



Serie Documentos de trabajo

Supervisión bancaria, política monetaria y política presupuestaria: el arduo proceso de construcción de la UEM

José M. Domínguez Martínez

Nº 14. 2019

El Instituto Econospérides no se solidariza necesariamente con las opiniones, juicios y previsiones expresadas por los colaboradores, ni avala los datos que éstos, bajo su responsabilidad, aportan.

© Instituto Econospérides para la Gestión del Conocimiento Económico

Todos los derechos reservados. Queda prohibida la reproducción total o parcial de esta publicación, así como la edición de su contenido por medio de cualquier proceso reprográfico o fónico, electrónico o mecánico, especialmente imprenta, fotocopia, microfilm, *offset* o mimeógrafo, sin la previa autorización escrita del editor.

Resumen: En este trabajo se abordan los aspectos principales relativos a la supervisión bancaria, la política monetaria y la política presupuestaria en el contexto de la Unión Económica y Monetaria Europea.

Palabras clave: Unión Económica y Monetaria Europea, UEM, supervisión

Códigos JEL: E58, E62, G28

Índice

1. Introducción.....	3
2. El proyecto de UEM: antecedentes y materialización	4
3. La experiencia de la UEM: balance económico.....	7
4. La arquitectura de la UEM: principales deficiencias.....	15
5. El futuro de la UEM: posibles cursos de acción	16
6. Supervisión bancaria, política monetaria y política presupuestaria: aspectos clave	19
7. Consideraciones y reflexiones finales	26

1. Introducción

El presente trabajo tiene como propósito resaltar una serie de aspectos claves en relación con los ámbitos que le dan título. Dada la amplitud y complejidad de las materias a tratar, ha de descartarse cualquier pretensión de exhaustividad. Más bien se trata de plantear una gama de cuestiones para la reflexión y el debate acerca de un proyecto tan relevante como el de la Unión Económica y Monetaria (UEM) Europea, tanto en un plano general como en los de tres de los pilares en los que ésta se sustenta, la supervisión bancaria, la política monetaria, y la política presupuestaria, cuya trascendencia para la propia configuración y subsistencia del proyecto europeo resulta difícil de ser exagerada¹.

Entre los interrogantes planteados pueden mencionarse los siguientes:

- ¿Respondía el proyecto de la UEM a un diseño económico racional?
- ¿Fue una decisión adoptada con pleno conocimiento de causa?
- ¿Cuál ha sido el balance económico?

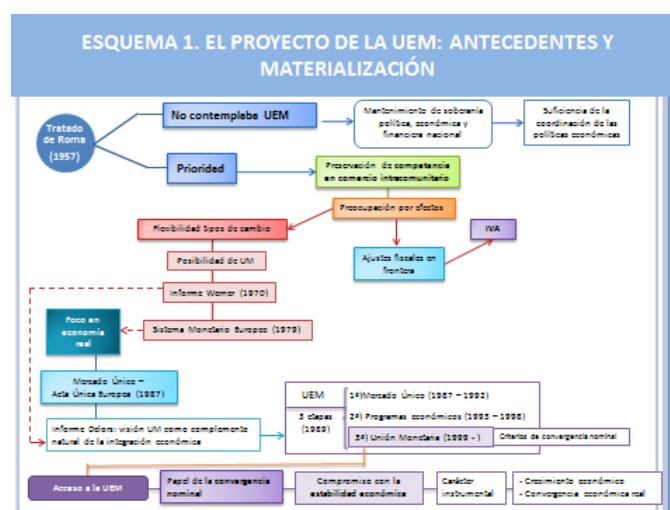
¹ El trabajo se basa en la ponencia presentada al VI Seminario sobre Regulación Económica, Competencia e Integración Europea, Facultad de Derecho, Universidad de Málaga, 27 de noviembre de 2019.

- ¿Son suficientes las reformas emprendidas?
- ¿Puede subsistir la Unión Monetaria sin una unión presupuestaria y fiscal?
- ¿Existe un diseño óptimo de la Unión Bancaria?
- ¿Es adecuada la conjunción de las competencias monetarias y supervisoras?
- ¿Ha seguido la política monetaria un rumbo adecuado?
- ¿Debe renunciarse al objetivo de la estabilidad presupuestaria?

El trabajo de estructura como se expone a continuación. Inicialmente, tras esta introducción, se efectúa un breve repaso de los antecedentes y la materialización del proyecto de la UEM. Seguidamente se lleva a cabo un balance económico a grandes rasgos de la experiencia de la UEM. Posteriormente se presta atención a las principales deficiencias detectadas en la arquitectura de la UEM, como paso previo para examinar los posibles cursos de acción ante el futuro de la UEM. El siguiente epígrafe, a su vez, se centra en los aspectos clave concernientes a la supervisión bancaria, la política monetaria y la política presupuestaria. Algunas consideraciones y reflexiones ponen término al trabajo.

2. El proyecto de UEM: antecedentes y materialización

Abordar la situación actual de la UEM de manera coherente exige pasar revista, siquiera brevemente, a los antecedentes de dicho proyecto y al proceso que llevó a su materialización. Si la perspectiva histórica es siempre una referencia necesaria y una fuente de lecciones, en el caso que nos ocupa lo es mucho más, debido a la concatenación de algunos factores cuya incidencia no puede pasar desapercibida. En el esquema 1 se recoge una síntesis de los principales aspectos que merecen ser destacados.



A este respecto, conviene partir de la constatación de que el proyecto de unión monetaria no figuraba incluido en el Tratado de Roma, cuya prioridad era la de preservar la competencia en el comercio internacional. La unión monetaria no aparece sino como una meta sobrevenida e instrumental a fin de evitar definitivamente las distorsiones a la competencia provenientes de la esfera de los tipos de cambio. Sin embargo, el Informe Werner, ultimado a principios de la década de los setenta, no llega en el momento más propicio. Con unos propósitos mucho más modestos se abre paso el Sistema Monetario Europeo. Bajo ese esquema, el foco se pone en la integración de la economía real, que, ya en el año 1987, se plasmaría en el Acta Única Europea. En este contexto, el Informe Delors abrazaría el proyecto de unión monetaria como un complemento natural de la integración económica, retomando el planteamiento del mencionado Informe Werner.

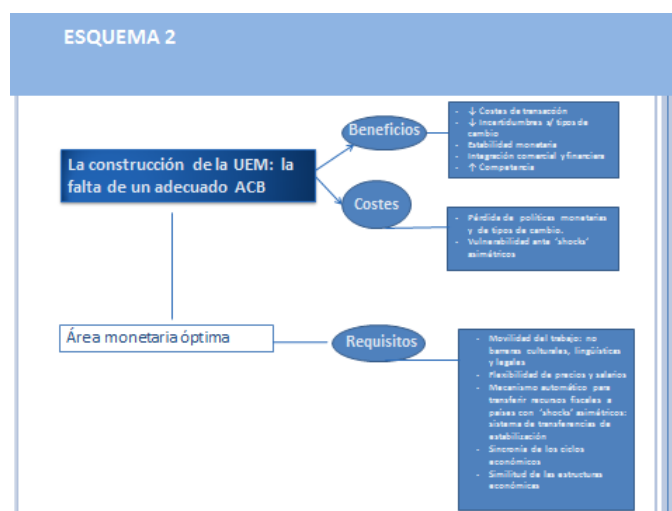
Concretamente, la Unión Económica y Monetaria se concebía como un proceso en tres etapas: la primera, basada en la construcción del Mercado Único de bienes y servicios (1987-1992); la segunda, articulada en la implementación de programas económicos (1993-1998); y la tercera, la de la Unión Monetaria Europea (UME), para la que se estableció como fecha de inicio el año 1999.

Debe subrayarse que esta última era un proyecto articulado fundamentalmente sobre la convergencia nominal, concretada en una serie de criterios estipulados como llave de acceso al nuevo club. El compromiso con la estabilidad económica tenía adjudicado un papel instrumental, pues se consideraba que un marco de ese tenor

propiciaría una fase prolongada de crecimiento económico y que daría paso, de manera casi automática, a la convergencia real entre los países integrantes.

Provistos de la nitidez que aporta la visión retrospectiva, queda reflejado de forma patente que la construcción de la UEM adoleció de la falta de un análisis coste-beneficio (ACB) adecuado.

Como se recoge en el esquema 2, la UEM presentaba importantes componentes en la vertiente de los beneficios, pero, asimismo, sustanciales elementos en la de los costes, que, aunque conocidos, no fueron objeto de una ponderación adecuada ni se incorporaron correctamente los factores de riesgo que podrían potenciar la relevancia de algunos de ellos en situaciones de crisis. Particularmente, se soslayó, con la exacerbada dosis de inconsciencia que brotaba del optimismo reinante, un hecho crucial: la Unión Europea distaba -y aún dista- mucho de ser un área monetaria óptima. Un simple repaso de los requisitos que emanan de la teoría económica pone de relieve los enormes desfases existentes.



De manera casi ineludible surge una pregunta lógica: si la UEM no respondía al perfil de un área monetaria óptima, ¿por qué se llevó a cabo?

La recuperación de algunas opiniones significativas, unas ya lejanas y otras más recientes, permiten hacernos una composición de lugar. Así, Martin S. Feldstein, a comienzos de los años noventa y también posteriormente, cuando afloró la crisis en el año 2011, sostiene la idea de que “La defensa de la Unión Monetaria Europea se basa esencialmente en su utilización como medio para conseguir la unión política”.

Justamente esa misma idea está presente, incluso en el propio título, en un artículo publicado por Felipe González en el año 1998: “El euro lleva a la unión política”.

Por su parte, Paul Krugman reflexionaba, en 2011, en el sentido de que “... en parte fue el sueño de la unificación europea... y en parte un acto de fe económica”, mientras que, en el mismo año, John Major proclamaba que “las raíces del presente caos se encuentran en una mala política que se impuso a una sensata economía”.

Y el mismísimo Mario Draghi, en el discurso de despedida como presidente del Banco Central Europeo (BCE), en 2019, esgrimía que “El euro es un proyecto eminentemente político, un paso fundamental hacia el objetivo de mayor integración política”.

En fin, un reciente comentario de Larry Summers, en el año 2018, viene a reflejar el drama de fondo que marca el devenir de la UEM: “El Banco Central Europeo es una institución extraordinaria. Hay países sin bancos centrales, ¡pero hasta ahora nunca había habido un banco sin un país!”.

3. La experiencia de la UEM: balance económico

Pese a todo, es ineludible prestar atención a cuál ha sido el balance económico de la experiencia de la UEM, aunque sea de manera superficial y aproximativa. Simplemente a título ilustrativo, ese balance se realiza a partir de la selección de algunos indicadores económicos relevantes, para el período 1999-2018: crecimiento económico, empleo, paro, PIB per cápita, tipo de cambio, situación de las finanzas públicas, tipo de interés de la deuda pública, y convergencia económica nominal y real.

Comenzamos con un repaso a la evolución del PIB real (gráfico 1). La magnitud real de la economía española ha crecido aproximadamente un 40% en el período analizado, la mayor tasa del grupo de países considerados. También el empleo registra un destacado crecimiento (gráfico 2), del 31%, lo que no debe ocultar la brusca caída sufrida durante la Gran Recesión. En todo caso, la evolución de España contrasta abiertamente con la de Grecia y Portugal. Por su parte, la tasa de paro ilustra con claridad las dificultades vividas en el mercado de trabajo, especialmente a partir del año 2008, para agudizarse y superar la cota del 25% en 2013 (gráfico 3). La recuperación posterior ha permitido situar la tasa de paro en un nivel cercano al del inicio del período,

extraordinariamente elevada, en cualquier caso, bajo cualquier estándar. No puede olvidarse que la tasa de paro española no bajó del 8% en el punto más alto del ciclo económico anterior. Tampoco puede dejar de matizarse que aunque la tasa actual sea similar a la del inicio del período, la ocupación, como se ha señalado, es sustancialmente mayor.

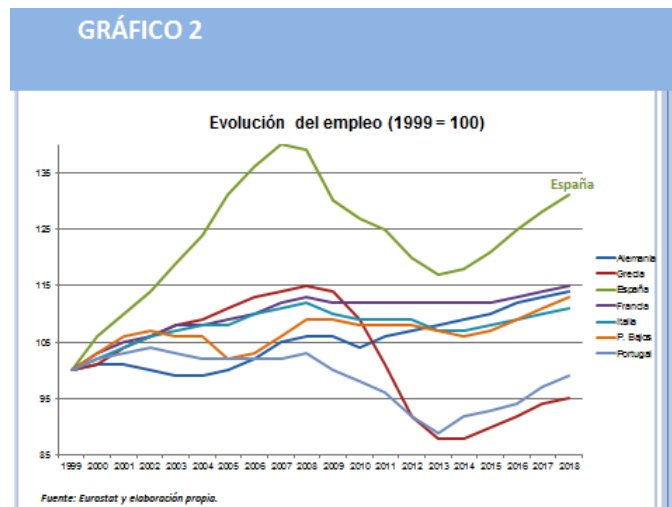
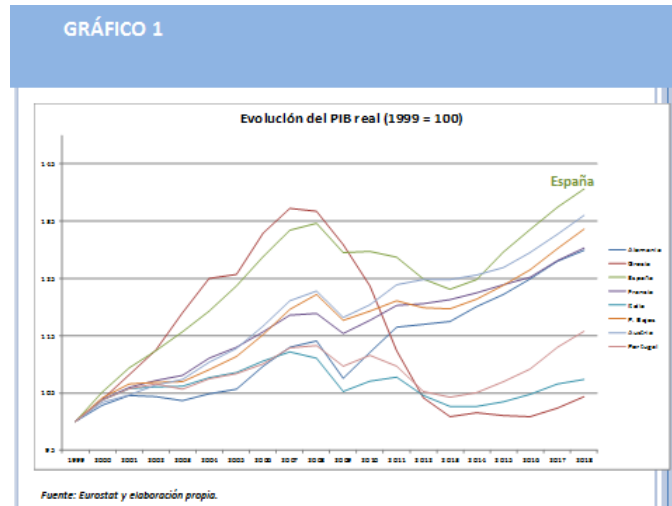
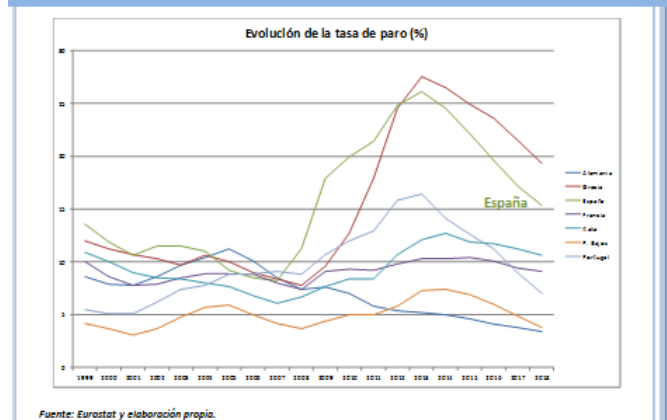
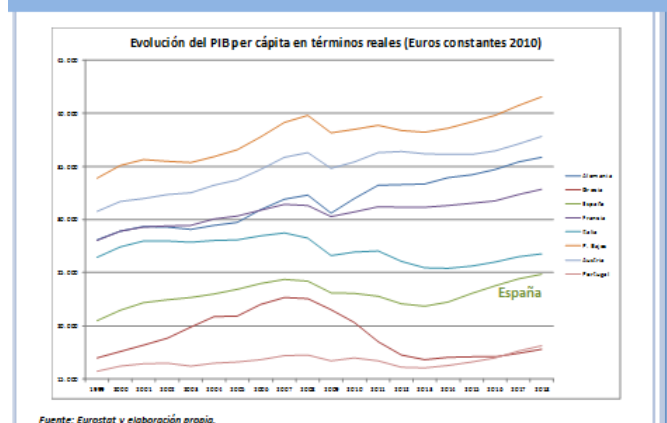


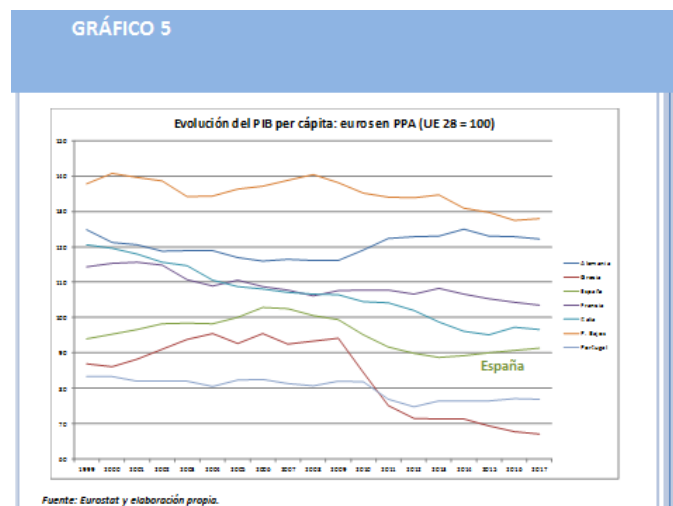
GRÁFICO 3



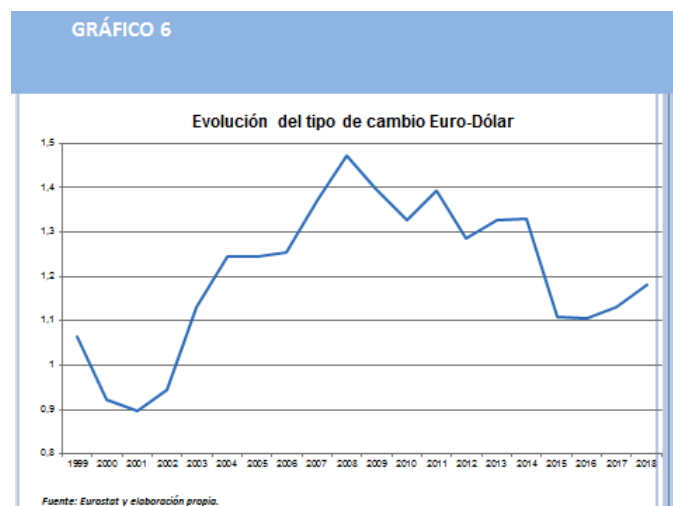
El PIB per cápita es un indicador muy imperfecto del bienestar individual, lo que no impide que siga dominando las comparaciones internacionales. En términos reales, el PIB per cápita de España en 2018 es superior en un 21,5% al de 1999 (gráfico 4), si bien se sitúa sólo un 2% por encima del máximo alcanzado a lo largo del período analizado. En Grecia, la cifra de 2018 supera también, aunque únicamente en un 4,8%, la de 1999, pero es un 22% inferior a la del máximo en el período. Por otro lado, el gráfico 5 muestra la evolución del PIB per cápita (en paridades del poder de compra) respecto a la media de la UE. De su observación se desprende cómo España registra un cierto retroceso en convergencia real respecto a dicha media, desde el 94% al 91,4%, después de haberse situado en el 103% en 2006. Sin embargo, otros países, como Alemania, Bélgica, Francia, Grecia, Holanda e Italia, también retroceden respecto a la media. Por último, respecto a Alemania, España retrocede ligeramente, mientras que avanza respecto a Francia.

GRÁFICO 4



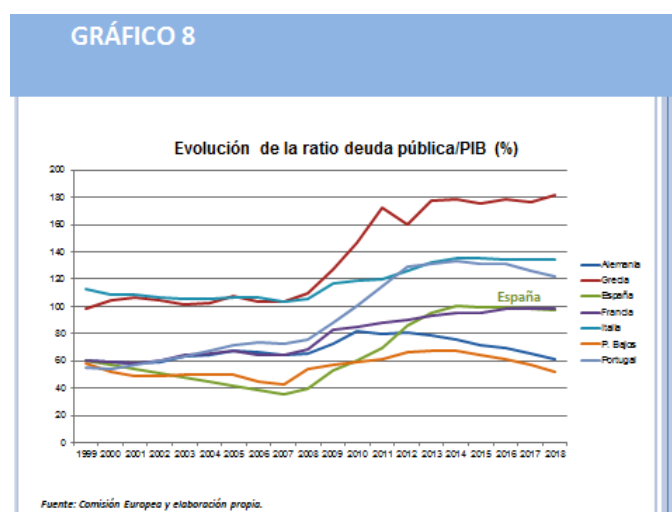
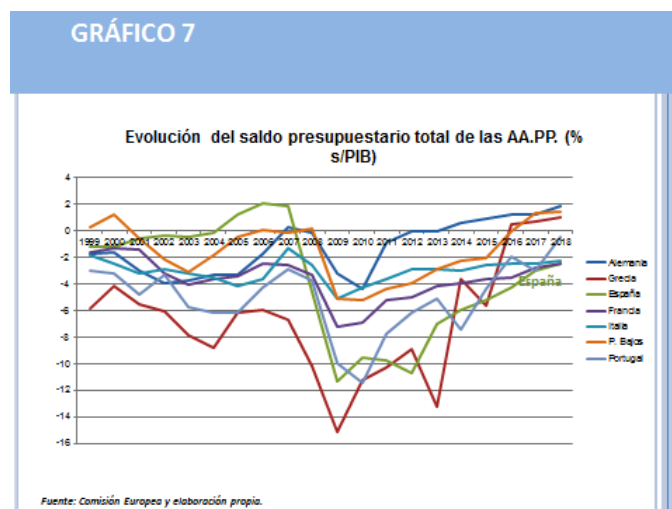


Por otra parte, la evolución del tipo de cambio euro-dólar delimita dos etapas bien diferenciadas (gráfico 6): una primera, a partir de 2002, de apreciación de la divisa europea, que, con un tipo de cambio de 1,47 dólares, alcanzó un máximo en el año 2008, y otra, de depreciación, hasta 2015, con un ligero repunte posterior. Entre 2008 y 2018, el euro se ha depreciado un 20% respecto al dólar, pero desde el año 2001 se ha apreciado un 28%.



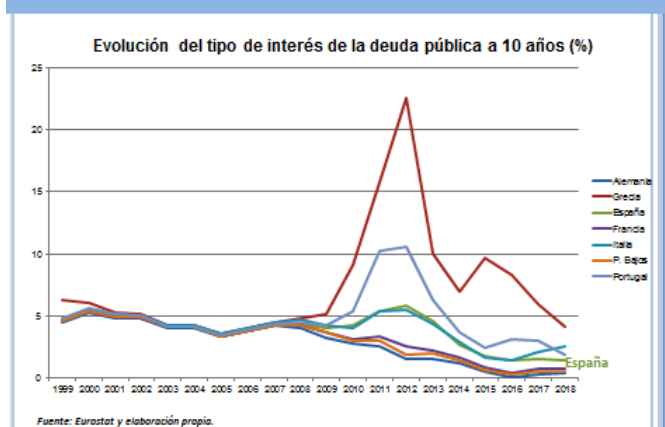
Como es bien conocido, las finanzas públicas han sido un ámbito, de importancia intrínseca para la UEM, especialmente afectado por la evolución económica. Así, el gráfico 7 permite apreciar el impacto de la crisis, especialmente en Grecia, España y Portugal, a través de la magnitud del saldo presupuestario respecto al PIB. A su vez, el gráfico 8 muestra la evolución de la ratio deuda pública/PIB. Las

patentes pendientes positivas de las curvas representativas vienen a reflejar la factura de la crisis, en una etapa tildada de “austeridad presupuestaria”. Es manifiesto el contraste entre Grecia, España y Portugal, por un lado, y Alemania y Holanda, por otro.



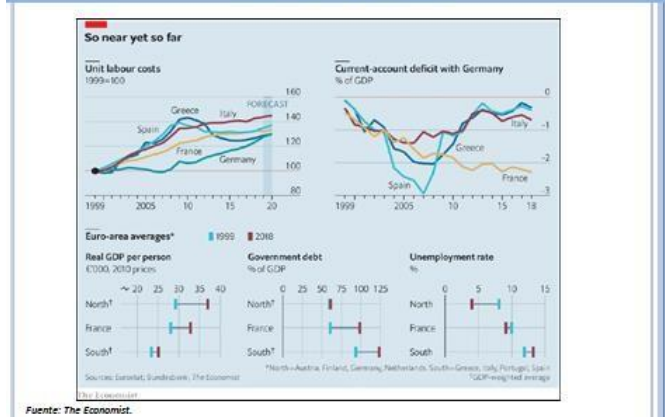
Al hilo de la consideración de estos dos indicadores de sostenibilidad presupuestaria no puede dejarse de recordar cómo ha evolucionado el tipo de interés de la deuda soberana en los países integrantes de la Eurozona (gráfico 9). Particularmente en una primera etapa en la que existía una convergencia casi total, lo que venía a reflejar, en la práctica, una equiparación de todos los riesgos soberanos. Sin embargo, la situación se alteraría de manera drástica a partir del año 2009, cuando se disparan las primas de riesgo en algunos países, con consecuencias bien conocidas.

GRÁFICO 9



Como síntesis resulta muy ilustrativa la contraposición efectuada por The Economist (2019) entre los países del “Norte” (Austria, Finlandia, Alemania y Holanda) y los del “Sur” (Grecia, Italia, Portugal y España), dejando a Francia como un caso intermedio² (gráfico 10). Cinco son los indicadores examinados:

GRÁFICO 10: EL BALANCE ECONÓMICO DE LA UEM: “NORTE” VS. “SUR”



i. Costes laborales unitarios: la progresión en España, Grecia e Italia respecto a Alemania puede ayudar a entender, al menos en parte, la senda de la competitividad internacional, antes y después de la crisis.

² Es de agradecer que el semanario británico haya alterado el orden de aparición de los países del “Sur”, ahorrando el sufrido acrónimo “PIGS”, que, con el nuevo orden, se convierte en “GIPS”.

ii. Saldo de la balanza por cuenta corriente con Alemania: especialmente en el caso de España, se aprecia una alta correlación negativa con la variable de los costes laborales unitarios.

iii. PIB per cápita real: se observa un avance muy destacado en el “Norte”, y uno muy modesto en el “Sur”, mientras que Francia se coloca en un punto intermedio.

iv. Ratio deuda pública/PIB: se da una clara expansión en el “Sur” y Francia, y un mantenimiento en el “Norte”.

v. Tasa de desempleo: disminuye en el “Norte”; también en Francia, pero mucho menos, y aumenta en el “Sur”.

Numerosos son los estudios realizados acerca de las repercusiones para cada país por su incorporación a la UME. El de Gasparotti y Kulla (2019) destaca por el alcance de los efectos estimados, centrados en la “prosperidad” de los países. Los autores utilizan el método del control sintético. Para responder a la pregunta de cómo habría evolucionado el PIB per cápita de un país si no se hubiese integrado en la Eurozona, construyen un escenario contrafactual mediante la extrapolación de la tendencia del PIB per cápita de otros países similares no integrados en la UME.

Los principales resultados obtenidos se recogen en el cuadro 1. El impacto en términos de prosperidad total acumulada es positivo en Holanda y, sobre todo, en Alemania. Curiosamente, también lo es, aunque en una cuantía mínima, en Grecia. Dicho impacto es negativo en el resto de países analizados, salvo en España.

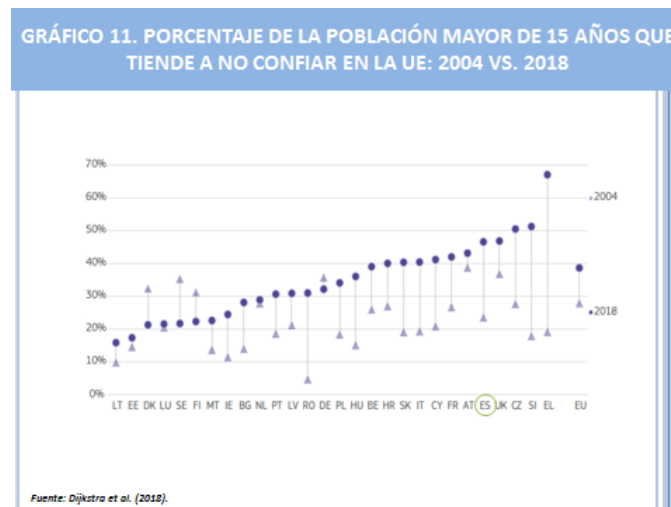
CUADRO 1. EFECTOS DE LA INTRODUCCIÓN DEL EURO EN:

	PIBpc 2017	PIB 2017	Prosperidad 1999-2017 pc acumulada	Prosperidad total acumulada
u.m.	€	m.m. €	€	m.m. €
Alemania	3.390	280	23.116	1.893
Holanda	1.116	19	18	346
Grecia	-920	-10	190	2
España	-1.448	-67	-5.031	-224
Bélgica	-3.850	-41	-6.370	-69
Portugal	-5.482	-56	-40.604	-424
Francia	-5.570	-374	-55.996	-3.591
Italia	-8.756	-530	-73.605	-4.325

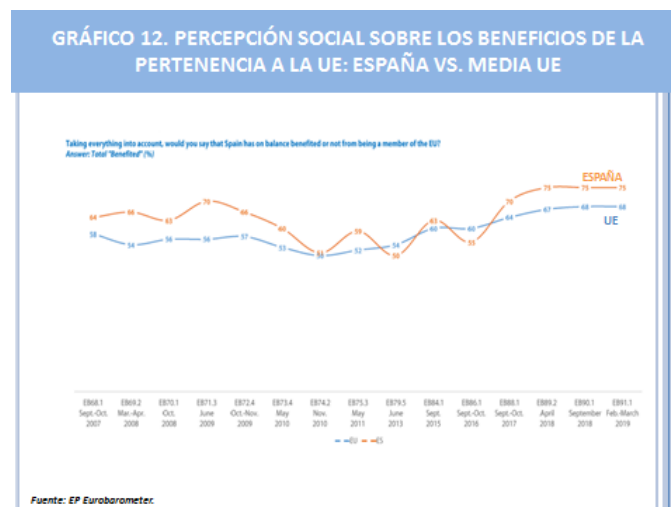
Fuente: Gasparotti y Kullas (cepStudy, 2019).

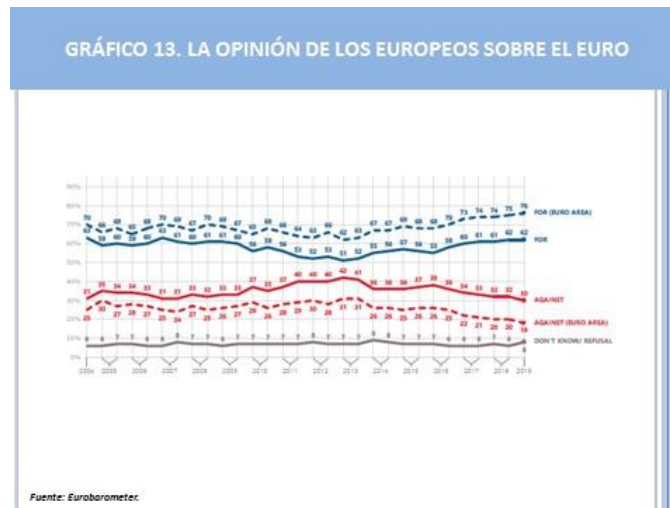
Las vicisitudes vividas desde el inicio de las distintas crisis surgidas en el ámbito de la UEM ayudan a explicar el aumento que tiene lugar, entre 2004 y 2018, de las

personas que tienden a no confiar en la UE, lo que ocurre en casi todos los países, con las excepciones de Dinamarca, Suecia, Finlandia y Alemania (gráfico 11).



Pese a lo anterior, en el caso de España, un 75% de los ciudadanos piensan que la pertenencia a la UE ha sido positiva (gráfico 12), y, por otro lado, existe un respaldo mayoritario al euro, que alcanza el 76% en el conjunto de la Eurozona (gráfico 13).

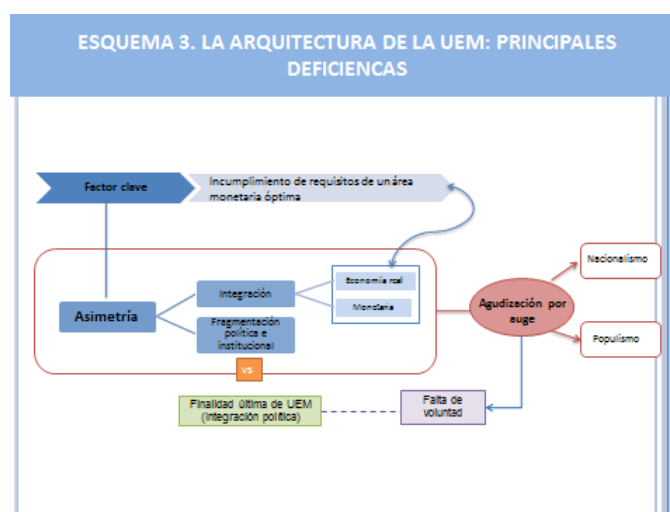




4. La arquitectura de la UEM: principales deficiencias

Cualquier valoración de la arquitectura de la UEM ha de partir de subrayar un factor clave. Como se ha señalado, la UEM incumplía e incumple los requisitos de un área monetaria óptima. De una manera más general, la configuración de la UEM es un ejemplo paradigmático de la asimetría existente entre las vertiente económica y política. Así, la integración en las esferas de la economía real y la monetaria contrasta con la fragmentación política e institucional. La célebre frase de Fontaine (2011), en el sentido de que “la Unión Europea es un gigante económico pero es un enano político”, sigue teniendo vigencia.

Esta deficiencia se agudiza en la práctica ante el auge del nacionalismo y del populismo, que tienden a retroalimentarla y a cebar la falta de voluntad para emprender el camino hacia la finalidad última de la UEM, la integración política (esquema 3).



5. El futuro de la UEM: posibles cursos de acción

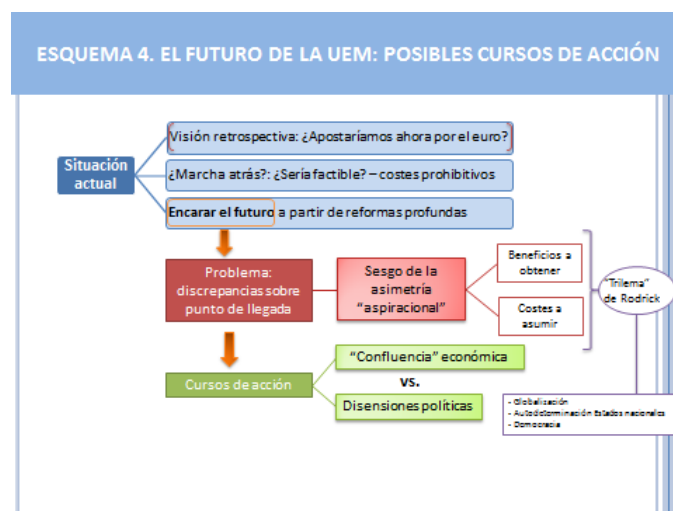
Tratar de vislumbrar el futuro de la UEM requiere partir del reconocimiento de los factores que la atenazan en la actualidad. Y, casi inevitablemente, como primera reflexión, surge una pregunta un tanto incómoda: si pudiéramos retroceder en el tiempo, y empezar de cero, ¿apostaríamos ahora por el euro?

Sin embargo, esa pregunta no dejaría de tener un alto componente de ficción, en la medida en que, aunque pudiera concebirse un proceso de marcha atrás, los costes serían prohibitivos. La única alternativa realista pasa, pues, por encarar el futuro a partir de reformas profundas³.

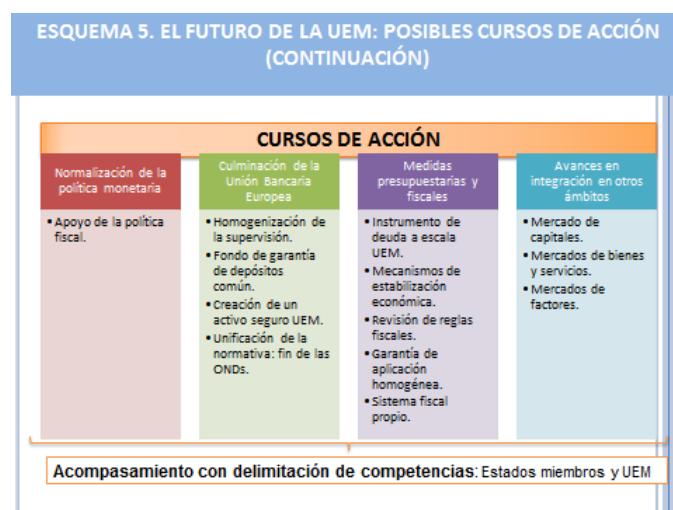
Aunque la idea de avanzar en reformas en abstracto puede suscitar un amplio apoyo, subsiste el problema de la existencia de discrepancias respecto a cuál debe ser el punto de llegada. Ubicación ésta que se ve condicionada por lo que podría denominarse como “sesgo de la asimetría aspiracional”, marcado por el contraste entre los beneficios a los que se aspira, y que en la mayoría de las ocasiones se dan por descontados, y los costes en los que se está dispuesto a incurrir, que actúan como líneas rojas inhibitorias. De manera más general, el olvido del implacable corsé del “trilema de Rodrik”, que pone de relieve la incompatibilidad de la globalización, la autonomía nacional y la democracia, no hace sino aumentar el grado de frustración ante la dinámica de los hechos económicos.

La contundencia de éstos y los estrechos márgenes de maniobra existentes en la práctica, unidos a la experiencia vivida, vienen a explicar que, sin que pueda hablarse de un consenso en sentido estricto, exista un alto grado de confluencia económica respecto a los cursos de acción a adoptar. Pero ese alto grado de coincidencia en el diagnóstico y en la hoja de ruta económica contrasta con las profundas disensiones políticas (esquema 4).

³ No obstante, opiniones muy significadas no avalan ese tipo de planteamientos. Así, el gobernador del Banco Nacional de Hungría (Matolcsy, 2019) aboga por que se permita la salida de la zona monetaria en las próximas décadas, y por la construcción de una moneda global más sostenible entre los países que decidan permanecer.



Desde nuestro punto de vista, pueden perfilarse cuatro líneas de actuación básicas (esquema 5):



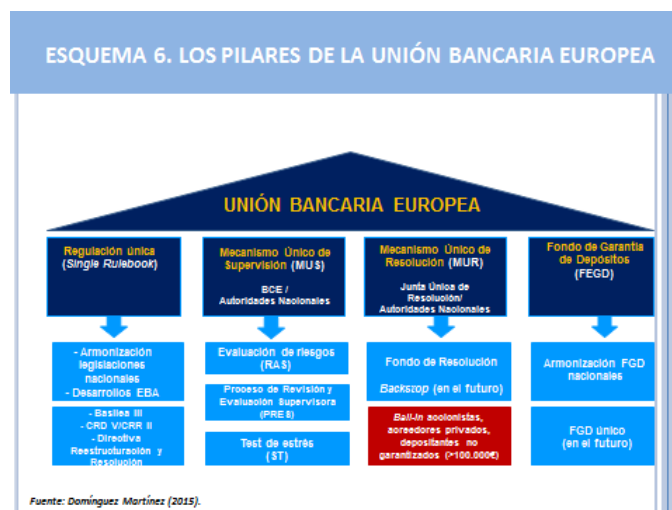
- i. Normalización de la política monetaria, para lo que resulta necesario contar con el apoyo de la política fiscal.
- ii. Culminación de la Unión Bancaria Europea (UBE). Cuatro puntos son primordiales en este apartado: la homogeneización de la supervisión prudencial, el establecimiento de un fondo de garantía de depósitos común, la creación de un activo financiero seguro en el ámbito de la UEM, y la unificación de la normativa, con la supresión de las ONDs (opciones y discreciones nacionales).
- iii. Adopción de medidas presupuestarias y fiscales, entre las que cabe destacar: la utilización de un instrumento de deuda a escala de la UEM, el fortalecimiento de los mecanismos de estabilización económica, la revisión de las reglas

fiscales, la garantía de una aplicación homogénea y ecuaníme de dichas reglas, y la concepción de un sistema fiscal propio.

iv. Avances en la integración en otros ámbitos, tales como el mercado de capitales, los mercados de bienes y servicios, y los mercados de factores.

Huelga recordar que las medidas esbozadas no pueden entenderse como una suerte de apósito que se coloca sobre una estructura inamovible, sino que han de ir acompañadas con una clara delimitación de competencias entre la UEM y los Estados miembros.

Un requisito fundamental para consolidar la UEM es completar la UBE (esquema 6). Se trata de un ámbito en el que se han registrado importantes avances, pero que es necesario afianzar con otros elementos pendientes, a fin de que pueda desempeñar eficazmente el papel que se le atribuye a fin de romper el nexo entre los riesgos bancarios y los riesgos soberanos.



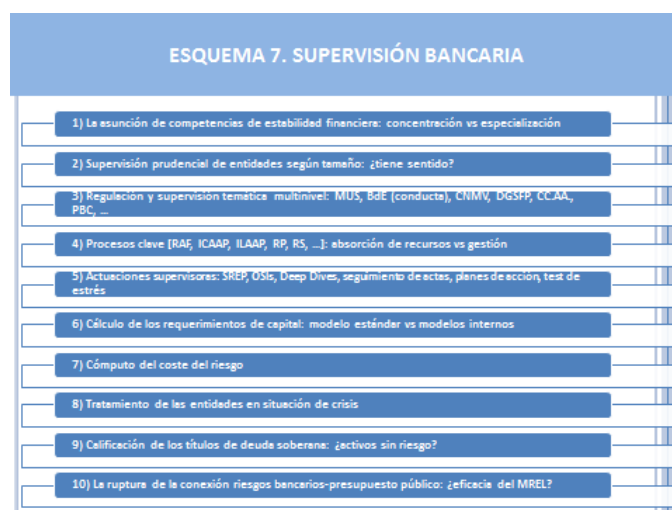
Aparte de la necesidad de clarificar y extender de forma homogénea el marco de resolución de las entidades bancarias, es imprescindible el establecimiento de un fondo de garantía de depósitos común. La tradicional resistencia del Gobierno alemán a dicho sistema ha encontrado recientemente signos esperanzadores para su puesta en marcha, merced a la disposición manifestada para habilitar el mecanismo previsto en el diseño de la UBE. Sin embargo, la gradualidad de su aplicación y las condiciones expresadas en la propuesta germana, de difícil aceptación para otros Estados miembros, en particular por lo que concierne a la obligatoriedad de provisiones por posiciones de riesgo soberano, hacen retornar los nubarrones en el horizonte del referido fondo de garantía.

Ante las dificultades constatadas, se ha formulado como propuesta alternativa la creación de un euro verdaderamente digital, basado en la introducción de un depósito bancario plenamente respaldado con dinero del BCE. En una segunda etapa, el depósito seguro podría ser establecido como dinero digital del BCE, conjugado con el uso del *blockchain*. El euro, según dicha propuesta, se convertiría en una “stablecoin” respaldada solo por bonos públicos. Únicamente el BCE, y no los bancos comerciales, sería responsable de su emisión⁴.

6. Supervisión bancaria, política monetaria y política presupuestaria: aspectos clave

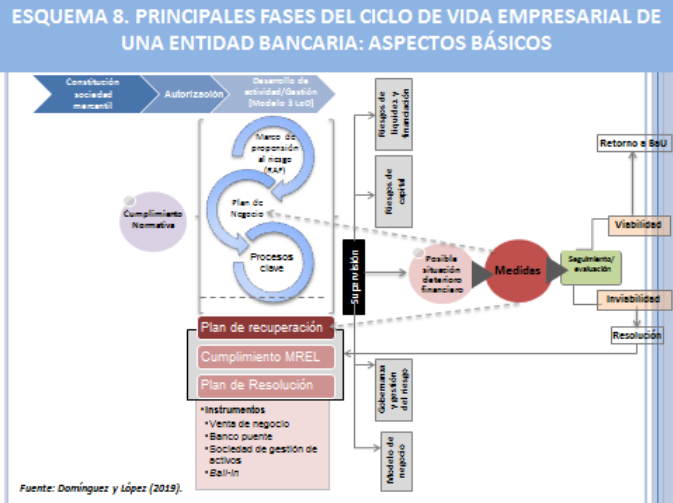
Son bastante numerosos los aspectos que se plantean en torno a los apartados recogidos en el título de este epígrafe.

Por lo que respecta a la supervisión bancaria, en el esquema 7 se recogen las cuestiones más relevantes.



A fin de calibrar adecuadamente el alcance de las mismas puede ser oportuno disponer de una perspectiva global del ciclo de vida empresarial de una entidad bancaria (esquema 8).

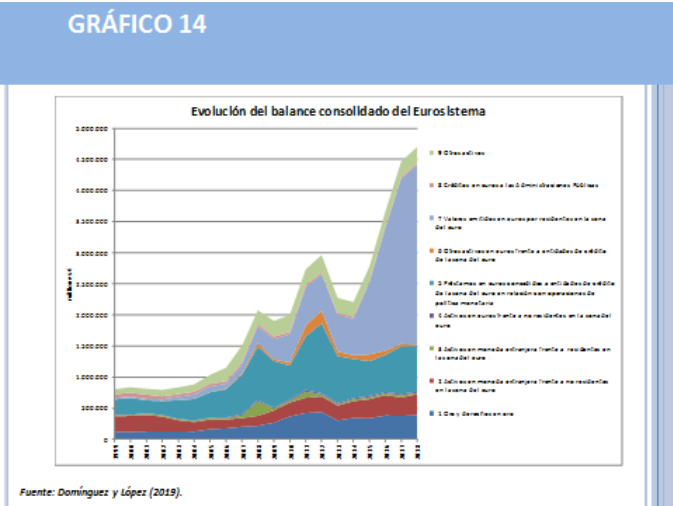
⁴ Esta propuesta implicaría de facto una reconversión del papel de los bancos comerciales, que quedarían equiparados a fondos de inversión.



Igualmente son diversas las cuestiones que se suscitan en relación con la política monetaria (esquema 9).

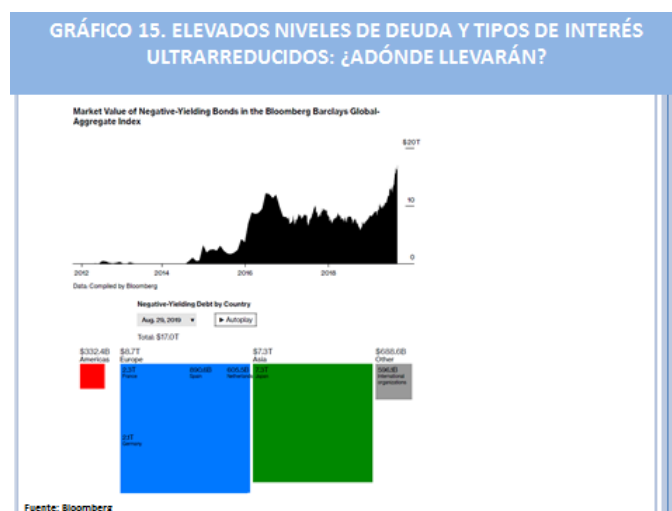


El gráfico 14 recoge la evolución del activo del Eurosistema, que, finales de 2018, ascendía a una cifra superior a los 4,5 billones de euros (equivalente al 40% del PIB de la Eurozona).



Dentro del activo sobresale una cartera de más de 2,5 billones de euros (23% del PIB de la Eurozona), como reflejo de la política de *quantitative easing* que a lo largo de los últimos años viene aplicando el BCE.

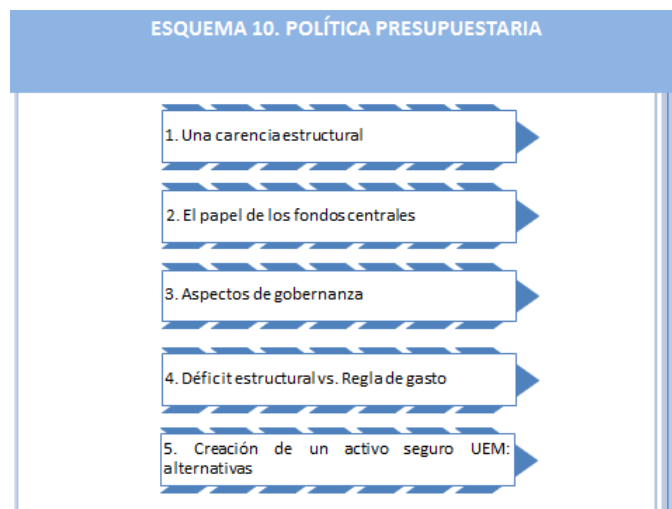
Dicha política ha conducido a un entorno de tipos de interés ultrarreducidos que incluso se adentran en territorio negativo. Según las estadísticas disponibles, a finales de agosto de 2019 existían en el mundo bonos con rendimiento negativo por un montante total de 17 billones de dólares, con un predominio de los mercados europeo y asiático (gráfico 15).



Ante las dificultades para salir de una situación de atonía, como producto del bucle generado entre la vertiente monetaria y la economía real, diversos analistas han llegado a calificar la situación actual en Europa y Japón como “agujero negro monetario”, íntimamente ligado a una nueva versión del “estancamiento secular”. Hace 2 años, según el FMI, el crecimiento económico se estaba acelerando en el 75% del mundo, mientras que ahora se espera una desaceleración en cerca del 90% de la economía global.

Ante los elevados niveles de deuda pública y la persistencia de los tipos de interés ultrarreducidos surgen dudas inquietantes acerca del rumbo futuro de la economía. Sin embargo, los pronósticos y los temores son discrepantes. Mientras que para algunos analistas existe un claro riesgo de que la situación actual desemboque en un proceso inflacionario, otros apuntan riesgos de deflación. No obstante, no faltan otras posiciones que apuestan por una situación más benévola, a medio camino entre los dos polos opuestos señalados (Wolf, 2019).

Por lo que se refiere a la política presupuestaria, cinco son las cuestiones básicas seleccionadas (esquema 10).



En este apartado radica una carencia estructural de la construcción de la UEM.

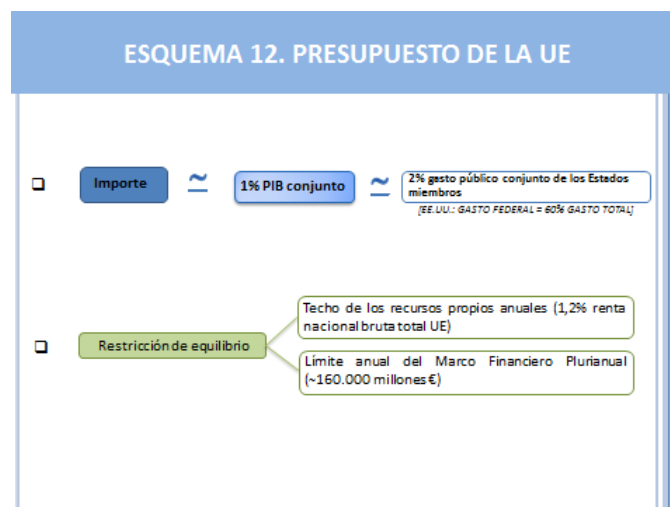
“Dos décadas después del lanzamiento del euro, la mayoría de los pilares necesarios de una moneda global exitosa -un Estado común, un presupuesto que cubra al menos el 15-20% del PIB de la Eurozona, un ministerio de finanzas de la Eurozona, y un ministro del ramo- están aún ausentes”. No por ser pronunciadas en tono crítico puede prescindirse del fondo de las anteriores palabras del Gobernador del Banco Nacional de Hungría ⁵, siquiera sea para reflexionar acerca de los desfases aún subsistentes en la construcción de una UEM plena.

De hecho, hace ya algunos años, de la Dehesa (2012), al valorar el Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza (TECG) de la UEM (esquema 11), dejaba claro que para la virtualidad práctica de las reglas fiscales del Tratado habían de cumplirse dos condiciones: de una parte, la creación simultánea de un Tesoro europeo financiado con tributos europeo, que emitiera Eurobonos, y que realizara la política macroeconómica de estabilización para toda la Eurozona; de otra, dar poderes al BCE para ser prestamista de última instancia.

⁵ Vid. Matolcsy, G. (2019): “We need to admit the euro was a mistake”, Financial Times, 3 de noviembre.

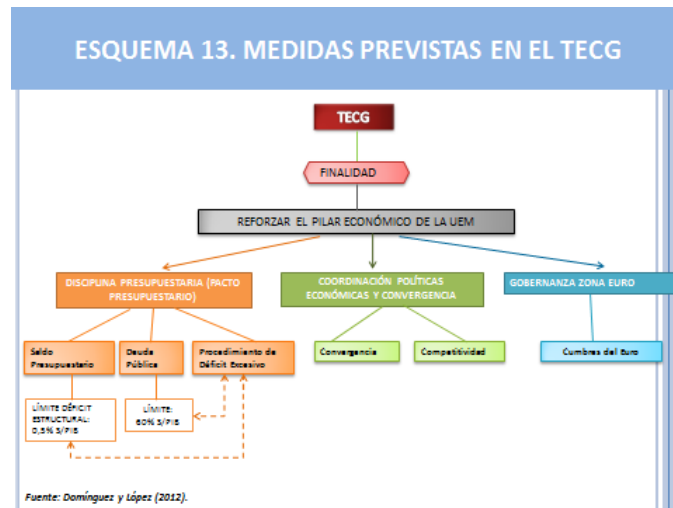


La referencia al marco presupuestario de la UE es, pues, imprescindible (esquema 12). El importe del presupuesto equivale a algo más de un 1% del PIB de la Unión Europea, y a un 2% del gasto público conjunto de los Estados miembros. En contraposición, el gasto federal en Estados Unidos representa un 60% del gasto público total del país.



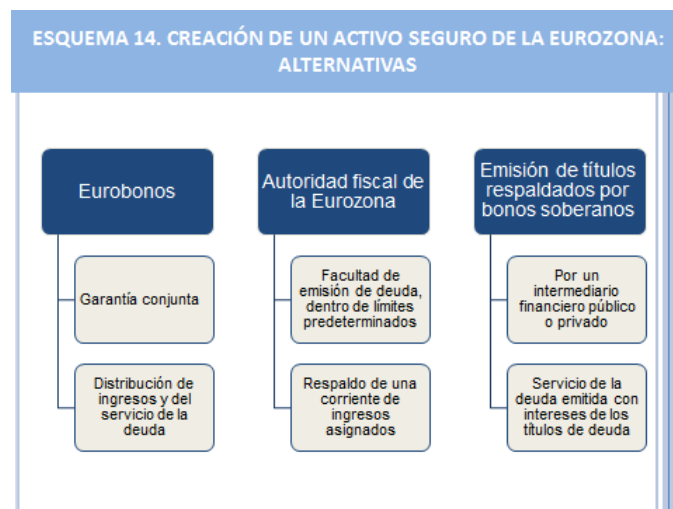
Como se sintetiza en el esquema 13, el TEGG se articula sobre tres pilares (disciplina presupuestaria, coordinación de políticas y convergencia, y gobernanza de la Eurozona), sin incidir en las actuaciones compensatorias ante situaciones de crisis⁶.

⁶ La puesta en marcha del Instrumento Presupuestario para la Convergencia y la Competitividad (BICC, por sus siglas en inglés: “Budgetary Instrument for Convergence and Competitiveness”), con una dotación de 17.000 millones de euros para un período de 7 años, se enfrenta a una falta de acuerdo sobre los recursos.



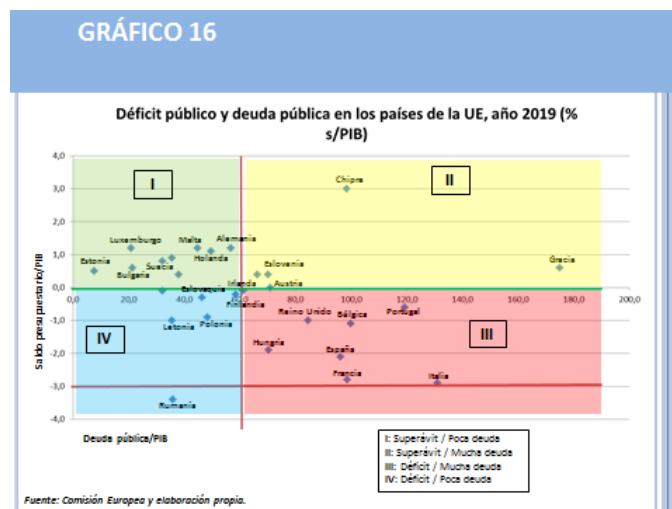
La situación existente justifica así totalmente la recomendación formulada por M. Draghi en el sentido de disponer de una capacidad fiscal en la Eurozona, que tenga la dimensión y el diseño adecuados, lo suficientemente amplia para estabilizar la UME, si bien diseñada de forma que no cree un riesgo moral excesivo.

Para que el entramado prescrito sea operativo resulta primordial la creación de un activo seguro de la Eurozona, para lo cual existen distintas opciones (esquema 14).

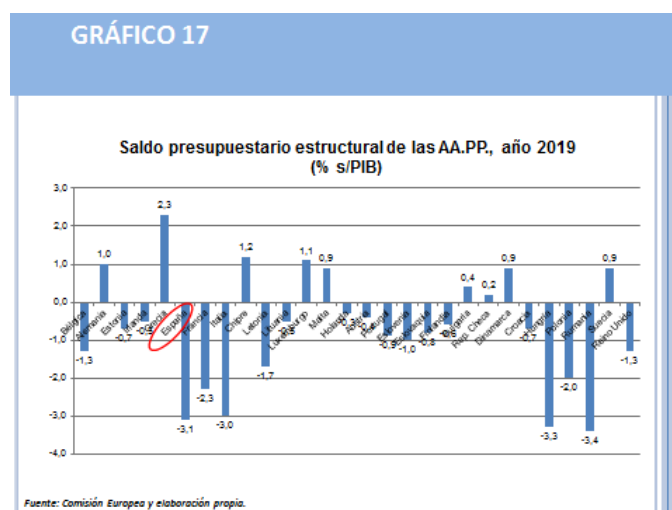


Por supuesto, a la hora de adoptar las medidas reseñadas no podemos obviar evaluar cuál es la situación de partida de los diferentes países en términos de sostenibilidad presupuestaria. El gráfico 16 permite apreciar la posición de cada país

según los dos indicadores básicos del saldo presupuestario y de la deuda de las administraciones públicas respecto al PIB⁷.



Asimismo, tampoco puede desatenderse la magnitud del saldo presupuestario estructural, concepto que, pese a su puesta en cuestión a raíz de las dificultades de obtener estimaciones completamente fidedignas, reviste una enorme utilidad a efectos de calibrar el equilibrio o el desequilibrio presupuestarios no ligados a la coyuntura económica (gráfico 17).



⁷ Vid. Domínguez Martínez, J. M. (2019): “La hora de la política fiscal: los cuadrantes de la estabilidad presupuestaria”, Blog neotiemppovivo, 28 de noviembre.

7. Consideraciones y reflexiones finales

Sobre la base de lo expuesto, pueden realizarse las siguientes consideraciones y reflexiones:

1. La construcción de la UEM respondió mucho más a un impulso de carácter emocional que a una evaluación sistemática y completa de su racionalidad económica en las condiciones del marco institucional vigente.
2. Sin llegar a alcanzarse la unanimidad, existe un considerable grado de confluencia, desde de un punto de vista económica, sobre cuáles deberían ser los cursos de acción para llegar a una UEM plena y consolidada, lo que contrasta abiertamente con las profundas disensiones políticas existentes.
3. Aun cuando el camino lógico y racional pase por perseverar en la senda iniciada y adoptar las medidas que permitan completar la arquitectura de la UEM, con todas sus consecuencias, constituiría un peligroso error considerar que el proyecto de integración europea no tiene marcha atrás. Dado que hoy por hoy no puede descartarse ningún escenario, por muy inverosímil que pueda parecer, todo lo que sea apuntalar las estructuras de la UEM contribuirá a afianzar la consistencia de un proyecto orientado a preservar y extender los principios y valores de los que, en gran medida, depende la prosperidad económica y el bienestar social de los europeos.
4. Aun cuando durante un largo período se ha consentido y mantenido un enfoque dual, es hora de plantearse si verdaderamente tiene sentido que la Unión Europea y la Unión Económica y Monetaria Europea no sean conceptos coincidentes.
5. Por su papel fundamental, las reglas fiscales aplicables en el seno de la UEM deben ser objeto de revisión a fin de dotarlas de un estatus coherente y plenamente asumido por todos los Estados participantes. Pero, desde luego, sin perjuicio de que existan mecanismos compensatorios centralizados, carece de sentido, por un lado, que se cuestione el comportamiento de aquellos países que cumplan las reglas establecidas, y, por otro, que se tolere un flagrante incumplimiento por parte de otros.
6. La extrema gravedad de algunas situaciones críticas vividas justifica la adopción de medidas extraordinarias, pero, más allá de esto, debe despejarse cualquier duda

acerca de que las actuaciones excepcionales hayan podido quebrantar los principios fundacionales de la UEM.

7. Si bien las actuaciones de la política monetaria han aportado una tabla de salvación del euro, se ha conseguido a costa de hacer caer la economía en una profunda trampa de liquidez. La actuación necesaria de la política fiscal para poder salir de la misma obliga a acelerar las reformas imprescindibles en el plano presupuestario, guardando un adecuado equilibrio entre la capacidad de actuación y la evitación de riesgos morales excesivos.
8. Una vez comprobados los grandes problemas que pueden darse en la práctica por el hecho de no reunirse los requerimientos de un área monetaria óptima, se hace imprescindible dotar a la UEM, con la mayor celeridad, de aquellos elementos que ayudan a la “convergencia” con un “benchmarking” de mínimos.
9. En cualquier caso, ese proceso no dejará de ser traumático si no se toma conciencia de la merma de los grados de libertad efectivos disponibles en un mundo lleno de trilemas.
10. Como síntesis de la hoja de ruta planteada, puede señalarse la necesidad de que la finalidad última del euro se convierta en el punto de partida: la mayor integración política se erige como la prioridad más absoluta.