE, los AMC sistémicos patrocinados por el gobierno operan dentro del marco jurídico comunitario que rige las ayudas de estado al sector financiero, y no se ha creado ningún vehículo de este tipo desde 2013. Esto se debe en parte a la tendencia a la baja en los préstamos dudosos hasta el Covid, pero también muestra que los requisitos de ayuda de estado constituyen un obstáculo sustancial. La EBA lanzó por primera vez la idea de un AMC paneuropeo en 2017, pero se abandonó por razones operativas y políticas. Los autores defienden que la perspectiva de un aumento considerable de los préstamos dudosos inducido por el Covid podría llevar a reconsiderar esa decisión.

Este capítulo concluye con una lista de recomendaciones para gestionar el aumento esperado de NPLs en la UE. (i) Las autoridades políticas deben reconocer que el deterioro de los activos será predominantemente el resultado de shocks exógenos al sector financiero. (ii) En momento del tiempo, parece que la probabilidad de que los NPL se conviertan en un riesgo sistémico importante en un futuro próximo no es demasiado alta. Sin embargo, esto depende de decisiones políticas y hay riesgos no despreciables de error. (iii) La velocidad es esencial. En caso de una rápida aparición de NPL, cualquier solicitud de desembolso de las garantías públicas existentes debe aceptarse y cumplirse a través de un proceso acelerado. (iv) Facilitar los mercados secundarios de NPL es de suma importancia. (v) El marco regulatorio de la UE, y en particular las restricciones a las ayudas de estado deben revisarse con el fin de hacer que los AMC vuelvan a ser una opción viable para los países de la UE con elevados NPL. Y la idea de financiar dichos vehículos a nivel europeo debería revisarse.

En el capítulo 9 Antonio Carrascosa, ex miembro de la Junta Europea de Resolución y actualmente en la Universidad de Navarra, escribe sobre *Herramientas financieras para abordar la transición climática*. El efecto de los riesgos relacionados con el clima en el sistema financiero está sujeto a una gran incertidumbre, pero sin embargo el con-

senso doctrinal parece exigir una acción urgente³⁴; los riesgos de la inacción parecen ser, por definición, mucho mayores. El Grupo de Trabajo sobre *Climate related Financial Disclosures*, TCFD (2017), definió dos grandes categorías de riesgos relacionados con el clima: de transición y físicos. La primera incluye riesgos políticos, legales, tecnológicos, de mercado y de reputación. La segunda categoría se refiere a riesgos agudos (impulsados por eventos catastróficos) y riesgos crónicos. TCFD 2015, ya evaluó los diferentes elementos a considerar en la divulgación de los riesgos climáticos: gobernanza, estrategia, gestión de riesgos, métricas y objetivos. Dos cuestiones clave exigen un acuerdo internacional: los requisitos de datos granulares para los bancos y sus contrapartes, y las métricas de riesgo específicas que se utilizarán en la evaluación.

En marzo de 2018, la Comisión puso en marcha el Plan de Acción sobre Finanzas Sostenibles con tres objetivos principales: (i) reorientar los flujos de capital hacia inversiones sostenibles; (ii) gestionar los riesgos climáticos y sociales; y (iii) promover la transparencia en las finanzas verdes. En la práctica, el Plan tenía por objeto desarrollar una taxonomía de la UE sobre finanzas verdes, una norma de bonos verdes de la UE, metodologías para los índices de referencia climáticos de la UE y orientaciones para la publicación de información corporativa relacionada con el clima.

El Reglamento sobre Taxonomía de la UE incluye definiciones de objetivos medioambientales: (mitigación, adaptación, uso sostenible de los recursos hídricos y marinos, economía circular, prevención y gestión de la contaminación; y biodiversidad). Una actividad se define como “ambientalmente sostenible” si hace “una contribución sustancial a uno o más de los objetivos ambientales mencionados, sin perjudicar significativamente a ninguno de los otros”. Pero una vez más, aprobar criterios generales en Europa es mucho menos controvertido que su implementación, como lo demuestra la disputa en curso sobre la clasificación del gas y la energía nuclear. Por otra parte, la taxonomía de la UE no incluye la verificación, dejando espacio para la discrecionalidad y el marketing ecológico. La taxonomía es binaria, las actividades son compatibles con la taxonomía o no, lo que podría disuadir a las empresas contaminantes de invertir para mejorar sus impactos ambientales, un componente realista necesario de la lucha contra el cambio climático. Sin embargo, el Grupo de Expertos Técnicos de la UE sobre Finanzas Sostenibles (2020) insistió en que “las mejoras incrementales pueden ser positivas y pueden capturarse en otros requisitos de informes de sostenibilidad, pero no se consideran alineadas con la taxonomía”.

La UE es líder mundial en el creciente mercado de bonos verdes, con un 51% de la emisión mundial en 2020 de empresas e instituciones públicas de la UE, y un 49% de los bonos verdes mundiales denominados en euros. Sin embargo, es un mercado muy pequeño, y la emisión de bonos verdes en la UE todavía representa solo el 2,6% de la emisión total de bonos de la UE. Tal vez debido a la falta de normas internacionalmente aceptadas para el etiquetado verde. La Comisión propuso en julio de 2021 un Regla-

³⁴ “Los costes a corto plazo de la adaptación a las políticas ecológicas son muy inferiores a los costes posiblemente mucho más elevados derivados de los desastres naturales a medio y largo plazo”, es una frase que describe perfectamente ese nuevo consenso político.

mento para crear una norma voluntaria, basada en la taxonomía de la UE. Los bonos verdes europeos serían revisados por un supervisor externo, registrado en la ESMA, y seguirían las mejores prácticas del mercado en materia de transparencia. Pero la norma de la UE no tiene como objetivo regular los aspectos financieros relevantes de estos bonos: (i) los bonos verdes están generalmente respaldados por todo el balance del emisor, de modo que los rendimientos no dependen de las inversiones verdes a financiar con su emisión, sino del rendimiento general del emisor; (ii) el incumplimiento de los objetivos ecológicos comprometidos no constituye un evento de impago que pueda desencadenar el reembolso anticipado. Por lo tanto, el compromiso de invertir en activos verdes seguiría siendo una cuestión de buena fe, no una obligación contractual, un mero problema de reputación que puede afectar a futuras emisiones verdes.

Pero quizás el aspecto más controvertido en las políticas financieras verdes tiene que ver con su uso previsible en la regulación bancaria prudencial. Este capítulo argumenta que los reguladores parecen haber tomado un camino prudente, mediante medidas en: (i) el pilar 3 (transparencia), en el que se pide a los bancos que expliquen sus riesgos y políticas; (ii) pilar 2, en el que los bancos se evalúan a sí mismos en función de las orientaciones sobre riesgos emitidas por el MUS y el supervisor decide posteriormente si se aplican recargos; y (iii) posibles cambios en los requisitos del Pilar 1, solo después de que se complete el trabajo que actualmente llevan a cabo los supervisores y reguladores. Pero en octubre de 2021, la Comisión propuso una revisión de las normas bancarias de la UE que incluye (i) requisitos claros para identificar, medir, gestionar y supervisar los riesgos de sostenibilidad en el marco general de gestión de riesgos; (ii) ampliar el alcance de la divulgación de información sobre el clima a todas las entidades, no solo a los grandes bancos, (iii) facultar a las autoridades de supervisión para incorporar estos riesgos en el proceso de revisión y evaluación supervisoras y en las pruebas de resistencia; y (iv) exigir a las entidades que cuenten con mecanismos sólidos de gobernanza a nivel de alta dirección.

A las instituciones financieras europeas les preocupa que: (i) ser evaluadas públicamente al mismo tiempo que el supervisor reconoce que solo está aprendiendo a definir y medir el riesgo climático, puede generar confusión en el mercado, y conducir a injusticias y sustanciales costes de cumplimiento para acomodarse a criterios rápidamente cambiantes; (ii) proporcionar al mercado información no probada relacionada con el clima solo conducirá a “lavado de cara verde” (*green washing*), competencia desleal en términos de puro marketing y posibles prácticas de protección nacional, y (iii) la adopción de medidas unilaterales por parte de los supervisores y reguladores de la UE socavarán la competitividad de la industria bancaria europea, ya dañada por tasas de interés negativas, políticas de compensación sobre reguladas y la proliferación de bancos públicos u otros bancos sin fines de lucro no sujetos a la disciplina de mercado.

En cualquier caso, en este capítulo se analizan algunas posibilidades regulatorias prudenciales relacionadas con el clima. En primer lugar, penalizar las exposiciones crediticias “marrones” para reducir la oferta de crédito y dar lugar a un aumento del coste de las provisiones y del coste medio ponderado del capital para los bancos. Pero

ello no garantiza la reducción de las actividades marrones³⁵. En segundo lugar, la introducción de un factor de apoyo para las actividades verdes (menor ponderación de riesgo). Pero este menor coste de financiamiento no se transferiría automáticamente al prestatario verde, ni se garantiza el aumento deseado de las actividades verdes. En tercer lugar, las medidas regulatorias ecológicas que se están considerando incluyen el establecimiento de métricas para monitorear las “actividades bancarias sostenibles”, es decir, la proporción de activos verdes, o las orientaciones sobre la compensación de los ejecutivos que esté vinculada a la sostenibilidad. Y, por último, las pruebas de estrés climático que evalúan la resiliencia de los bancos a diferentes escenarios climáticos, pero también consideran el impacto de las políticas esperadas, como los impuestos al carbono o el mecanismo de ajuste en frontera. La prueba de resistencia del BCE en 2022 evaluará ya la propia exposición de las entidades de crédito a estos riesgos y su voluntad de tomar medidas correctoras. Y a los bancos les preocupa con razón que estos ejercicios, aunque teóricamente solo son un proceso de aprendizaje, si se hacen públicos, tendrán probablemente consecuencias inmediatas en el mercado y eventualmente pueden conducir a requisitos regulatorios adicionales basados en estados futuros inciertos.

Un debate sobre la descarbonización de las políticas monetarias del BCE cierra este capítulo. Tras argumentar que este objetivo es compatible con el mandato actual del BCE, considera que, no obstante, puede suponer una amenaza directa para su balance. Particularmente si se define la “neutralidad”, como la interpretan algunos miembros del Consejo de Gobierno, para favorecer a los emisores verdes en la compra de valores por parte del BCE. Un debate similar está abierto con la política de aceptación de garantías. Y, como se argumentó anteriormente, la renuencia a extender estas políticas activas de compra verde a los emisores soberanos es el mejor ejemplo de sus posibles consecuencias. Pero el debate continúa en el BCE, y solo puede ganar tracción con el nuevo gobierno alemán.

El capítulo 10, y último, trata de los mercados de capitales y del euro. M^a Isabel Cambón, de la CNMV, el regulador de valores español escribe sobre *El papel internacional del euro: la perspectiva de los mercados financieros*. El capítulo comienza revisando la literatura sobre las condiciones para convertirse en una moneda de reserva. La jurisdicción económica y monetaria debe ser relativamente grande, con instituciones sólidas y estables, mercados financieros profundos y líquidos, incluida la existencia de un activo seguro, un sistema bancario sólido y, finalmente, el respaldo de un banco central fuerte. Este capítulo se centra en las debilidades relacionadas con los mercados financieros europeos, que los hacen menos profundos y líquidos que otros mercados de referencia y, por lo tanto impiden actualmente un papel más importante para el euro.

³⁵ Aunque también podría argumentarse que, si estas exposiciones no se penalizan, los bancos podrían estar expuestos a la larga a más riesgos ambientales. El BCE ha estimado que las pérdidas relacionadas con las empresas más contaminantes podrían alcanzar el 10% de los balances bancarios en caso de una rebaja de la calificación crediticia asociada a un mayor precio del carbono derivado del cumplimiento de los acuerdos de París.

El euro parecía estar consolidando un papel internacional relevante en los años posteriores a su lanzamiento, pero la GCF y de la deuda soberana europea interrumpieron esta tendencia. Y el euro se mantuvo en un distante segundo lugar. Como reserva segura de valor, alrededor de una quinta parte de todas las reservas de divisas propiedad de los bancos centrales están denominadas en euros y una proporción similar de préstamos y bonos transfronterizos. La participación en dólares es de alrededor del 60%. La relevancia del euro como medio de pago, que se utiliza en las transacciones, es mucho más cercana a la del dólar (cerca del 40%). Esto refleja el hecho de que la Unión Europea es el mayor mercado de bienes y servicios, aunque la mayoría de los productos básicos se comercializan en dólares. El volumen de deuda soberana conjunta del Área Euro sigue siendo significativamente menor que el del mercado estadounidense.

Este capítulo ofrece información sobre la estructura y la evolución de los mercados financieros en la zona del euro. No intentaré resumirlo. Baste aquí con saber que la EA sigue estando muy por detrás de otras economías avanzadas, en términos de tamaño, pero también de profundidad y liquidez, de los mercados financieros, lo que refleja en parte el hecho de que la financiación bancaria sigue siendo más relevante en la UE que la financiación basada en el mercado. El mercado de valores europeo se mantiene en alrededor del 50% del PIB nacional, mientras que en los Estados Unidos es 2,5 veces el PIB. También hay diferencias significativas en los mercados de deuda. La cuantía total de la deuda pública en circulación fue del 98% del PIB en 2020 en la EA, mientras que el mercado de bonos del Tesoro de los Estados Unidos alcanzó el 134% del PIB. Dada la heterogeneidad del riesgo de crédito soberano en toda la EA, la cantidad de activos seguros es mucho menor (por encima del 30% considerando las emisiones supranacionales). Los mercados de deuda corporativa representan menos del 15% del PIB en la zona del euro y cerca del 35% del PIB en los Estados Unidos. El caso de las finanzas verdes, como acabamos de describir, es la excepción, con un papel protagonista en la eurozona.

La economía europea se ha definido históricamente por el alto nivel de “bancarización”, un predominio de los bancos en detrimento de otras fuentes de financiación en la mayoría de las economías de Europa continental. En los últimos años, sin embargo, se ha ido configurando una composición mucho más equilibrada del sistema financiero. Quizás porque la estabilización de los mercados de financiación ha sido muy relevante en los peores momentos de la crisis crediticia bancaria entre 2012 y 2014. El tamaño relativamente pequeño de las empresas europeas explica en parte el predominio de la financiación bancaria. Pero el necesario aumento de tamaño se ve obstaculizado por ciertos umbrales regulatorios y la especialización de servicios de las economías de muchos Estados miembros. La escasez de activos seguros en Europa es el otro elemento principal que restringe el papel internacional del euro. Sin embargo, esto puede estar cambiando con los bonos SURE y NGEU, que podrían ampliar el conjunto de bonos de máxima calificación crediticia a alrededor del 40% del PIB y favorecer el proceso para establecer un activo europeo seguro común y fomentar el papel internacional del euro. Aumentará significativamente la oferta de activos denominados en euros de bajo riesgo, pero estos programas también están diseñados para aumentar la resiliencia de la

EA a los shocks globales, mejorando el atractivo del euro para los inversores internacionales. Pero los volúmenes de ambos programas siguen siendo relativamente pequeños, y como ya hemos comentado, hasta ahora son programas únicos sin repetición en el tiempo, por ahora.

En diciembre de 2018, la Comisión Europea publicó la Comunicación *Hacia un papel internacional más fuerte del euro*, que se centraba en completar la Unión Bancaria y la Unión de los Mercados de Capitales. Pero también pidió medidas adicionales en materia de mercados financieros, como: (i) la obligación de compensación de los contratos de derivados, (ii) índices de referencia fiables de tipos de interés, (iii) un sistema integrado de pago instantáneo en la UE, y (iv) la posibilidad de un mayor papel del euro en los mercados de divisas. En enero de 2021, la CE presentó una nueva estrategia para el crecimiento sostenible. Uno de los tres pilares de esta estrategia es promover un papel internacional más fuerte del euro, y la Unión de los Mercados de Capitales (UMC) es un elemento clave de la estrategia. A tal efecto, la CE se comprometió a adoptar 16 nuevas medidas. De esas acciones, la autora considera dos que son claves en el proceso. La primera está relacionada con la necesidad de disminuir los costes y/o las barreras a los flujos de capital transfronterizos. Costes que explican, por ejemplo, las dificultades para lograr un pasaporte de la UE plenamente eficaz en el sector de la gestión de activos, a pesar de los continuos esfuerzos de ESMA. La segunda es la necesidad de simplificar y abaratar los costes de participar en los mercados financieros para las empresas, y relacionada con ello, la necesidad de aumentar el tamaño de las empresas.

Para fomentar el atractivo de la zona del euro es igualmente importante lograr una mayor homogeneidad de los requisitos y de los enfoques de supervisión. Algunos mercados alternativos recientemente desarrollados son buenos ejemplos de mecanismos exitosos, adecuados para las empresas y atractivos para los inversores. También deberían mejorarse las alternativas a los mercados tradicionales de capitales; en particular, las empresas de capital riesgo y las plataformas de *crowdfunding*. Sin embargo, la posibilidad de que algunos inversores institucionales, como los fondos de pensiones, inviertan en capital riesgo está limitada por la regulación. En el caso de la *crowdfunding*, la inversión participativa, el mercado de la UE está poco desarrollado debido a la falta de normas comunes y a los divergentes requisitos de concesión de licencias. Como resultado, las plataformas existentes son pequeñas y operan en mercados locales. Además, la posible introducción del euro digital podría favorecer su papel internacional, solo si se utiliza en pagos transfronterizos. Pero fomentar el euro como moneda de reserva “no debería ser la motivación para emitir un euro digital”, especialmente dadas las dudas planteadas en el capítulo 4 para las CBDC transfronterizas.

Finalmente, este capítulo menciona dos elementos cualitativos más en la consolidación de una moneda de reserva internacional, que los responsables políticos no deberían ignorar ni minimizar. En primer lugar, la necesidad de desarrollar un mecanismo de reparto de riesgos más explícito y permanente que refuerce la confianza en el euro y ayude a mitigar las perturbaciones asimétricas. El segundo, elementos no cuantificables que se refieren a las dificultades reales para cambiar inercias históricas y a la percepción

del euro y de la Unión Europea. Por lo tanto, cualquier política creíble para la consolidación del euro debe ser persistente y sostenida, y acompañada de medidas decisivas para completar la unión monetaria, bancaria y fiscal.

3. LAS DIEZ LECCIONES EUROPEAS PARA 2022

Como es habitual, el Anuario concluye extrayendo diez lecciones para la Unión Monetaria Europea. Echar un vistazo a las conclusiones de las ediciones anteriores dejaría al lector con una sensación muy europea, mezcla de satisfacción y decepción. Satisfacción por los numerosos logros que, sin duda, han hecho que la Unión sea hoy más robusta y resistente a los ciclos económicos, básicamente los avances en la unión bancaria. Pero decepción por los muchos defectos estructurales persistentes en la arquitectura institucional, fundamentalmente en la unión fiscal; defectos que hacen que la Unión Monetaria siga dependiendo de la complacencia y benevolencia del mercado. 2021 fue un año en el que la Unión acertó con su combinación de políticas en la crisis más grave imaginable, un logro notable en circunstancias muy difíciles, pero también un año en el que la Unión no logró avanzar en un mejor diseño institucional, un año sabático en la reforma estructural. Con este sentimiento encontrado, permítanme concluir con mis diez lecciones personales del año.

Primera, la Unión ha vuelto a demostrar su extraordinaria flexibilidad para responder a situaciones nuevas con nuevos programas, iniciativas y políticas. Este Anuario ha sido normalmente crítico con los responsables políticos, un sano escepticismo, pero siento la necesidad esta vez de rendir homenaje a una persona que se retira, la Canciller Merkel. Ella ha demostrado un notable compromiso europeo y ha llevado a Alemania a comprender su papel y asumir sus responsabilidades como líder de la Unión. Lamentablemente, la capacidad de adoptar las políticas adecuadas ha venido acompañada de su incapacidad estructural para afrontar los cambios institucionales. Nueve años después, la Unión Monetaria no está ni mucho menos cerca del cambio de Tratado que este Anuario ha defendido sistemáticamente.

Segunda, “los tiempos están cambiando”, pero esta vez tampoco es diferente. La inflación no ha muerto, y la Unión no debe actuar como si lo estuviera. Como si por algún misterio mágico, llámese estancamiento estructural o nueva teoría monetaria, la expansión fiscal y monetaria pudiera ser indefinida y no tener impacto en los precios de los bienes y activos. Tampoco asumir que la deuda puede no ser pagada sino reestructurada. El euro no será una moneda estable y atractiva si los mercados tienen la percepción de que la Unión vive en un mundo diferente, un mundo donde la globalización y la digitalización son fuerzas tan poderosas que siempre compensarán cualquier presión inflacionista. Un mundo en el que la búsqueda de bienes públicos de “alta calidad” hace que la independencia de los bancos centrales sea cuestionable y que la dominancia fiscal sea un escenario plausible.

Tercera, la nueva estrategia monetaria del Banco Central Europeo es una iniciativa bienvenida para aumentar su caja de herramientas con “nuevos instrumentos” como los tipos de interés negativos, la flexibilización cuantitativa y la orientación futura. Y

mejorar la relevancia de las consideraciones de estabilidad financiera en la función de reacción del BCE, para incluir la plena asignación de liquidez y otras herramientas macroprudenciales. Pero las consecuencias a largo plazo están por descubrir y existe un riesgo no trivial de consolidar un sesgo retrospectivo en la política monetaria. Un salto a lo desconocido que requiere extremar el seguimiento, la vigilancia, supervisión y transparencia en su aplicación, la “accountability”. Los responsables políticos no deberían utilizar la nueva estrategia monetaria como excusa para no avanzar en la culminación de la unión bancaria con el Sistema Europeo de Garantía de Depósitos, en la resolución de los conocidos problemas del Mecanismo de Resolución y en la eliminación de los obstáculos a la banca minorista paneuropea.

Cuarta, la digitalización del dinero es una realidad, y la Unión Monetaria Europea no puede permitirse quedarse atrás. Pero la Unión no debe caer presa de la amorosa enajenación tecnológica y creer que el nuevo mundo digital liberará el dinero y a la banca de sus fundamentos. El dinero privado y el patrón oro han existido antes y fueron abandonados para siempre; el papel del sistema bancario privado como intermediario proveedor de liquidez y crédito es un desarrollo importante que debe preservarse si el BCE decide introducir su CBDC. La innovación financiera en el sistema de pagos (dinero) y en las formas de almacenar valor (activos) debe fomentarse mediante la promoción de un campo de juego justo y equitativo entre los diferentes proveedores del mismo servicio: las instituciones financieras tradicionales y los nuevos competidores tecnológicos.

Quinta, el programa NGEU ha sido una respuesta económica adecuada al Covid. Pero su tardía aplicación es un muy buen ejemplo de la falta de una política fiscal necesaria para la zona del euro. Y NGEU no es la ineludible facilidad de estabilización macro que necesita la UEM. No sólo porque se trata de un programa puntual, sino porque todo el instrumento se concibió más parecido a un fondo estructural. Si bien la emisión de deuda NGEU es una incorporación bienvenida al conjunto de activos europeos, no es el activo seguro que necesita el euro. Un mecanismo de estabilización macroeconómica para la EA debe ser centralizado, de diseño y desembolso rápido y vinculado a perturbaciones asimétricas en las economías de los Estados miembros, al PIB y a la evolución del empleo. Por lo tanto, requiere un nuevo entorno institucional, un Ministerio de Finanzas para la zona del euro con funciones de un Tesoro público, un replanteamiento fundamental de la arquitectura fiscal de la Unión.

Sexta, un mecanismo de estabilización fiscal debe ir acompañado de reglas fiscales claras para evitar comportamientos oportunistas, el conocido problema del *free rider*, y generar confianza entre los Estados miembros de la Unión. Las normas deben ser sencillas, transparentes, aplicables sin margen de discrecionalidad política y ejecutables por las autoridades europeas. Las normas deben fomentar la creación de colchones que permitan la estabilización macro a lo largo del ciclo. Las normas fiscales exigen cierta transferencia necesaria de soberanía a las autoridades europeas, al Consejo para la legitimidad democrática y la rendición de cuentas. Existe un amplio acuerdo técnico en cuanto a que la opción preferida es una simple regla de gasto

nominal frente al crecimiento del PIB y ponderada en su aplicación por los ratios de deuda pública respecto al PIB.

Séptima, esta pandemia ha dejado profundas y duraderas cicatrices en el tejido económico y social de la Unión. El endeudamiento público ha aumentado alrededor de 20 puntos porcentuales del PIB, por encima de un nivel ya muy alto después de la crisis de la deuda europea. Existe la necesidad urgente de adoptar planes inteligentes de consolidación fiscal a medio plazo, en particular en los Estados miembros con ratios de deuda más elevados. De lo contrario, se producirán vulnerabilidades adicionales a medida que el BCE inicie su estrategia de salida y elimine gradualmente sus programas de compra de activos. Y podría dar lugar a nuevos episodios de falta de confianza en algunos Estados miembros y a una fragmentación financiera adicional en la EA. La monetización de la deuda a través de una mayor inflación o mecanismos de reestructuración selectiva solo conducirá a reducir la confianza en el euro y en el proyecto europeo.

Octava, las extraordinarias políticas regulatorias y prudenciales de aplazamiento y tolerancia han sido decisivas para evitar una nueva crisis crediticia y las autoridades deben ser elogiadas por ello. Pero estas medidas no pueden prolongarse indefinidamente. Y no hacen desaparecer los riesgos ni evitan que las pérdidas acaben surgiendo. Será necesario contabilizar y gestionar las fragilidades latentes en los balances de los intermediarios financieros. Podrían ser grandes en algunos sectores, países e instituciones individuales, aunque no parecen ser sistémicas en las circunstancias actuales. Pero requerirán una acción decisiva para garantizar que no se arraiguen y creen una nueva sensación de crisis. Algunas políticas han demostrado ser útiles para hacer frente a episodios anteriores de aumento de la morosidad, a saber, los fondos de deuda dedicados, la titulización y las sociedades de gestión de activos. Las autoridades deberán abandonar el populismo y adoptarlas con prontitud y decisión. Lo más probable es que estas medidas requieran dinero público y Europa puede tener un problema con las actuales normas sobre ayudas de estado.

Novena, las finanzas verdes aún se encuentran en una etapa incipiente, pero las autoridades europeas parecen decididas a promoverlas rápida y enérgicamente. Por lo tanto, es necesario ser precavido porque el riesgo de excitar la incertidumbre y la ansiedad del mercado no es trivial, como ha sufrido Europa con los mercados energéticos este año. Una amenaza global requiere soluciones globales; de lo contrario, las políticas crean desventajas competitivas para los actores locales. La implementación de políticas monetarias y regulatorias verdes debería detenerse hasta que tengamos una mejor comprensión y transparencia de las diferentes definiciones, metodologías e implicaciones de los escenarios alternativos. No se puede esperar que las instituciones financieras cubran el coste del contribuyente. La independencia del Banco Central Europeo no debe verse comprometida.

Y décima, el papel internacional del euro se vio retrasado por la Gran Crisis Financiera que puso en evidencia las fracturas internas. En los últimos años, el proceso ha recuperado lentamente la velocidad normal. Es coherente con el fomento de la autonomía estratégica de la Unión Europea y podría potenciarse con políticas financieras

públicas adecuadas. La mayoría de estas políticas tienen que ver con la finalización de la unión bancaria y de los mercados de capitales y la armonización de los enfoques y metodologías de los reguladores. Otras, enraizadas en la historia y la política, quedan fuera del alcance de nuestro análisis. La digitalización de las finanzas europeas podría ayudar al papel internacional del euro, pero el vínculo no es lo suficientemente potente ni está exento de riesgos para acelerar la emisión de CBDC. Sus defensores deberían buscar una mejor narrativa.

Madrid, diciembre 2021

REFERENCIAS

- Tobias Adrian, Dong He y Aditya Narain, Blog del FMI 9 de diciembre de 2021, la regulación criptográfica mundial debe ser integral, coherente y coordinada.
<https://blogs.imf.org/2021/12/09/global-crypto-regulation-should-be-comprehensive-consistent-and-coordinated/>
- Sirio Aramonte, Wenqian Huang y Andreas Schrimpf, *Los riesgos de DeFi y la ilusión de descentralización*, BIS Quarterly Review, diciembre de 2021.
https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt2112b.htm
- Agustin Carstens, Prólogo, Sector financiero no bancario: se necesita regulación sistémica, Revisión trimestral del BIS, diciembre de 2021.
https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt2112_foreword.htm
- Christie, Claeys y Weil, *Next generation EU Borrowing: a first assessment*. Contribución política de Bruegel N° 22/2021, noviembre de 2021.
- COM (2021) 742, Documento de trabajo de los servicios de la Comisión, Análisis de la economía de la zona del euro que acompaña al documento Recomendación de Recomendación del Consejo sobre la política económica de la zona del euro, 24 de noviembre de 2021.
- Mohamed El-Erian, sindicato de proyectos, 2 de diciembre de 2021.
<https://www.project-syndicate.org/commentary/us-federal-reserve-transitory-inflation-trap-by-mohamed-a-el-erian-2021-12?barrier=accesspaylog>
- EY Insights Esade, Observatorio NextGenEU, Madrid 2021.
<https://www.esade.edu/ecpol/en/key-topics/nextgeneu-spain-observatory/>
- Fedea, *El Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia: un resumen anotado*, 2021.
<https://fedea.net/el-plan-de-recuperacion-transformacion-y-resiliencia-un-resumen-anotado/>
- Fernando Fernández Méndez de Andés, *The Euro in 2021, Moving Forward, Monetary Union after Covid19, A Yearbook on the Euro 2021*, Fundación de Estudios Financieros, Fundación ICO, Madrid 2021.
https://www.ieaf.es/images/Publicaciones-FEF/Anuarioeuro2021/2_ANUARIO EURO 2021 EN.pdf
- Vitor Gaspar, Paulo Medas y Roberto Perrelli publicación en el blog del FMI.
<https://blogs.imf.org/2021/12/15/global-debt-reaches-a-record-226-trillion/>
- Gorton, Gary B. y Zhang, Jeffery, Taming Wildcat Monedas estables (30 de septiembre de 2021). SSRN:
<https://ssrn.com/abstract=3888752> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3888752>
- Jürgen Klaus, ESM Blog, *¿Es hora de futuros de activos seguros en euros?* 12 de diciembre de 2021.
<https://www.esm.europa.eu/blog/time-euro-safe-asset-futures>
- Christine Lagarde, presidenta del BCE Rueda de prensa, 15 de diciembre de 2021.
<https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/shared/pdf/ecb.ds211216.en.pdf>

Sindicato del Proyecto Raghuram Rajan, 21 de noviembre de 2021.

<https://www.project-syndicate.org/commentary/fed-inflation-policy-framework-has-become-a-trap-by-raghuram-rajan-2021-11?barrier=accesspaylog>

Valery A. Ramey NBER WP 27625, Las consecuencias macroeconómicas de la inversión en infraestructura, julio de 2020.

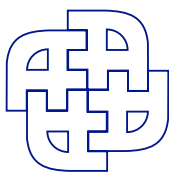
<http://www.nber.org/papers/w27625>

Larry Summers, discurso pronunciado en la Conferencia 2018 del BCE en Sintra, Portugal.

<https://www.youtube.com/watch?v=k8j6dqkYMkg>

Christopher Waller, Gobernador de la Reserva Federal, *CBDC: ¿Una solución en busca de un problema?* entregado en el American Enterprise Institute, Washington DC, 5 de agosto de 2021.

<https://www.bis.org/review/r210806a.pdf>



IEAF | FEF

INSTITUTO ESPAÑOL DE
ANALISTAS FINANCIEROS
FUNDACIÓN DE
ESTUDIOS FINANCIEROS

www.fef.es

fundación



www.fundacionico.es