



RESUMEN EJECUTIVO

FERNANDO FERNÁNDEZ¹

1. UN AÑO PERDIDO EN LA TRANSICIÓN

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

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

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

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

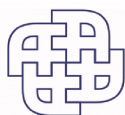


económicas nacionales. Precisamente a causa de estas políticas nacionales insostenibles, algunos países experimentaron una grave recesión, mientras que otros apenas resultaron perjudicados o incluso salieron reforzados. Sin embargo, el núcleo del problema se encontraba en el área euro, en una Unión Monetaria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

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

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

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



RESUMEN EJECUTIVO

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

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

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

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



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

Tras siete años consecutivos de crecimiento, la economía europea ha dejado atrás la crisis en 2019. Los mercados laborales siguen siendo fuertes y el desempleo continúa disminuyendo mientras la creación de puestos de trabajo ha demostrado una resiliencia sorprendente. El empleo se encuentra a niveles récord y la tasa de desempleo de la UE es la más baja desde principios de siglo. Aunque es probable que la creación neta de puestos de trabajo se desacelere, se espera que la tasa de desempleo en la Zona Euro siga cayendo del 7,6% este año al 7,4% en 2020 y al 7,3% en 2021². Sin embargo, la Eurozona se enfrenta a un importante deterioro del entorno exterior. El comercio mundial se está resistiendo a los importantes aumentos de los aranceles, algunos ya efectivos, otros solo anunciados. Los problemas financieros internos de China se han visto agravados por la guerra comercial y la economía se está desacelerando más rápido de lo previsto y deseado; los acontecimientos de Hong Kong no ayudan a la previsión. La percepción del riesgo está afectando en particular al sector manufacturero europeo. Se trata de una industria que también experimenta daños estructurales autoinfligidos como resultado de las políticas energéticas, como ha podido atestiguar en los problemas de la industria automovilística y la recesión políticamente inducida en Alemania.

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

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

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

³ Véase CE 2019

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



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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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



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

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

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

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

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



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

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

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

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

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



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

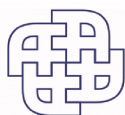
La reacción negativa no puede sorprender a nadie: “La primera objeción a la reforma es que el MEDE seguiría siendo una organización intergubernamental, y no tanto una organización que se ha transformado en una institución europea...Su gobernanza seguiría estando dominada por los vetos nacionales, sus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

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

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

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

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



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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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



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

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

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

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

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



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

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

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

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



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

2. EL EURO CUMPLE 20 AÑOS

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

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

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



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

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

2.1. EL CONTEXTO

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

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



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

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

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

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



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

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

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

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



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

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

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

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



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

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

2.2. CUESTIONES DE POLÍTICA MONETARIA

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



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

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

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

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



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

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

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



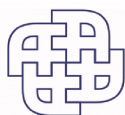
endógeno y que por lo menos está influido, si no determinado, por las políticas de tipos de interés del banco central.

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

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

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

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



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

2.3. CUESTIONES DE POLÍTICA FISCAL

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

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

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

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

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



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

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

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

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



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

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

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

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

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



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

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

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



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

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

2.4. CUESTIONES BANCARIAS

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

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



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

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

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

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

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

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



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

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

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



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

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

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

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

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



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

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

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

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



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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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



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

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

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

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

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



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

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

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

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



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

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

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