

# ECONOMISTAS

MADRID

COLEGIO DE

COLEGIO DE ECONOMISTAS DE MADRID  
CONSEJO GENERAL DE ECONOMISTAS

XX

ANIVERSARIO  
DEL EURO

Nº 180







# ECONOMISTAS

COLEGIO DE MADRID

Nº 180 / Febrero 2023

## Consejo de Redacción

### Directora

Amelia Pérez Zabaleta

### Secretaria

Esther García

### Consejeros

Fernando Becker

José M<sup>a</sup> Casado

Juan Ramón Cuadrado

Juan José Durán

José M<sup>a</sup> Espí

Gregorio Izquierdo

Ana M<sup>a</sup> López

Rafael Pampillón

José M<sup>a</sup> Rotellar

## Redacción y Administración

Colegio de Economistas de Madrid

Flora, 1 - 28013 Madrid

(+34) 91 559 46 02

revista.economistas@cemad.es

www.cemad.es

## Diseño de Portada

Pedro Viejo

## Impresión

Grupo Raiz Dismark, S.L.

## Depósito Legal

M-13.155-1983

ISSN 0212-4386

No está permitida la reproducción total o parcial de esta revista, ni su tratamiento informático, ni la transmisión de ninguna forma o por cualquier medio, ya sea electrónico, mecánico, por fotocopia, por registro y otros métodos, sin el permiso previo y por escrito del editor.



Colegio de  
Economistas  
de Madrid

El Colegio de Economistas de Madrid no comparte necesariamente las opiniones expresadas en los artículos publicados, los únicos responsables son sus propios autores.

## 5 Editorial

Coordinador:

*José María Casado Raigón*

Catedrático de Economía Aplicada

Cátedra Jean Monnet de Economía, Unión Europea

## 7 Introducción

7 Veinte años de transformaciones económicas

*Pablo Hernández de Cos*

## 13 Veinte años desde el nacimiento del euro

13 Pasado, presente y futuro de la moneda única europea

*José María Casado Raigón*

19 El largo recorrido hasta el nacimiento del euro

*José María Aznar Martín*

29 El largo camino del euro en estos veinte años, un proyecto compartido

*Valentín Pich*

32 El euro, las dos caras de una moneda

*Eduardo Cuenca García y  
Margarita Navarro Pabsdorf*

## 43 Algunos desarrollos actuales

43 La gobernanza económica de la eurozona: reformas pendientes

*Álvaro Anchuelo Crego*

54 La importancia de las reglas fiscales y la estabilidad económica como mecanismo para preservar la Unión Monetaria

*Gregorio Izquierdo Llanes y Nicolás Vicente Regidor*

65 El euro: las monedas, los billetes y la sostenibilidad ambiental  
*Amelia Pérez Zabaleta y Gemma Durán Romero*

---

72 Desarrollo de la gobernanza económica europea  
*Ferran Brunet Cid*

---

---

### 83 **El futuro de la Unión Europea**

---

83 El euro como ocasión favorable hacia la Unión Europea  
*José María Casado Raigón*

---

92 La percepción del euro como moneda referente  
*Ana M. López y Gemma Durán Romero*

---

---

### 104 **In Memoriam**

---

104 Juan Velarde, a hombros de Jovellanos. Salve a los maestros  
*Javier Morillas*

---

---

### 108 **Crónicas**

---

108 El Colegio de Economistas de Madrid  
*Esther García García*

---

---

### 115 **Reseñas libros**

---

115 Anti-Marx. Crítica a la Economía Política Marxista  
*Juan Ramón Rallo*  
*por Rafael Pampillón Olmedo*

---

117 Política Económica de la Segunda República.  
España en la Gran Depresión Internacional  
*Luis Peral Guerra*  
*por Rafael Pampillón Olmedo*

---

---



## PRESENTACIÓN

El hecho de que veinte países hasta la fecha hayan decidido abandonar su soberanía monetaria y unirse a la moneda única europea supone un gran salto adelante en el camino hacia una mayor integración europea, y una etapa decisiva de integración, no solo económica sino también política, puesto que el euro entraña una cesión de soberanía desde los EE.MM. a las instituciones supranacionales que conforman la Unión Europea.

Tal como sucedió con los acuerdos de Shengen para la supresión de los controles de las fronteras interiores entre determinados países, lo que dio paso a una *Europa a varias velocidades o de geometría variable*, la unión monetaria supone también un ejemplo de diferentes ritmos de integración dentro de la Unión y, simultáneamente, una nueva relación de fuerzas entre las diferentes instituciones europeas. De cara al exterior, el euro define igualmente unos nuevos parámetros de inserción internacional de la Unión Económica y Monetaria en el sistema mundial. La magnitud y alcance del actual proceso de integración europea no es parangonable con intentos habidos en el pasado porque, entre otras razones, los parámetros tecnológicos, económicos, sociales y políticos de entonces eran bien diferentes a las variables y referencias hoy existentes.

Por todo ello y con la iniciativa conjunta del Consejo General de Economistas de España y el Colegio de Economistas de Madrid, se consideró oportuno, cuando se cumple el vigésimo aniversario de la puesta en circulación efectiva de la moneda única europea –euro–, profundizar sobre el pasado, presente y futuro de uno de los hitos fundamentales del proceso *a continuum* de construcción de la Unión entre aquellos Estados miembros que aspiran a hacer del viejo continente una potencia mundial cohesionada.

De manera directa y sencilla se ha estimado apropiado llevar a cabo el análisis, distinguiendo tres etapas que integren, en primer lugar, la larga senda seguida desde los primeros pasos del proyecto europeo de los que se van a cumplir tres cuartos de siglo (1950-2022), recordando esa historia (*pasado*); en segundo lugar, la fecunda experiencia y resultados que se han alcanzado en la propia evolución de la integración de la región, superando crisis y acercando economías, en otros tiempos bastante dispersas (*presente*); y, en tercer lugar, mostrar los nuevos horizontes que se van abriendo en el actual panorama económico y financiero que se encuentra en franca evolución, y que presenta, además, estimables cotas de incertidumbre por cambios más o menos previsibles y pronosticables (*futuro*).

Finalmente añadir que los diferentes trabajos que figuran en el sumario, realizados por grandes economistas expertos en materia de integración europea, hacen referencia, separada o conjunta, a los tres niveles temporales que hemos tratado –pasado, presente y futuro–. Ese conjunto de análisis se ha completado con un ciclo de tres Conferencias o sesiones extraordinarias que se relacionan a continuación, en las que

han intervenido expertos muy cualificados y con experiencia en los contenidos a tratar, (Pablo Hernández de Cos, gobernador del Banco de España; Antón Costas Comesaña, presidente del Consejo Económico y Social de España, y Luis de Guindos Jurado, vicepresidente del Banco Central Europeo), cuyas intervenciones fueron moderadas por los coordinadores Valentín Pich, José Manuel González Páramo y José María Casado. Las cuestiones tratadas pueden agruparse en las tres siguientes: *I.* Las causas de la creación de la moneda única europea. El largo camino de su gestación, *II.* Veinte años de funcionamiento y respuestas a las crisis, y *III.* Reflexiones sobre el futuro del euro y perspectivas de la Unión Europea. ¿El euro digital en 2026?

Para finalizar, añadiremos que en medio de una época de grandes retos e incertidumbres, el euro se ha revelado como la prueba más palpable de la fortaleza y unidad europeas. Como se pone de manifiesto a lo largo de este número, durante los veinte años de existencia del euro se han atravesado etapas realmente difíciles, como la crisis financiera, la crisis de la deuda soberana, el *Brexit* o la pandemia covid-19. Quedan pendientes de superar la guerra de Putin contra Ucrania y más allá, y sus secuelas de crisis energética.

Con el euro (2002-2022), se demuestra que el éxito que esperaban los *padres fundadores*, hace casi tres cuartos de siglo, ha costado muchos esfuerzos y luchas para superar obstáculos y crisis, pero en el pensamiento de aquellos precursores estaban las claves para descifrar los logros actuales.

**José María Casado Raigón**

# VEINTE AÑOS DE TRANSFORMACIONES ECONÓMICAS

**Pablo Hernández de Cos**

*Gobernador, Banco de España*

## RESUMEN

La creación del euro en 2002, hace ahora veinte años, supuso un paso trascendental en el proyecto económico y político de la Unión Europea. Se ha convertido en una verdadera seña de identidad de los europeos y es uno de los aspectos más valorados del proceso de construcción europea. Su apoyo en España está por encima al de la media de la UE.

Es necesario entender las obligaciones y restricciones de nuestra pertenencia a la UEM como, el reto del saneamiento de las cuentas públicas, el de la baja productividad agregada, el reto de la volatilidad del empleo, la precariedad laboral y el paro estructural.

La moneda única exige seguir adentrándose en la gobernanza de la UEM, a través de completar la Unión Bancaria, la Unión de los Mercados de Capitales y el marco de política fiscal con una orientación general, acorde con las limitaciones nacionales y las del área del euro, en su conjunto. La gobernanza de la UEM exige, pues, seguir ahondando en la misma, si bien en el último decenio se han realizado algunos progresos audaces para completarla.

## PALABRAS CLAVE

Identidad europea, Unión Bancaria, Unión de Mercados de Capitales, Unión Europea (UE), Unión Económica y Monetaria (UEM), Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE), Banco Central Europeo (BCE), Fondo Único de Resolución (FUR), Saneamiento de las cuentas públicas, Mercado de Trabajo, Nuevos Mecanismos de Coordinación, Activo Seguro Común, Sistema Europeo de Garantía de Depósitos (SEGD).

## ABSTRACT

*The creation of the euro in 2002, twenty years ago now, was a major step forward in the European Union's economic and political project. It has become a true hallmark of European identity and is one of the most highly valued aspects of the process of building the euro. Its support in Spain is above that of the EU average.*

*It is necessary to understand the obligations and restrictions of our membership of the EUM, such as the challenge of cleaning up public accounts, the challenge of low aggregate productivity, the challenge of employment volatility, job insecurity and structural unemployment.*

*The single currency requires further progress in EUM governance, through the completion of the Banking Union, the Capital Markets Union and the fiscal policy framework with a general orientation, in line with national constraints and those of the euro area as a whole. The governance of EUM therefore requires further deepening, although some bold progress has been made over the past decade to complete it.*

## KEYWORDS

*European Identity, Banking Union, Capital Markets Union, European Union (EU), Economic and Monetary Union (EMU), European Stability Mechanism (ESM), European Central Bank (ECB), Single Resolution Fund (SRF), Consolidation of Public Accounts, Labor Market, New Coordination Mechanisms, Common Safe Assets, European Deposit Guarantee Scheme (EDIS).*

## 1. Introducción

La creación del euro supuso *un paso trascendental para el proyecto económico y político de la Unión Europea* (UE).

La *puesta en circulación del euro ofreció una señal tangible* de las bondades de la integración europea en los bolsillos de 300 millones de habitantes en doce países, lo que representó el cambio de moneda de mayor magnitud en la historia del mundo. Desde 2002, siete países adicionales han adoptado el euro, que se ha

convertido en una verdadera seña de identidad de los europeos, uniéndonos con independencia de fronteras, culturas e idiomas.

*A día de hoy, de acuerdo con el Eurobarómetro, para los ciudadanos europeos el euro sigue siendo uno de los aspectos más valorados del proyecto europeo.* Este es el caso particularmente en España. Según los datos más recientes del Eurobarómetro, el apoyo a la moneda común se sitúa en el 87%, por encima de los niveles registrados



*tras su creación y 15 puntos porcentuales (pp) superior al de la media de la UE.* La confianza en el proyecto de integración tiene un claro componente económico. Un 76% de los españoles opinan que a España le iría peor fuera de la UE, 10 pp más que la media de la UE. Para la mitad de los españoles, los mayores logros de la UE tienen que ver con la economía, y son el mercado único o la moneda única.

Y, en efecto, *la principal consecuencia de la Unión Económica y Monetaria (UEM) –particularmente importante para países que no gozaban de una cultura de estabilidad completamente afianzada– es la estabilidad de precios,* que se ha mantenido durante este período a través de la política monetaria del BCE. Y, en el contexto actual de una elevada y persistente inflación, el BCE ha vuelto a reafirmar su prioridad de mantenimiento de la estabilidad de precios, y está actuando en consecuencia. *La confianza en que el BCE logrará hacer retornar la inflación al objetivo de estabilidad de precios,* incluso en un contexto tan complejo como el actual, se manifiesta en cómo *las expectativas de inflación se han mantenido bien ancladas en el 2%,* a pesar del fuerte repunte de la inflación en este período.

Y, más allá del mantenimiento de la estabilidad de precios en el conjunto del área del euro, que es el mandato del BCE, en paralelo, *las tasas de inflación convergieron sustancialmente durante el período previo a la adopción del euro* –en línea con el criterio de convergencia para la estabilidad de precios–. La inflación, que en muchas economías del área venía de niveles en torno al 4-5% a inicios de los años noventa, se situó en valores próximos al 2%, con una dispersión de alrededor de un pp. Aunque es cierto que lo hizo con una elevada persistencia en los diferenciales positivos de inflación, que, como luego comentaré, generó pérdidas de competitividad en esos países, lo que facilitó la acumulación de desequilibrios. Volveré sobre esta cuestión más adelante.

Más allá de la estabilidad de precios, *el euro ha simplificado nuestras vidas. Ha apoyado la libertad de movimientos de personas, bienes y servicios en el área,* facilitando en particular la integración de las empresas medianas y pequeñas en las cadenas globales de valor, al poder dejar de lado las consideraciones relativas al

tipo de cambio. *Si, de 1990 a 2002, el comercio entre los 19 países del área del euro había aumentado en un 5%, desde la introducción del euro se ha incrementado en casi un 200%.*

En pocos ámbitos la incorporación de *España* a la moneda única ha tenido una incidencia tan relevante como en el proceso de internacionalización de nuestra economía. En paralelo a las tendencias de globalización, nuestra integración financiera ha crecido de manera significativa en las dos últimas décadas, de modo que el peso de los activos y pasivos exteriores en el PIB se ha duplicado. También ha venido acompañada de un incremento de la orientación exportadora de nuestra economía, como reflejan la expansión del número de empresas exportadoras estables, la mejora de las cuotas en los mercados exteriores y una mayor diversificación geográfica de las ventas al exterior hacia los mercados emergentes más dinámicos.

Adicionalmente, *el euro ha fortalecido la autonomía y el papel internacional de Europa.* Muy rápido, se convirtió en la segunda moneda más importante en el mundo y es usada de manera creciente en algunos mercados cruciales para nuestro crecimiento. Así, en 2021, cerca de la mitad de los bonos verdes del mundo han sido emitidos en euros.

A pesar de estos elementos positivos, me gustaría subrayar dos cuestiones relevantes que han condicionado y podrían seguir condicionando que el euro genere efectos aún más positivos para los países integrantes.

### 2. La necesidad de entender las obligaciones de nuestra pertenencia a la UEM

En primer lugar, *algunos de nuestros problemas* económicos en estas dos décadas han surgido de *no haber sabido entender las obligaciones y las restricciones que surgen de nuestra pertenencia a la UEM.*

Formar parte de este proyecto común nos ha permitido *importar la credibilidad de la estabilidad macroeconómica* de nuestros socios europeos –que se visualizaba, sobre todo, en unos tipos de interés más reducidos–, lo que desde entonces ha favorecido el crecimiento económico.

Pero, más allá de las deficiencias de la arquitectura inicial de la UEM, que luego comentaré, es preciso reconocer que durante la primera década del euro *no se prestó la suficiente atención a los condicionantes* que conlleva formar parte de una unión monetaria. Me estoy refiriendo, sobre todo, *al papel crucial que debe desempeñar el ajuste interno de la economía para evitar la acumulación de desequilibrios macrofinancieros*, especialmente en contextos de condiciones monetarias y financieras holgadas, como las que se dieron en los primeros años de la moneda única; cuando, además, no es posible recurrir a la devaluación de la moneda, como ha sucedido con frecuencia en el pasado.

La ausencia de un énfasis suficiente en la necesidad de promover los ajustes internos que demandaba nuestra economía acabó alimentando la acumulación de importantes desequilibrios, lo que hizo que *nuestra economía se enfrentase a la crisis financiera internacional de la década pasada desde una posición muy vulnerable, con el doloroso coste que, por desgracia, conocemos bien, en términos de profundidad de la recesión, elevada pérdida de empleos y severidad de los ajustes que hubo que llevar a cabo*.

Y esto es lo que ha provocado que *no se haya podido producir una convergencia real* sostenida de nuestra economía con el resto del área del euro. Si atendemos a la evolución del PIB per cápita, ajustado por la paridad del poder de compra, se puede apreciar una fuerte convergencia que comienza en el período post-Maastricht y se detiene bruscamente al comienzo de la crisis financiera global; durante esa primera etapa, la brecha con respecto a nuestros socios se recortó unos 15 pp, hasta el 92% de la renta media del área. Lamentablemente, *la sucesión de perturbaciones desde 2008 ha provocado que la brecha retorne a los niveles que tenía en el momento en que se introdujo el euro (80%)*.

En otras palabras, una vez descartados los ajustes del tipo de cambio, el correcto funcionamiento de la UEM requería que los países incrementaran la flexibilidad de sus economías como medio de ajuste ante perturbaciones específicas. Y, en ausencia de canales públicos de compartición de los riesgos, un mejor reparto de dichos riesgos dentro del área vía canales privados exigía también una profundización de la integración financiera

que ayudara a diversificar la propiedad del capital. Algo ingenuamente, se confiaba en que la creación de la UEM constituiría un catalizador de dichas reformas.

*Al principio de la UEM, se produjeron avances en ese sentido por la necesidad de armonizar algunas legislaciones*, argumento que ayudaba de alguna manera a equilibrar el balance de los costes y beneficios de las reformas. En el caso de España, este elemento exterior ya había sido especialmente relevante con anterioridad para la liberalización de determinados mercados de productos, como el de las telecomunicaciones o la electricidad, que se acometieron en respuesta a directivas europeas. En la práctica, este mecanismo se probó insuficiente, en particular, para fomentar reformas en los mercados de trabajo, en los mercados financieros y en la política fiscal.

*Durante la crisis financiera, sin embargo, se produjo un impulso adicional, asociado a la presión exterior, como resultado de la condicionalidad incluida en los programas de asistencia financiera*. Todos recordamos las profundas reformas estructurales llevadas a cabo en Grecia, Irlanda y Portugal como parte de los respectivos programas. También, la ayuda a España para la reforma del sector financiero estuvo condicionada a la aprobación de una serie de reformas estructurales que afectaban al sector.

Habiendo constatado que los incentivos inherentes a la pertenencia a la UE no impedían la acumulación de desequilibrios macroeconómicos, *la UE decidió incluir nuevos mecanismos de coordinación de políticas estructurales* que conllevaban la imposición de multas si se incumplían determinadas recomendaciones, a través del denominado *Procedimiento de Desequilibrios Macroeconómicos*. Sin embargo, la falta de implicación de los Gobiernos en su diseño y ejecución ha determinado el *escaso éxito de la iniciativa*.

Por ello, en el contexto de una *nueva crisis, la de la covid, el nuevo Mecanismo de Recuperación y Resiliencia se ha diseñado con esquemas de incentivos novedosos que vinculan el desembolso de fondos a la puesta en marcha de reformas comprometidas*. Si el esquema reforzado de incentivos acaba teniendo éxito, podría servir como guía para un nuevo mecanismo de coordinación de políticas estructurales.

En este sentido, *a pesar de las mejoras experimentadas en la última década en términos de reducción del endeudamiento privado, mejora de la competitividad exterior y generación de un superávit por cuenta corriente persistente, entre otros factores, la economía española sigue enfrentándose a desafíos importantes, y el crecimiento de la expansión en el futuro y la extensión de sus efectos positivos a toda la ciudadanía dependerán en buena medida de cómo se afronten estos desafíos.*

Algunos de estos retos son consecuencia de transformaciones económicas más recientes. Pero también podemos identificar un grupo de retos que son reflejo de problemas estructurales que han estado presentes a lo largo de estas dos décadas y que no hemos afrontado con la suficiente determinación.

En todo caso, es importante constatar que persiste la necesidad de realizar estas reformas estructurales para facilitar el ajuste de la economía ante *shocks* heterogéneos. En este sentido, es fundamental que la economía española se enfrente *al reto de la baja productividad agregada*, que no deja de ser síntoma de múltiples deficiencias que interaccionan entre sí: *el reducido capital humano, la baja tasa de innovación, la mala asignación de factores entre empresas de diferente productividad o la existencia de un tejido empresarial de reducido tamaño que no favorece las economías de escala.* Todos estos aspectos vienen condicionados por el marco regulatorio, tanto el que rige las actividades empresariales como el que afecta a la educación y la formación del capital humano.

Más allá del reto de la productividad, España tiene que hacer frente, además, al reto de *la volatilidad del empleo, la precariedad laboral y el paro estructural*, que afecta especialmente a las nuevas generaciones de trabajadores.

Además, no podemos obviar *el reto del saneamiento de las cuentas públicas.* Nuestro déficit estructural se mantiene en niveles muy elevados. Ajustar este desequilibrio requerirá un programa de consolidación fiscal a medio plazo, creíble y ambicioso, que tenga en cuenta *el contexto de envejecimiento poblacional* y la atención a los desequilibrios sociales que surgen de los elevados niveles de pobreza y desigualdad, problemas de accesibilidad a la vivienda o vulnerabilidad y exclusión financiera de ciertos colectivos.

Finalmente, existen otros retos de calado que provienen de algunas tendencias del pasado, cuyos efectos se están materializando o acelerando en la actualidad. Este es el caso, por ejemplo, del fenómeno del envejecimiento poblacional, que se ilustra con el hecho de que la tasa de dependencia (definida como el cociente entre la población mayor de 65 años y la que está en edad de trabajar), que actualmente se sitúa en el 25%, superará el 50% a mediados de este siglo. Y, por supuesto, este envejecimiento poblacional generará —de hecho, está generando— una presión muy significativa sobre determinadas partidas del gasto público, y en particular de la rúbrica de las pensiones.

En el mismo sentido, tenemos que actuar con decisión para luchar contra el cambio climático, lo cual exige actuaciones coordinadas internacionalmente en muchos ámbitos, como son la imposición al gasto público o la regulación de los mercados.

La magnitud de estos retos y su necesaria orientación de medio y largo plazo hacen que, en especial en estos ámbitos, en mi opinión sea prioritario *alcanzar amplios acuerdos políticos* para afrontar dichos retos con prontitud y decisión. El espíritu de consenso que caracterizó la etapa en que se redactó nuestra carta magna fue un buen ejemplo de ello. También lo es la ambición compartida y el espíritu reformista de los españoles que se manifestó en el proceso de adopción del euro y que nos llevó a estar por primera vez en la historia reciente a la vanguardia de la construcción europea.

### 3. La necesidad de seguir profundizando en la gobernanza de la UEM

Por otra parte, también hay que subrayar que existían unas deficiencias importantes en la arquitectura inicial de la UEM, si bien durante el último decenio se han realizado algunos progresos audaces para completar la UEM. Ya he hablado del Procedimiento de Desequilibrios Macroeconómicos. Permítanme que destaque otros dos.

En primer lugar, ya se han establecido y están operativos los dos pilares principales de la Unión Bancaria: el Mecanismo Único de Supervisión y el Mecanismo Único de Resolución. El segundo avance ha sido

la creación del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE), que desempeñó un papel significativo en la resolución de la crisis, y cuya reforma posterior reforzó su capacidad de prevención. También sirve como mecanismo de respaldo común del Fondo Único de Resolución (FUR).

Pese a estos y a otros logros significativos, es justo reconocer que el marco sigue careciendo de algunos componentes esenciales, en concreto, en lo que respecta a su capacidad para afrontar una crisis severa. Permítanme destacar algunos de los elementos institucionales que, en mi opinión, son más necesarios.

En primer lugar, la prioridad más importante es *completar la Unión Bancaria*. En concreto, debemos superar el bloqueo actual en relación con el tercer pilar principal de la Unión Bancaria: el Sistema Europeo de Garantía de Depósitos (SEGD). Un compromiso para establecer este mecanismo tendría un impacto considerable en la confianza de los ciudadanos y contribuiría a una mayor compartición de riesgos en el área del euro, siempre que se diseñase como un verdadero SEGD mutualizado.

También convendría alinear la responsabilidad financiera con los mecanismos paneuropeos de toma de decisiones ya existentes en las áreas de supervisión y resolución bancarias. El desajuste actual hace que la gobernanza de la UEM sea más vulnerable a la fragilidad institucional y política. Asimismo, sigue siendo fundamental eliminar determinadas barreras y prácticas regulatorias que están dificultando la creación de un mercado bancario genuinamente europeo.

La segunda prioridad está relacionada con la necesidad de que la UEM cuente con unos mercados de capitales adecuadamente desarrollados e integrados, para lo que es necesario seguir profundizando en la *Unión de los Mercados de Capitales*. Esto es esencial con vistas a aumentar la capacidad del área del euro para amortiguar perturbaciones macrofinancieras. En concreto, el desarrollo de un sector financiero verdaderamente transfronterizo permitiría a los agentes económicos mitigar perturbaciones internas asimétricas a través de un canal crediticio reforzado.

Además, una Unión de los Mercados de Capitales más fuerte mejoraría la canalización del ahorro europeo

para atender las necesidades de inversión en las áreas de infraestructuras, energía e innovación.

En tercer lugar, también es urgente mejorar el funcionamiento del actual *marco de política fiscal* para establecer una orientación general acorde con las limitaciones nacionales y con las necesidades del área del euro en su conjunto. Por un lado, el mecanismo actual de coordinación de las políticas fiscales —el Pacto de Estabilidad y Crecimiento— no ha resistido muy bien el paso del tiempo. Es evidente que nuestras reglas fiscales son difíciles de aplicar en el momento oportuno, en gran parte debido a su complejidad, y tampoco han logrado evitar la aplicación de políticas fiscales procíclicas en el ámbito nacional. Por otro lado, y lo que es aún más importante, los diez últimos años nos han demostrado que la falta de una capacidad fiscal centralizada que contribuya a dar una orientación adecuada a la política macroeconómica del área del euro constituye una seria limitación para el funcionamiento de nuestra área monetaria común.

Estoy firmemente convencido de que una capacidad fiscal central a escala del área del euro podría contribuir, en particular, no solo a hacer frente a perturbaciones asimétricas de países concretos, sino también a la estabilización macroeconómica. De este modo, la política monetaria no se vería sobrecargada, como podría estar sucediendo en la coyuntura económica actual.

Por último, me gustaría defender la *necesidad de estudiar la introducción de un activo seguro común para el área del euro*. A mi modo de ver, un activo común bien diseñado contribuiría notablemente a abordar algunas de las principales causas de las debilidades institucionales del área. En concreto, permitiría aumentar la efectividad de la política monetaria, mejorar la integración financiera y completar la Unión Bancaria y la de los Mercados de Capitales, de modo que se rompiera el círculo vicioso entre riesgo bancario y riesgo soberano y se facilitara la diversificación.

#### 4. Conclusiones

Desde mi punto de vista, una enseñanza que podemos extraer de la experiencia de estos algo más de veinte años desde la introducción del euro es que tenemos

que modular las expectativas que una vez tuvimos los europeos, y los españoles, acerca de lo que cabía pedirle al régimen monetario. Sin duda, la estabilidad de precios constituye una condición necesaria para la estabilidad macroeconómica y el crecimiento real, pero no es una condición suficiente.

En este sentido, las políticas económicas nacionales —fiscales, macroprudenciales o de reformas estructurales que fomenten el crecimiento sostenido de la productividad y promuevan la flexibilidad de la economía para responder a perturbaciones— constituyen condicionantes de primer orden.

También lo son las políticas de la UE. Así, por ejemplo, el acceso a fondos estructurales y de cohesión ha

facilitado la convergencia real de aquellas economías que, como la española, partían de unos niveles de bienestar más reducidos. En sentido contrario, existe un consenso en que el marco de gobernanza de la UEM no ha sido plenamente eficaz para generar patrones duraderos de crecimiento y convergencia. Están pendientes piezas fundamentales, como un sistema común de garantía de depósitos, o la Unión de Mercados de Capitales. Tampoco se ha avanzado en establecer una capacidad común de estabilización cíclica, que amortigüe los *shocks* más intensos y respalde la capacidad estabilizadora de las políticas fiscales nacionales. Completar las reformas de la gobernanza resulta imprescindible para hacer que la UE y la UEM sean más resilientes frente a perturbaciones futuras.

## PASADO, PRESENTE Y FUTURO DE LA MONEDA ÚNICA EUROPEA

**José María Casado Raigón**

*Catedrático de Economía Aplicada*

*Cátedra Jean Monnet de Economía, Unión Europea*

### RESUMEN

Cuando se cumplen veinte años de la efectiva puesta en marcha de la moneda única europea es oportuno un balance con los antecedentes, desarrollo actual y tendencias futuras de lo que es y será el proyecto de mayor alcance que han vivido los pueblos de Europa desde el comienzo de su definitiva integración económica y política.

Un largo y difícil camino para conseguir el gran proyecto de la unidad europea, en la que la moneda única es y será una pieza fundamental, no sólo en el terreno económico sino también político. De manera sencilla hemos realizado una periodización lineal y transversal que entendemos como las más habituales y aceptadas, siguiendo una línea en el tiempo de causalidad circular en la que el efecto influye sobre su propia causa.

Así ha ocurrido en el proceso de construcción europea a lo largo de los tres cuartos de siglo transcurridos en la que los avances en el terreno económico, han dado pie a los avances en una dimensión política, hoy palpable con la introducción de la moneda única.

### PALABRAS CLAVE

Construcción europea, Integración económica y política, Etapas en el tiempo, Cambios actuales y previsibles, Moneda única europea, Geometría variable, Unión Europea, Unión Económica y Monetaria.

### ABSTRACT

*Twenty years after the effective launch of the single European currency, it is timely to take stock of the background, current developments and future trends of what is and will be the most far-reaching project that the peoples of Europe have experienced since the beginning of their definitive economic and political integration.*

*A long and difficult road to achieve the great project of European unity, in which the single currency is and will be a fundamental part, not only in the economic but also in the political sphere. In a simple way we have made a linear and transversal periodisation that we understand to be the most common and accepted, following a line in time of circular causality in which the effect influences its own cause.*

*This has been the case in the process of European construction over the last three quarters of a century, in which progress in the economic field has given rise to progress in the political dimension, which is now palpable with the introduction of the single currency.*

### KEY WORDS

*European construction, Economic and political integration, Stages in time, Current and foreseeable changes, Single European currency, Variable geometry, European Union, Economic and Monetary Union.*

### 1. Introducción: Un proceso gradual

Abordar de manera directa y sencilla las etapas seguidas, hasta la fecha, en la introducción del euro parece apropiado cuando se han cumplido dos décadas (2002-2022) de ese hito fundamental en la historia de la construcción de la Europa unida. Las etapas seguidas indican más bien un proceso gradual, una separación de acontecimientos en un *continuum* difícilmente fragmentable.

Hablamos, pues, en primer lugar, del pretérito, de los prolegómenos, del conjunto de acciones o de aconteci-

mientos que sucedieron en el proceso de construcción europea antes de la definitiva puesta en marcha del euro. En fin, de lo que ya sucedió e hizo posible alcanzar un determinado hito del alcance de la moneda única europea. En segundo lugar, del momento actual en el que se han consumado muchas de las demandas y aspiraciones existentes; el tiempo en fin que sitúa la acción y el proceso por el que transcurre la implantación del euro. Y, en tercer lugar, de lo que no ha sucedido todavía y se trata de futuros posibles o preferibles en un proceso lógico de profundización, a la vista de los cambios actuales y previsibles.

### 2. Del mercado común a la unión monetaria

Un primer conjunto de estas tres referencias que son el *pasado*, *presente* y *futuro*, se ha dedicado al largo periodo que se inicia en 1950 y 1957 hasta el gran salto cualitativo que supone el logro de un mercado único europeo (1986). A partir de ahí se abre definitivamente el camino hacia la creación de una moneda única entre los Estados miembros de la Unión. Con algunas reticencias iniciales por parte de algunos EE.MM. esta puesta en marcha se va a producir de manera efectiva, después de un periodo virtual de tres años, a principios del año 2002, es decir, hace ahora veinte años. Con diez participantes iniciales, se han ido agregando

sucesivamente en este periodo nuevos Estados de los veintisiete miembros actuales, hasta conformar, por el momento, un total de veinte (Croacia, 2023). La fértil experiencia no solo ha permitido reforzar el proceso de integración europeo, sino también superar inevitables crisis económicas a lo que el euro ha contribuido muy activa y eficazmente. Y ello porque la falta de este progreso en el ámbito político que ha supuesto el euro, hubiera aumentado la dificultad para avanzar en otros ámbitos. Estos efectos indirectos son más significativos en una zona de moneda única, donde existe una fuerte interdependencia económica y financiera. Con el reciente endurecimiento de la política monetaria del

#### Cuadro 1

#### La moneda única europea: El euro. Historia de la unión económica y monetaria

Año	Acaecimiento	Asunto/Tema
1969	Cumbre de La Haya	Nuevo objetivo de la integración europea. Unión Económica y Monetaria (UEM). Informe/Plan P. Werner.
1971	Colapso del sistema de Bretton Woods (1944)	Fluctuación libre del dólar, inestabilidad paridades monedas europeas. Freno UEM.
1972	Cumbre de París	Nuevo impulso UEM. Creación de la serpiente (fluctuación controlada) en el túnel (márgenes estrechos frente al dólar).
1978	Cumbre de Bruselas	Creación del Sistema Monetario Europeo (SME). Tipos de cambio fijos pero ajustables MTCl. Unidad Europea de Cuentas (ECU).
1985	Programa sobre el Mercado Interior	Mercado único imposible con fluctuaciones del tipo de cambio.
1988	Consejo Europeo de Hannover	Informe Delors (1989). Introducción de la UEM en tres etapas. Coordinación de las políticas de creación de un Banco Central Europeo (BCE) independiente.
1989	Consejo Europeo de Estrasburgo	Conferencia Intergubernamental para cambios en Tratados y lograr la UEM.
1991	Consejo Europeo de Maastricht	Tratado de la Unión Europea (1991), que entró en vigor en 1993. Introducción UEM en tres fases.
1990-1993	Fase 1 de la UEM	Libre circulación de capitales entre EE.MM.
1994-1998	Fase 2 de la UEM	Convergencias políticas económicas. Cooperación entre bancos centrales e independencia. Coordinación políticas monetarias con creación instituto monetario europeo (IME).
1999-2002	Fase 3 de la UEM	Aplicación de una política monetaria común (Eurosistema) e introducción gradual de los billetes y monedas del euro. Normas presupuestarias vinculantes.

Fuente: Elaboración propia a partir de fichas técnicas sobre la Unión Europea, 2021.

Banco Central Europeo, obligado por la inflación y la crisis energética, es necesario que las políticas monetaria, fiscal y energética actúen coordinadamente. Para ello hay que proceder simultáneamente por el lado de la demanda sino, como prioridad, por el lado de la oferta, por ejemplo a través del plan REPowerEU cuyo objetivo es sustituir y ahorrar energía, diversificar sus fuentes y acumular reservas.

### 3. Crisis y reformas institucionales

La segunda referencia se ha consagrado a la evolución y crisis del euro que se ha debido en gran medida a

la propia crisis de la Unión Europea como modelo de funcionamiento supranacional, pero que no llega a ser finalmente una federación política. En la actualidad la Unión Europea se enfrenta a considerables dificultades y la crisis del euro es la más destacada manifestación de los problemas de la Unión, como no podía ser de otra forma. La difícil situación ha evidenciado las divisiones de la Unión Europea, si bien el crecimiento anual entre los veintisiete Estados miembros, ya estaba palideciendo antes de la misma. El euro resistirá siempre y cuando se consoliden algunas reformas institucionales y políticas y se logre reactivar el crecimiento económico.

**Cuadro 2**  
**Evolución y crisis de la unión económica y monetaria**

Año	Acaecimiento	Asunto/Tema
Desde 2002	Algunos EE.MM. todavía no cumplen todos los criterios de convergencia. Reino Unido y Dinamarca optan por no participar en la 3ª fase de la UEM.	Con el abandono de Reino Unido de la UE (2020) solo Dinamarca no participa en la UEM. En la actualidad han adoptado el euro 19 de los 27 EE.MM.
2009-2010	Crisis de la deuda soberana europea.	Reforzar UEM mejorando gobernanza.
2012	Modificación art. 136 del TFUE para ayuda a EE.MM. en dificultades.	Ayuda financiera vinculada a una condicionalidad estricta.
2012	Creación Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) BCE crea instrumento de Operaciones Monetarias de Compraventa (OMC).	BCE compra bonos soberanos de EE.MM. en dificultades, con estricta condicionalidad.
2012	Evitar que se repita crisis deuda soberana, actualizando derecho derivado de la UEM.	Se instaure Semestre Europeo para reforzar Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC, 1997). Tratados intergubernamentales como Tratado de Estabilidad (o Pacto Presupuestario) y Pacto por el Euro Plus.
2012	Intento de Plan Director para una UEM profunda y auténtica.	Objetivo último de creación de una Unión Política.
2012	Informe de los cuatro presidentes.	No consigue cambios sustanciales en gobernanza económica de la UEM.
2015	Informe Comisión Europea, Consejo Europeo, Eurogrupo, Banco Central Europeo y Parlamento Europeo.	Realizar la Unión Económica y Monetaria Europea o Informe de los cinco presidentes. Unión económica, financiera, presupuestaria y política en tres fases (en 2025).
Horizonte 2025	La auténtica unión en tres fases con final en 2025 requiere la modificación sustancial de los Tratados.	Los grandes planes contenidos con el Informe de los cinco presidentes no se han realizado al no haberse modificado los Tratados.



**Cuadro 2 (continuación)**

**Evolución y crisis de la unión económica y monetaria**

Año	Acaecimiento	Asunto/Tema
2020	Consejo Europeo activa la cláusula general de salvaguardia del PEC.	Concesión a EE.MM. plazo limitado para aumentar su deuda pública más allá de las restricciones de las normas presupuestaria.
2020	BCE comienza el programa de compras de emergencia contra la pandemia limitado en el tiempo.	Proporciona liquidez y tratar de evitar diferenciales entre bonos alemanes y otros bonos de EE.MM. más endeudados.
2021	Eurosistema. Posible aumento de los tipos de interés a medio plazo.	Moderación gradual de la expansión cuantitativa para 2022.
2022	BCE revisa estrategia.	Fijo objetivo de inflación a medio plazo en el 2% (excepción temporal) y que Eurosistema tenga en cuenta el cambio climático a la hora de decisiones.

Fuente: Elaboración propia a partir de fichas técnicas sobre la Unión Europea, 2021.

**4. Hacia la digitalización del euro**

Por último, el tercer punto de referencia se ha dedicado a los nuevos horizontes de la Unión Europea, partiendo de las necesarias reformas más institucionales y de los Tratados pendientes, en el largo camino hacia la unión política, por un lado, y, en segundo lugar a los necesarios avances posibles con las herramientas actuales, a tenor de los importantes cambios que se están produciendo a causa de la digitalización, en general, y la que tiene lugar en el mundo económico y financiero, en particular.

En el mercado único europeo se han presentado en los últimos años retos y oportunidades que van desde la referida transformación digital del mismo hasta las respuestas políticas a la pandemia del covid-19 que suponen un obstáculo y, al mismo tiempo, un reto para el funcionamiento de las cuatro libertades fundamentales.

Puesto que la primera cuestión de carácter histórico y de pasado y la segunda relativa a las crisis han sido más estudiadas y son mejor conocidas sus asignaturas pendientes para pasar de una unión económica a otra de alcance político y auténticamente supranacional, insistiremos, por su interés actual, en la transición desde el euro físico al euro digital.

La digitalización para el mercado europeo exige la creación de un mercado único digital y es fruto de re-

soluciones e iniciativas tanto de la Comisión Europea como del Parlamento Europeo, aprobando este último en 2012 dos resoluciones: Una acerca de la Culminación del Mercado Común Digital y otra sobre una Estrategia de libertad digital en la política exterior de la Unión Europea. En ellas se solicita a la Comisión y al Consejo la adopción de normas estrictas en materia de libertad digital en la Unión; pudiéndose hablar de un paquete legislativo en relación con el mercado único europeo de las comunicaciones electrónicas y para crear un continente conectado.

A partir de aquí, los acontecimientos se van acelerando en cuanto a la digitalización de la economía y de las finanzas y, en general, en todos los ámbitos de la vida, de forma que el 2 de octubre de 2020 el Banco Central Europeo publicó un Informe sobre el euro digital que no es otra cosa que la emisión de una moneda digital del Banco Central desde la perspectiva del Eurosistema. Se trata de dinero del Banco Central ofrecido en formato digital para que los ciudadanos y las empresas lo utilicen en sus pequeños pagos. Complementará la oferta actual de efectivo y depósitos mayoristas de los bancos centrales. En suma, como se ha indicado, un euro digital sería dinero del Banco Central disponible en formato digital.

En resumen, el Banco Central Europeo (BCE) ha iniciado una fase de investigación de dos años (2021-2023) sobre la introducción del euro digital, que responde a un

**Cuadro 3****Razones para emitir un euro digital**

Nº de orden	Argumento/Justificación
1	Complementar el efectivo y los depósitos.
2	Crear sinergias con el sector de los pagos.
3	Respaldar la digitalización de la economía europea.
4	Garantizar el acceso de dinero del Banco Central.
5	Evitar los riesgos de las soluciones de pago no reguladas.
6	Prevenir el uso de monedas digitales extranjeras.

Fuente: Banco Central Europeo, 2022.

cambio más amplio: la digitalización del propio dinero o dinero digital. Esto conlleva varias transformaciones importantes, que podemos resumir en tres: 1) El dinero se diversifica y es fácil de crear (variedad), 2) El dinero puede estar más fragmentado (plataformas y sus sinergias), y, 3) El dinero es cada vez más competitivo (desarrollo tanto dentro como fuera de las fronteras).

En esa misma dirección, los bancos centrales de los Estados miembros han empezado a investigar la eficacia de una moneda digital del Banco Central (CBDC) como respuesta a los retos que experimentan para cumplir sus objetivos. Se trata de una CBDC de propósito general, comúnmente definida como un instrumento de pago digital denominado en la unidad de cuenta nacional y un pasivo directo del Banco Central. La práctica totalidad de los bancos centrales del Eurosistema (Francia, Bélgica, Países Bajos, España, Italia, etc.) han publicado recientemente un informe en el que se exponen los principios y requisitos fundamentales de un euro digital, es decir, un CBDC de propósito general, que no debe comprometer la estabilidad económica y financiera y debe coexistir con el dinero en efectivo y el dinero no procedente de bancos centrales.

**BIBLIOGRAFÍA**

- Bueno, G. (1999), *España frente a Europa*, Alba Editorial, S.L., Barcelona (2000), 475 págs.
- Echkenazi, J. (2007), *Guide de l'Union européenne*, París, 2010. 160 págs.
- Elliott, J. H. (2002), *España en Europa. Estudios de historia comparada*, Universitat de Valencia, 2002. Col·lecció Honoris Causa. Valencia, 2002, 286 págs.
- Fontaine, P. (1994), *L'Union européenne. Histoire, institutions, politiques*. Editions du Seuil, 1996, París, 361 págs.
- Gastinel, E. (1998), *La marque communautaire*, Librairie Générale de Droit et de Jurisprudence, EJA, París, 1998, 346 págs.
- Hubac, C. (2012): *L'Union européenne. Des clés pour comprendre*. Argos, París, 2012, 174 págs.
- Jamet, J-F. (2012), *L'Europe peut-elle se passer d'un gouvernement économique?*, La documentation française, (2<sup>o</sup> édition), París, 2012, 195 págs.
- Kolodziej, T., ed. (2008), *50 years of EU in the world. The European Union as a Global Actor*, Oficyna Wydawnicza WSM., 2008. Warsaw, 139 págs.
- Larat, F. (2003), *Histoire politique de l'intégration européenne. (1945-2003)*, La documentation française, París, 2003, 128 págs.
- Mata Sierra, M. T. (1993), *La armonización fiscal en la Comunidad Económica Europea*, Ed. Lex Nova, Valladolid, 1993, 209 págs.
- Middelhaar, L. van (2009), *El paso hacia Europa*, Galaxia Gutenberg, S.L., Barcelona (2013), 606 págs.
- Oberdorff, A. (2004): *L'Union européenne*, Editions Dalloz, París (2004), 309 págs.
- Pécheul, A. (2008), *Le Traité de Lisbonne. La Constitution, malgré nous?*, Editions Cujas, París, 2007, 155 págs.
- Pérez-Bustamante, R. (2008), *Jean Monnet, ciudadano de Europa*, Edisofer, S.L., Madrid, 2008, 224 págs.
- Peyrony, J. (2002), *Le Schéma de développement de l'espace communautaire*, La Documentation française, París, 2002, 103 págs.
- Reale, G. (2005), *Raíces culturales y espirituales de Europa. Por un renacimiento del «hombre europeo»*. Herder Editorial, S.L., Barcelona, 198 págs.
- Tirard, J-M. (2003), *La fiscalité des sociétés dans l'Union européenne*, Groupe Revue Fiduciare, París, 2003, 599 págs.



# ESCUELA DE ECONOMÍA

2022 - 2023

De profesional a profesional

## FISCAL

- Fiscalidad internacional
- Consolidación fiscal
- Fiscalidad de la empresa familiar
- Fiscalidad inmobiliaria en el IRPF
- Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas e Impuesto sobre el Patrimonio
- Novedades en el Impuesto sobre Sociedades

## CONTABILIDAD

- Tecnología blockchain y su aplicación en finanzas, contabilidad y auditoría
- Reforma del Nuevo Plan General de Contabilidad
- Cierre contable y cálculo del gasto por impuestos sobre Beneficios
- Remuneración de administradores
- Contabilidad de sociedades
- Contabilidad superior

## FINANZAS

- Control de Gestión. 42ª Edición. Programa de formación del business controller en la era digital
- Introducción al análisis de datos con Power BI
- Valoración de empresas en fases tempranas (Startups)
- Inversión en Business Angels (inversores privados) en startups
- Valoración de empresas
- El nuevo despacho profesional. 21+9 herramientas digitales

## AUDITORÍA

- La nueva NIA-ES 540 revisada sobre auditoría de estimaciones contables
- La auditoría de entidades menos complejas. Aplicación de las NIA.
- Nuevo reglamento de auditoría
- Elaboración y auditoría del Informe de Información no Financiera
- El auditor ante la prevención del fraude
- Auditoría de grupos. NIA 600 y requerimientos LAC y RAC

## CONCURSAL

- Texto refundido y Ley Concursal
- Cuantificación de daños. Daño emergente y lucro cesante
- Informes económicos en sede laboral. Especialidades
- Informes económicos en la pericia judicial. Elaboración y defensa en los tribunales.
- Valoración de Unidades Productivas Autónomas en especial referencia a las empresas en crisis y en sede concursal

Accede a la programación de cursos

Para más información:

## EL LARGO RECORRIDO HASTA EL NACIMIENTO DEL EURO

**José María Aznar Martín**

*Presidente del Foro Unión Europea, Colegio de Economistas de Madrid*

### RESUMEN

Con motivo del veinte aniversario de la puesta en circulación del euro, este artículo trata de explicar los numerosos intentos que se realizaron en el seno de la Comunidad Económica Europea (CEE), actual Unión Europea, por instaurar la Unión Económica y Monetaria (UEM), hasta llegar a su objetivo último que era la moneda única.

El Tratado de la Unión Europea de Maastricht estableció el marco jurídico para la introducción de la UEM en tres etapas, además de unos criterios de convergencia que los países miembros deberían cumplir para poder adoptar la moneda única. Finalizada la tercera y última fase el 31 de diciembre de 2001, el euro se convirtió físicamente en la moneda de doce países de la Unión Europea.

### PALABRAS CLAVE

Banco Central Europeo (BCE), Euro, Eurosistema, Moneda única, Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC), Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC), Tratado de la Unión Europea (TUE), Unión Económica y Monetaria (UEM).

### ABSTRACT

*On the occasion of the 20th anniversary of the entry into circulation of the euro, this article seeks to explain the numerous attempts made within the European Economic Community (EEC), currently the European Union, in order to establish the Economic and Monetary Union (EMU), until achieving its ultimate objective, a single currency.*

*The Maastricht Treaty on the European Union established the legal framework for the introduction of the EMU in three stages, in addition to some convergence criteria that the member countries must meet in order to adopt the single currency. After the third and last stage was completed on December 31, 2001, the euro physically became the currency of twelve countries of the European Union.*

### KEYWORDS

*Economic Monetary Union (EMU), Euro, European Central Bank (ECB), European System of Central Banks, Eurosystem, Single currency european, Stability and Growth Pact, Maastricht Treaty on European Union (TEU).*

En este artículo se explica en primer lugar los numerosos intentos realizados por la Unión Europea para crear una unión monetaria antes del comienzo de la primera fase de la UEM. Seguidamente se detalla toda la normativa jurídica comunitaria y nacional sobre la introducción de la moneda única, para finalizar con un breve análisis de la adaptación al euro de las empresas españolas.

### 1. Los primeros pasos hasta el inicio de la UEM

El modelo adoptado por las economías de mercado de Europa, Estados Unidos y Japón en el periodo de posguerra se basó en el sistema monetario internacional de Bretton Woods, que garantizaba la estabilidad monetaria en el ámbito internacional, con el oro y el dólar como principales patrones monetarios. Los autores

del Tratado de Roma Constitutivo de la Comunidad Económica Europea (CEE) (1) consideraron que la estabilidad monetaria sería la norma y asumieron que la construcción de Europa podría basarse en el establecimiento de una unión aduanera y un mercado común que permitiesen la libre circulación de mercancías, servicios, capitales y personas.

Desde finales de la década de los cincuenta, y concretamente entre 1968 y 1969, hubo un periodo de inestabilidad monetaria a raíz de las turbulencias registradas en los mercados, que provocaron la revalorización del marco alemán y la devaluación del franco francés.

Para hacer frente a las tensiones del sistema monetario internacional, la Comisión Europea presentó en 1969 el Plan Barre, que proponía una mayor coordinación

de las políticas económicas y un impulso al proceso de integración monetaria.

### 1.1. *El Informe Werner*

En la Cumbre de La Haya, celebrada en diciembre de 1969, los jefes de Estado o de Gobierno de los países miembros de la CEE constituyeron un grupo de alto nivel bajo la presidencia de Pierre Werner, entonces primer ministro de Luxemburgo, con la misión de elaborar un informe sobre los medios necesarios para alcanzar la UEM antes de 1980.

El resultado de los trabajos del Consejo de ministros se tradujo en el denominado *Informe Werner*, que se publicó en 1970, y que preveía llegar a la UEM en un horizonte de diez años a través de un proceso compuesto de tres etapas. El objetivo final sería la fijación irrevocable de monedas convertibles, la libre circulación de capitales, tipos de cambio fijos y el establecimiento de una moneda única. Para alcanzar este objetivo, el informe recomendaba una mayor coordinación de las políticas económicas, que los tipos de interés y la gestión de las reservas se decidieran a escala comunitaria y la adaptación de condiciones marco para las políticas presupuestarias nacionales.

Pero este informe, que consideraba que los tipos de cambio con respecto al dólar se mantendrían fijos, no se materializó porque, cuando EE.UU. dejó fluctuar el dólar en agosto de 1971, se produjo una fuerte inestabilidad de los mercados que intensificó la presión sobre el marco alemán y ya no fue posible establecer vínculos más estrechos entre las monedas comunitarias.

### 1.2. *La Serpiente en el túnel*

Para reconducir la situación, en la Cumbre de París, en octubre de 1972, los Estados miembros crearon un sistema denominado *Serpiente en el túnel* consistente en un mecanismo de fluctuación concertada de las monedas (*serpiente monetaria*) dentro de unos márgenes estrechos con respecto al dólar (*el túnel*). Pero, dos años más tarde, con motivo de la crisis del petróleo, la debilidad del dólar y las divergencias políticas, la mayoría de los países dejaron de utilizar este mecanismo.

### 1.3. *El Sistema Monetario Europeo*

La desaparición de la *serpiente en el túnel* no redujo sin embargo el interés por crear una zona de estabilidad monetaria, ya que en 1977, el entonces presidente de la Comisión Europea, Roy Jenkins, presentó una nueva propuesta para crear una UEM, que se aprobó con algunos recortes en la Cumbre de Bruselas, en diciembre de 1978, y que cuatro meses más tarde se puso en marcha con el nombre de Sistema Monetario Europeo (SME), en el que participaron todas las monedas de los países miembros, a excepción de la libra esterlina.

El SME se fundamentaba en la existencia de unos tipos de cambio fijos, aunque ajustables, definidos en relación con la unidad de cuenta europea, el ecu (*european currency unit*), que era una divisa tipo cesta basada en una media ponderada de las monedas del SME. En el entorno del SME, las monedas se controlaban por medio del Mecanismo de Tipos de Cambio (MTC) y podían fluctuar dentro de una banda del  $\pm 2,25\%$  respecto de los tipos de cambio centrales, excepto la lira italiana, a la que se concedió una banda de fluctuación del  $\pm 6\%$ .

Se acordó que los tipos de cambio podían modificarse únicamente de mutuo acuerdo entre los países miembros y la Comisión, lo que suponía una transferencia de autonomía monetaria que hasta la fecha no se había producido.

Durante los primeros años, el SME fue objeto de numerosos ajustes. Sin embargo, la volatilidad de los tipos de cambio a corto plazo entre las monedas de los países miembros se vio reducida de forma considerable, gracias a la combinación de unas tasas de inflación convergentes, a una gestión de los tipos de interés orientada a los tipos de cambio y a una intervención común en los mercados de divisas.

La adopción del Acta Única Europea (2) en 1986 representó un nuevo avance hacia la UEM y la moneda única, pues estableció un calendario para la creación del Mercado Interior (3) y reafirmó la necesidad de crear una unión monetaria. Así pues, el SME consiguió sus objetivos de una elevada estabilidad cambiaria en la CEE y una cierta convergencia nominal acompañada por un progreso gradual hacia la libre circulación de capitales.

#### 1.4. El Informe Delors

De nuevo se revisó el objetivo de la unión monetaria durante el Consejo Europeo celebrado en Hannover en junio de 1988, en el que se decidió crear el *Comité para el estudio de la unión económica y monetaria*, que fue presidido por Jacques Delors, entonces presidente de la Comisión Europea. En su informe, presentado en abril de 1989, se definía el objetivo de unión monetaria como la liberalización total de los movimientos de capitales, la conversión irreversible de las monedas, la fijación irrevocable de los tipos de cambio, la plena integración de los mercados financieros y la posible sustitución de las divisas nacionales por una moneda única.

El informe indicaba que este objetivo podría lograrse en tres etapas, a partir de una mayor coordinación económica y monetaria, hasta llegar a una moneda única, con un banco central independiente y unas normas que regulasen la magnitud y la financiación de los déficits públicos.

## 2. Las tres fases de la UEM

A partir del Informe Delors, el Consejo Europeo de Madrid, de junio de 1989, decidió poner en funcionamiento la primera fase de la UEM para julio de 1990.

En diciembre de 1989, el Consejo Europeo de Estrasburgo convocó una conferencia intergubernamental para dictaminar las modificaciones que debían introdu-

cirse en el Tratado para alcanzar la UEM. Su trabajo dio lugar al Tratado de la Unión Europea (TUE), adoptado formalmente por los jefes de Estado o de Gobierno en el Consejo Europeo de Maastricht, de diciembre de 1991. El TUE fue firmado el 7 de febrero de 1992 y su entrada en vigor se produjo el 1 de noviembre de 1993.

El TUE, que es el marco jurídico de la UEM, contemplaba la introducción de la UEM en tres fases o etapas, cuyos objetivos a cumplir en cada una de ellas figuran en el cuadro 1.

En relación con la primera fase, en el nuevo Tratado aparecía el Protocolo sobre los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) (4) y del Banco Central Europeo (BCE), además del Protocolo sobre los Estatutos del Instituto Monetario Europeo (IME).

Muy importante fue el desarrollo de la segunda fase, con la creación del IME en 1994, que tenía como principal misión coordinar la política monetaria entre los bancos centrales nacionales y realizar los preparativos técnicos necesarios para la introducción de la moneda única.

Para que la UEM fuera un entorno favorable para impulsar la creación de empleo y crecimiento, era preciso que las economías de los Estados miembros alcanzaran un alto grado de convergencia antes de introducir la moneda única. Para lograrlo, el TUE estableció los *criterios de convergencia de Maastricht* que los países miembros deberían cumplir para poder adoptar la moneda única.

### Cuadro 1

#### Las tres fases hacia la Unión Económica y Monetaria

<b>Primera Fase (1 de julio de 1990 a 31 de diciembre de 1993)</b>	Implantación del mercado interior con la libre circulación de capitales y la eliminación de las restricciones a una mayor integración financiera.
<b>Segunda Fase (1 de enero de 1994 a 31 de diciembre de 1998)</b>	Creación del IME. Planificación de la transición al euro. Logro de la convergencia económica entre los países miembros.
<b>Tercera Fase (1 de enero de 1999 a 31 de diciembre de 2001)</b>	Fijación irrevocable de los tipos de cambio entre el euro y las monedas de los Estados miembros participantes. Creación del BCE y el SEBC con una política monetaria independiente. Aplicación de normas presupuestarias vinculantes en los países miembros.

Fuente: Elaboración propia a partir de la publicación de la Comisión Europea: *Una Europa Una Moneda. El camino al euro*.

**Cuadro 2**

**Criterios de convergencia de Maastricht**

Qué se mide	Cómo se mide	Criterios de convergencia
<i>Estabilidad de los precios</i>	Tasa de inflación armonizada respecto al índice de precios al consumo.	Una tasa de inflación que no exceda en más de un 1,5% la tasa de los tres países miembros con mejores resultados.
<i>Solidez de las finanzas públicas</i>	Déficit público en % del PIB.	Debe ser inferior al 3%.
<i>Sostenibilidad de las finanzas públicas</i>	Deuda pública en % del PIB.	Debe ser inferior al 60%.
<i>Convergencia a largo plazo</i>	Tipos de interés a largo plazo.	Un tipo de interés no superior en más de 2% al tipo de los tres países miembros con mejores resultados en materia de estabilidad de precios.
<i>Estabilidad de los tipos de cambio</i>	Desviación con respecto al tipo de cambio central.	Participación en el nuevo Mecanismo de Tipos de Cambio (MTC II) durante al menos dos años sin grandes desviaciones.

Fuente: Comisión Europea: *Una Europa, Una Moneda. El camino al euro.*

El IME presentó un informe que sentaba las bases para la creación del nuevo Mecanismo de Tipos de Cambio (MTC II), que fue aprobado por una Resolución del Consejo Europeo de Ámsterdam, de junio de 1997. El MTC II sustituyó al mecanismo de tipos de cambio del SME, y trataba de regular las relaciones monetarias y cambiarias entre los países de la zona euro y los demás países miembros de la UE.

El MTC II tenía por objeto el establecimiento de unos tipos centrales de las monedas de los países participantes con respecto al euro, con unas bandas de fluctuación sobre el tipo central de +/-15%.

El Consejo Europeo de Ámsterdam también acordó una Resolución sobre las reglas y responsabilidades del *Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC)*, con el objetivo de garantizar la disciplina presupuestaria conforme a la UEM, y aprobó dos Reglamentos. El primero de ellos se refería a la supervisión de las situaciones presupuestarias y la coordinación de las políticas económicas, y el segundo, a la aplicación del procedimiento del déficit excesivo.

El objetivo principal que perseguía el PEC era mantener unas finanzas públicas saneadas y, para conseguirlo, los Estados miembros se comprometieron a mantener a medio plazo una posición presupuestaria

próxima al equilibrio o con superávit, a mantener un déficit público por debajo del 3% del PIB y una deuda pública inferior al 60% del PIB. Si no se cumplían estos límites, el Consejo podía incoar un procedimiento de déficit excesivo que contemplaba, como último recurso, sanciones económicas con el Estado miembro en cuestión.

Los dos reglamentos se modificaron en 2005, tras debatirse su ejecución. Posteriormente, con la crisis económica y financiera en 2008, se observaron deficiencias que llevaron a replantear el marco legislativo vigente.

En mayo de 1998, con arreglo a lo dispuesto en el artículo 109J del TUE, el Consejo Europeo adoptó la decisión de anunciar cuáles eran los países que cumplían las condiciones necesarias para adoptar el euro como moneda: Alemania, Austria, Bélgica, España, Finlandia, Francia, Irlanda, Italia, Luxemburgo, Países Bajos y Portugal. Dinamarca y el Reino Unido optaron por no participar en la tercera fase de la UEM, mientras que Grecia y Suecia no cumplían todos los requisitos. Finalmente, Grecia se incorporó en el año 2001.

En junio de 1998 se creó el Banco Central Europeo (BCE) y el Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC), que sustituyeron al IME.

El SEBC es el responsable de la política monetaria única, que se decide de manera centralizada y se instrumenta de forma descentralizada a través de los bancos centrales nacionales del Eurosistema.

Con el comienzo de la última fase de la UEM, el 1 de enero de 1999 se introdujo el euro y el Eurosistema (5).

El periodo de transición al euro (tercera fase de la UEM) finalizó el 1 de enero de 2002 con la puesta en circulación de los billetes y monedas en euros.

### 3. Marco jurídico comunitario para la introducción del euro

El marco jurídico regulador del euro está compuesto por dos Reglamentos del Consejo.

El primero de ellos es el *Reglamento (CE) 1103/97 del Consejo, de 17 de junio de 1997, sobre determinadas disposiciones relativas a la introducción del euro* (Diario Oficial de las Comunidades Europeas N° L 162 de 19 de junio de 1997) que, entre otros artículos, decía lo siguiente:

- a) En diciembre de 1995, el Consejo Europeo celebrado en Madrid, acordó que la moneda que se utilizaría a partir del 1 de enero de 1999 se denominaría *euro*, la cual se divide en cien unidades fraccionarias denominadas cent (céntimos);
- b) El ecu dejará de ser definido como una cesta de monedas y el euro se convertirá en una moneda por derecho propio;
- c) Toda referencia hecha al ecu, en cualquier clase de instrumento jurídico, se ha de entender como hecha al euro;
- d) Se debe aplicar el principio de continuidad de los contratos y demás instrumentos jurídicos (6) entre las monedas nacionales ya existentes y el euro, y entre el ecu y el euro. Los contratos vigentes a la entrada del euro no verán alterado su contenido, a menos que así lo decidan las partes contratantes;
- e) En el comienzo de la tercera fase, el Consejo adoptará los tipos de conversión fijados de manera irrevocable, en forma de un euro expresado en términos de cada una de las monedas nacionales de los Estados

miembros participantes (7). Se adoptarán con seis cifras significativas;

f) Cuando se realice la conversión de una moneda nacional al euro, se hará el redondeo por exceso o por defecto al céntimo más próximo. Si al hacer la conversión, la última cifra del importe obtenido es la mitad de la unidad, el redondeo se hará a la cifra superior;

El segundo Reglamento que regula el marco jurídico del euro es el *Reglamento (CE) N° 974/98 del Consejo, de 3 de mayo de 1998, sobre la introducción del euro* (Diario Oficial de las Comunidades Europeas N° L 139 de 11 de mayo de 1998), señalaba lo siguiente:

- a) El euro sustituirá al ecu como unidad de cuenta de las instituciones comunitarias, del BCE y de los bancos centrales de los países miembros participantes. El SEBC realizará las operaciones de política monetaria en unidades euro;
- b) Reconocimiento del principio de *no prohibición no obligación* en lo relativo a la utilización del euro en los nuevos instrumentos financieros, durante el periodo transitorio (8);
- c) A partir del 1 de enero de 2002, el BCE y los bancos centrales de los Estados miembros participantes pondrán en circulación billetes denominados en euro, que serán los únicos de curso legal en todos estos Estados miembros;
- d) De igual manera, los Estados miembros participantes acuñarán monedas denominadas en euro o en céntimos que se ajusten a las denominaciones y especificaciones técnicas que el Consejo podrá establecer;
- e) Los billetes y monedas denominados en las unidades monetarias nacionales seguirán siendo de curso legal dentro de sus límites territoriales hasta seis meses después de que termine el periodo transitorio, a más tardar, aunque este plazo podrá reducirse mediante ley nacional (9).

### 4. Normativa española sobre la introducción del euro

La Ley 46/1998, de 17 de diciembre, sobre la introducción del euro, publicada en el BOE de 18 de diciembre de 1998, fue la única norma nacional que completaba



el régimen jurídico comunitario para la introducción del euro como moneda única, de acuerdo con lo establecido en los dos Reglamentos (10) arriba referidos.

Del texto de esta ley, podemos subrayar lo siguiente:

- Durante el periodo transitorio que media entre el 1 de enero de 1999 y el 31 de diciembre del año 2001, ambos inclusive, el euro y la peseta coexisten como unidades de cuenta y medios de pago.
- Por redenominación se entiende el cambio irreversible de la peseta al euro, en tanto exprese un importe monetario, en cualquier instrumento jurídico, conforme al tipo de conversión, y una vez practicado el correspondiente redondeo.

### 4.1. Desde el 1 de enero de 1999

- La peseta podrá continuar siendo utilizada como unidad de cuenta del sistema monetario en todo instrumento jurídico, en cuanto subdivisión del euro, con arreglo al tipo de conversión, hasta el 31 de diciembre de 2001. Los billetes y monedas denominados en pesetas continuarán siendo válidos como medio de pago de curso legal con pleno poder liberatorio, hasta el 28 de febrero de 2002. A partir de dicho momento, los billetes y monedas en pesetas perderán su curso legal y solo conservarán un mero valor de canje.
- Las emisiones de Deuda que realicen el Estado o sus organismos autónomos se realizarán en euros.
- La unidad de cuenta del Mercado de Deuda Pública en Anotaciones será la unidad euro. En consecuencia, tanto el registro de los valores incluidos en la Central de Anotaciones como su negociación, compensación y liquidación se realizarán, exclusivamente, en euros.
- Se podrán redenominar a la unidad euro las emisiones de valores de renta fija, distintas de las emisiones de la Deuda del Estado, y expresadas en pesetas emitidas con anterioridad a dicha fecha. La facultad de redenominar estará supeditada, eventualmente, a que el mercado donde se negocie la emisión haya adoptado el euro como unidad de cuenta para la negociación.
- Los notarios, de oficio, harán constar en los documentos que autoricen y que estén expresados en pesetas, el importe equivalente en euros, mediante la aplicación del tipo de conversión, y, en su caso, el redondeo. Igual obligación recaerá sobre los corredores de comercio colegiados respecto de los documentos que intervengan. A partir del 1 de enero de 2002, no podrá autorizarse o intervenirse documento alguno cuyos importes monetarios se expresen en pesetas cuando se emplee la unidad de cuenta nacional.
- Los registradores de la propiedad y mercantiles admitirán la expresión de la unidad de cuenta euro en los documentos de toda clase, que se presenten en el Registro. De igual modo, harán constar de oficio en los asientos registrales que practiquen a partir de dicha fecha, respecto de los documentos que contengan referencias a la unidad de cuenta peseta.
- Podrá realizarse la redenominación a la unidad euro del capital social y del valor nominal de las acciones o participaciones.
- La redenominación a la unidad euro de la cifra de capital social de las sociedades mercantiles se realizará exclusivamente mediante la aplicación a dicha cifra del tipo de conversión, redondeando posteriormente su importe. Realizada esta operación, el valor nominal de las acciones o participaciones se calculará multiplicando la cifra resultante en euros por un número que exprese la parte alícuota del capital social que el valor nominal de dicha acción o participación represente respecto de la cifra original expresada en pesetas.
- Para los ejercicios que se cierren durante el periodo transitorio, las cuentas anuales, incluidas las consolidadas, se podrán formular, depositar y publicar expresando sus valores, en pesetas o en euros.
- Durante el periodo transitorio previo acuerdo entre las partes, las entidades de crédito redenominarán en euros las cuentas de efectivo en pesetas que los particulares y las Administraciones públicas mantengan abiertas en la respectiva entidad.
- El ministro de Economía y Hacienda, o el órgano al que corresponda la competencia de acuerdo con las normas reguladoras de cada tributo, podrá aprobar los modelos de declaraciones y autoliquidaciones en eu-

ros, así como las condiciones y circunstancias de su utilización, respecto de los tributos que se devenguen a partir del 1 de enero de 1999, salvo aquellos cuyo período impositivo haya comenzado antes de esa fecha. Cumplido este requisito, el contribuyente podrá optar por declarar o autoliquidar en euros respecto de cada tributo en que resulte obligado.

#### 4.2. *Fin del periodo transitorio*

- La sustitución de la peseta por el euro no produce alteración del valor de los créditos o deudas, permaneciendo su valor idéntico al que tuvieron en el momento de la sustitución (principio de neutralidad).
- Desde el 1 de enero hasta el 30 de junio de 2002 se efectuará el canje de billetes y monedas en pesetas por billetes y monedas en euros, con arreglo al tipo de conversión y a la aplicación, en su caso, del redondeo.
- El canje se realizará por el Banco de España, bancos, cajas de ahorros y cooperativas de crédito.
- Solo se podrá entregar billetes y monedas denominadas en euros contra la entrega de billetes y monedas denominadas en pesetas, sin que se puedan admitir canjes inversos.
- El canje es gratuito, por lo que queda prohibido el cobro de cualquier tipo de gasto, suplido, comisión, precio o concepto análogo en relación con este canje.
- A partir del 1 de julio de 2002 el canje de los billetes y monedas denominados en pesetas por billetes y monedas en euros se llevará a cabo exclusivamente por el Banco de España, previo el correspondiente redondeo. El período de cambio de billetes y monedas de pesetas a euros en el banco emisor finalizará el 30 de junio de 2021.

### 5. Los planes nacionales de transición al euro

Durante todo el periodo transitorio, el conjunto de las Administraciones Públicas realizó una importante labor en formar e informar a la sociedad española acerca de la nueva moneda, con la puesta en marcha de dos planes nacionales de transición al euro.

El *Plan nacional para la transición al euro*, que fue aprobado en 1998, tuvo como objetivo facilitar la adaptación al euro a los agentes económicos y público en general, y fue el marco de referencia de la Ley 46/1998, de 17 de diciembre sobre la introducción del euro, antes citada.

Este plan analizó el proceso de transición al euro del sistema financiero que fue el primer sector en adaptarse a la nueva moneda, y la adaptación de las Administraciones Públicas a la moneda única.

El *II Plan nacional de transición al euro*, que enlazaba con el anterior, fue elaborado por la *Comisión Interministerial para la introducción del euro*, y publicado en julio de 2000. Tuvo por objeto establecer los criterios básicos en el proceso de sustitución de los medios de pago tradicionales, billetes y monedas en pesetas, por sus homólogos en euros, y en aumentar la información sobre el proceso de cambio de moneda a los agentes económicos y ciudadanos.

Los objetivos fundamentales del II Plan Nacional fueron los siguientes:

- Garantizar la fabricación de 7.800 millones de monedas y de 1.924 millones de billetes en euros, por parte de la Fábrica Nacional de Moneda y Timbre (FNMT).
- Asegurar una rápida y eficaz puesta en circulación de euros desde comienzos de 2002.
- Retirar el dinero en pesetas a medida que se fuera extendiendo el uso de billetes y monedas en euros.

El proceso logístico de la puesta en circulación de euros y la retirada de pesetas se articuló en tres etapas:

*a) Etapa de predistribución* (1 de setiembre a 31 de diciembre de 2001):

– A partir del 1 de setiembre de 2001, se entregaron monedas y billetes en euros a las entidades de crédito, empresas de seguridad y transporte de fondos y a la gran distribución comercial que lo hubiese solicitado.

– Durante diciembre de 2001, a través de las entidades de crédito, se entregaron monedas y billetes en euros a pequeños comercios y sector de la hostelería, por su cercanía con los consumidores.

– A partir del 15 de diciembre los particulares pudieron adquirir, a través de las entidades de crédito, un paquete de 43 monedas de euro de diferente valor facial por un importe equivalente a 2.000 pesetas.

*b) Etapa de coexistencia de las dos monedas* (1 de enero a 28 de febrero de 2002):

– Desde el 1 de enero toda la operativa de las entidades de crédito con su clientela se realizó en euros.

– Las entidades de crédito tuvieron que hacer un esfuerzo importante con su red de cajeros automáticos, ya que las dimensiones de los nuevos billetes exigían un ajuste técnico de los mismos, y estas adaptaciones debieron realizarse en un plazo muy corto. Desde primeros de 2002, la mayoría de la red de cajeros ya comenzaron a distribuir billetes de euro solamente.

*c) Etapa de retirada y canje* (1 de enero a 30 de junio de 2002):

– Durante este periodo se pudieron cambiar pesetas por euros en cualquier entidad de crédito y en el Banco de España.

### 6. La adaptación al euro de las empresas

La implantación de la moneda única ha sido desigual en el tiempo y en intensidad con respecto a las entidades financieras y el resto de las empresas. Por esta razón, he creído conveniente diferenciar la adaptación al euro del sector financiero y del resto de sectores económicos.

No obstante, todos los agentes económicos se han visto obligados a realizar distintas transformaciones e incurrir en considerables costes, como consecuencia de la adopción del euro.

#### 6.1. Sector financiero

El sector financiero español asumió el reto de la moneda única mucho antes del comienzo del periodo transitorio, de tal manera que, en 1993, la Asociación Española de la Banca Privada (AEB) y la Confederación Española de Cajas de Ahorros (CECA) iniciaron sus

trabajos de preparación al euro, estableciendo grupos de trabajo internos, con el apoyo de manuales operativos que sirvieron de guías para las propias asociaciones y las entidades asociadas (bancos y cajas de ahorros), con objeto de poner en marcha los cambios necesarios de adaptación en cada uno de los departamentos: contabilidad, medios de pago, internacional, banca electrónica, etc.

En sus operaciones mayoristas el sector financiero operó en euros desde el inicio del periodo transitorio, debido a que las operaciones derivadas de la instrumentación de la política monetaria y las cuentas de tesorería que las entidades financieras mantenían en el Banco de España venían expresadas en euros. Además, los mercados de deuda pública comenzaron sus emisiones desde el 1 de enero de 1999. De igual manera, los mercados organizados de valores y de productos derivados comenzaron la cotización, contratación y liquidación en euros en idéntica fecha.

La implantación del euro impactó negativamente en las entidades de crédito sobre los ingresos vinculados a los mercados de divisas, al producirse una disminución de sus beneficios por las actividades de arbitraje y *trading*, y la pérdida de comisiones de cambio.

Durante dicho periodo, cada entidad financiera también tuvo que afrontar importantes costes para modificar una gran parte de sus programas informáticos, adaptar sus cajeros automáticos, contadores y expendedores de billetes, adecuar su contabilidad en pesetas y en euros, y realizar una importante labor de formación a sus empleados, además de la información y asesoramiento a sus clientes. Y a partir de enero de 2002, tuvo que hacer frente a los costes derivados del canje de billetes y monedas.

No obstante, la introducción del euro en nuestro país trajo consigo un cambio positivo muy importante en el entorno competitivo de las entidades y mercados financieros españoles desde que comenzó el proceso de la UEM, debido a que dicha introducción se produjo en paralelo con el desarrollo del mercado único de servicios financieros (Cantalapiedra y Valero, 2002).

## 6.2. Resto de empresas

Muchas empresas aprovecharon la experiencia aportada por entidades de crédito, proveedores y clientes para simplificar toda la adaptación operativa, aunque hubo determinadas cuestiones específicas de cada una que tuvieron que resolver internamente, como la estrategia, la política comercial y el posicionamiento en el mercado.

La implantación del euro ha favorecido los intercambios comerciales entre los países de la eurozona, con motivo de la desaparición de los costes por cambio de divisas y los derivados de la cobertura de riesgo de cambio. Como consecuencia de una mayor competencia derivada de un mercado más amplio y transparente, Iranzo e Izquierdo (1998) señalaron que las empresas se reestructurarán para especializarse tanto de productos como de procesos, con flexibilidad para poder adaptarse a los gustos cambiantes de los consumidores.

La Administración española ha desempeñado un importante papel con la puesta en marcha en 1998 de la *Campaña de comunicación del euro*, en la que realizó numerosas acciones de información y asesoramiento específicas para empresas, asociaciones y colegios profesionales. A este respecto, la Dirección General del Tesoro y Política Financiera suscribió un acuerdo de colaboración con el Consejo General de Economistas para impartir conjuntamente un *Curso sobre el euro y los economistas* en octubre de 1999, en el cual tuve la suerte de participar como profesor.

Para finalizar, quiero destacar el gran trabajo de información que el comercio minorista llevó a cabo durante el periodo de doble circulación, debido a la proximidad con el cliente final, utilizando folletos informativos, carteles con el precio de los productos en ambas monedas, tablas de conversión, calculadoras para convertir los precios en pesetas a euros, etc., de tal manera que, al ser el principal canal de información práctica sobre el uso diario de la nueva moneda, se convirtió de forma involuntaria en el interlocutor básico del consumidor, porque fue, a través de las transacciones económicas diarias, donde el cambio de usos y costumbres derivado de la sustitución de la peseta por el euro se hizo más perceptible.

## 7. Conclusión

La puesta en funcionamiento del euro ha representado la operación política y económica más compleja y relevante de todo el proceso de integración europea.

La introducción de la moneda única no solo ha supuesto un cambio del entorno económico en el que operaban las empresas, sino que también ha sido una oportunidad para incrementar la eficiencia de las empresas dentro de su organización operativa.

Sin duda, la transición a la moneda única ha sido modelica, a pesar de la complejidad y dificultades logísticas durante el periodo de canje. Con tal motivo, quiero poner en valor la colaboración y esfuerzo de todos los agentes económicos, administraciones públicas y ciudadanos en general por hacer posible que la culminación de la introducción del euro en nuestro país haya resultado exitosa.

### NOTAS

- (1) El 25 de marzo de 1957 se firmaron dos tratados fundacionales: el Tratado de Roma constitutivo de la Comunidad Económica Europea (CEE) y el Tratado constitutivo de la Comunidad Europea de la Energía Atómica (Euratom). Su entrada en vigor fue el 1 de enero de 1958. El último tratado es el Tratado de Lisboa, firmado el 13 de diciembre de 2007, que entró en vigor el 1 de diciembre de 2009 y se denomina Tratado de Funcionamiento de la UE (TFUE). El TFUE es uno de los dos tratados primarios de la UE, junto con el Tratado de la Unión Europea (TUE) de Maastricht.
- (2) El Acta Única Europea, aprobada en 1986, ha supuesto la primera modificación de los dos tratados fundacionales. Entre sus objetivos figuran los de reactivar la integración europea y completar el Mercado Interior.
- (3) El Mercado Interior (también denominado Mercado Único) tenía como principal objetivo eliminar todas las barreras existentes a la libre circulación de mercancías, servicios, personas y capitales. El Acta Única Europea, que entró en vigor el 1 de julio de 1987, fijó como plazo límite para la realización del Mercado Interior el 31 de diciembre de 1992.
- (4) El Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) está compuesto del Banco Central Europeo y de los bancos centrales de los países miembros de la UE.
- (5) El Eurosistema está formado por el Banco Central Europeo y los bancos centrales de los Estados miembros de la zona del euro. Tanto el BCE como los bancos centrales de los países del euro gozan de gran independencia. Esto quiere decir que los gobiernos de estos países carecen de competencias de control y dirección sobre los mismos.

- (6) Instrumentos jurídicos: son las disposiciones legales y reglamentarias, los actos administrativos, las resoluciones judiciales, los contratos, los actos jurídicos unilaterales, los instrumentos de pago distintos de los billetes y monedas y los demás instrumentos con efectos jurídicos.
- (7) Mediante el Reglamento (CE) N° 2866/98 del Consejo, de 31 de diciembre de 1998, se establecen los tipos de conversión entre el euro y las monedas de los Estados miembros que adoptan el euro. En el caso concreto de España, 1 euro equivale a 166,386 pesetas.
- (8) El principio de *no prohibición* implica que no se puede impedir el uso del euro si las partes así lo acuerdan. El principio de *no obligación* supone que si una de las partes no quiere utilizar el euro no está obligada a hacerlo, aunque la otra parte lo solicite.
- (9) En España, este plazo se redujo finalmente a dos meses.
- (10) Reglamento es un acto jurídico comunitario, obligatorio en todos sus elementos y directamente aplicable a la legislación nacional de cada Estado miembro.

### BIBLIOGRAFÍA

- Banco Central Europeo (2003), Posición del Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo relativa a cuestiones relacionadas con los tipos de cambio de los países adherentes.
- Banco de España. Eurosistema, El camino hacia la UEM, [https://www.bde.es/bde/es/secciones/eurosistema/uem/la-union-economica/el-camino-hacia-/El\\_camino\\_hacia\\_la\\_UEM.html](https://www.bde.es/bde/es/secciones/eurosistema/uem/la-union-economica/el-camino-hacia-/El_camino_hacia_la_UEM.html).
- Cantalapiedra, César y Valero, Francisco J. (2002), «El euro frente a la peseta», *Revista Economistas*, núm. 91, marzo 2002.
- Comisión Europea (2007), *Una Europa Una Moneda. El camino al euro*.
- Dirección General del Tesoro y Política Financiera (1988), *El Plan nacional para la transición al euro*, marzo 1998.
- Dirección General del Tesoro y Política Financiera (2000), *II Plan nacional de transición al euro: el canje de pesetas por euros*, julio 2000.
- Iranzo, Juan E. e Izquierdo, Gregorio (1998), «Implicaciones estructurales del euro para la empresa española: entorno, estrategia y operativa», *Revista Economistas*, núm. 78, junio 1998.

## EL LARGO CAMINO DEL EURO EN ESTOS VEINTE AÑOS, UN PROYECTO COMPARTIDO

**Valentín Pich**

*Presidente, Consejo General de Economistas de España*

### RESUMEN

El veinte aniversario del euro ha generado una oportunidad extraordinaria para reforzar las líneas fundamentales de la pertenencia de España a este proyecto común europeo, pero, al mismo tiempo, constituye un momento de reflexión sobre qué ha ocurrido durante estas dos décadas y cuáles son los retos que deja pendientes para el futuro. En este sentido, el presente artículo analiza las principales lecciones que deja la historia monetaria y económica más reciente, así como una reflexión crítica sobre diferentes aspectos estructurales que generan oportunidades de convergencia y progreso de la economía española en el conjunto de la Eurozona.

### PALABRAS CLAVE

Euro, Política monetaria, Convergencia, Pacto de Estabilidad y Crecimiento.

### ABSTRACT

*The twentieth anniversary of the Eurozone has generated an incredible opportunity to reinforce the fundamental holds of Spain's belonging to this common European project. But at the same time, it is a moment of reflection on what has happened during these two decades and what are the challenges that leaves pending for the future. In this sense, this article analyses the main lessons of the most recent monetary and economic history, as well as a critical reflection on different structural aspects that generate opportunities for convergence and progress of the Spanish economy in the Eurozone as a whole*

### KEYWORDS

*Euro, Monetary policy, Convergence, EU Stability and Growth Pact.*

En 2002 se produjo uno de los acontecimientos europeos más importantes en lo que va de siglo desde el punto de vista económico: la implantación del euro. Con motivo del veinte aniversario de esta efeméride, desde el Consejo General de Economistas de España (CGE) nos pareció oportuno hacer un balance de este hito histórico, y reflexionar y debatir sobre lo que ha supuesto la moneda única para la Unión Europea, en general, y para España, en particular, así como sobre sus perspectivas de futuro.

Para ello, decidimos organizar un ciclo de tres conferencias en torno a este trascendental tema, que fueron impartidas por tres de los mayores expertos en esta materia: el reputado economista y actual presidente del Consejo Económico y Social, Antón Costas; el exministro de Economía y vicepresidente del Banco Central Europeo, Luis de Guindos; y el gobernador del Banco de España, Pablo Hernández de Cos.

La efeméride de los veinte años de circulación del euro es lo suficientemente importante como para dedicar espa-

cio y tiempo tanto para una reflexión ponderada como también para puntear los retos que tenemos por delante. Pese al esfuerzo llevado a cabo con la organización del ciclo de conferencias mencionado con anterioridad, esta celebración ha pasado ciertamente inadvertida para la opinión pública en general, algo que ciertamente nos ha sorprendido. Ha pasado mucho tiempo ya de aquellas campañas informativas y programas de televisión donde se nos enseñaba a manejar la nueva moneda que rompía las fronteras de los Estados miembros cohesionándose entre sí con la nueva divisa común.

Esta apatía general es un buen indicador de la necesidad de recuperar la ilusión y revitalizar el proyecto del euro desde la ciudadanía hacia las instituciones. Se ha escrito y afirmado mucho en los últimos años con una retórica casi épica cómo el euro ha aguantado como mínimo dos grandes crisis y en la primera de ellas con grave riesgo de ruptura de la Eurozona, ensalzando el papel del Banco Central Europeo (BCE) en momentos críticos como el famoso *whatever it takes* de Mario Draghi. También ha vivido otra crisis

no menor, aunque esta no fuera protagonizada por un miembro de la Eurozona como ha sido la salida de Reino Unido de la Unión Europea.

Pero, como no podía ser de otra manera, la mayor parte de esta épica está más en la cabeza y los discursos de los gobernantes, y de los interesados e iniciados en estos temas, que en la sociedad civil, menos aún cuando están sufriendo desde hace más de un año y medio una grave crisis inflacionista. Todos aceptamos entrar en el euro porque este iba a ser la salvaguardia del poder adquisitivo del dinero frente a la discrecionalidad de los bancos centrales nacionales, históricamente presionados por sus respectivos gobiernos para mantener bajos los tipos de interés, abundancia de crédito barato y financiar la deuda pública a costes más reducidos a cambio de una tasa de inflación mayor.

Llegados al final de estas dos primeras décadas de circulación oficial, es muy sano y conveniente hacer un ejercicio de reflexión sobre la construcción del euro. Muchas veces influenciados por el sesgo retrospectivo, pensamos que lo que está pasando hoy en el mundo económico y monetario europeo es más difícil que lo que sucedió hace veinte o veinticinco años. Pero no es así. No es verdad que todo el mundo lo tuviera claro. Había mucha preocupación, ya que era entrar en un terreno inexplorado, y había muchas voces, especialmente al otro lado del Atlántico, que advertían de que un banco central emisor de una moneda única para más de una decena de países, sin tener una política fiscal común, no podía funcionar.

La ausencia de un Tesoro común europeo —simplemente por una razón de imposibilidad metafísica sin antes haber hecho un movimiento de integración de soberanía política—, entendido como requisito imprescindible para la estabilidad de un área monetaria común (desde los tiempos, entre otros, de Robert Mundell o las aportaciones de Paul de Grauwe), se suplió con la creación voluntariosa de un cuerpo de reglas de estabilidad fiscal y monetaria, asemejándose a las normas que cualquier persona tiene que cumplir cuando es miembro de un club privado concreto.

Estas reglas, que se encuentran en revisión con un horizonte de 2024 para alumbrar el nuevo Pacto de Estabilidad y Crecimiento, han sido mucho más im-

portantes de lo que parece. Es cierto que, casi desde el minuto uno de la circulación oficial del euro, los objetivos de déficit y deuda fueron violados por varios Estados miembros, empezando por Alemania y Francia. Pero no es menos cierto que su vigencia (al menos nominal) ha dado estabilidad y credibilidad a los inversores internacionales cuyos flujos netos positivos hacia la Eurozona han crecido de una forma extraordinaria en estas dos décadas.

Veremos cómo se reforman finalmente los objetivos de estabilidad y cómo se va avanzando en una mayor integración fiscal en los próximos años. Lo que está claro es que todos estos movimientos han ido respondiendo a problemas económicos y de diseño institucional de fondo que han ido apareciendo y desapareciendo con características muy similares incluso desde antes de que existiera el instrumento de moneda única, concretamente de principios y mediados de los años noventa.

La construcción europea se ha hecho a base de acuerdos de mínimos en fuertes crisis. En el caso monetario, la caída del sistema monetario europeo (SME) llevó a un punto en el que la única solución posible era crear una divisa europea que desplazara a todas las divisas nacionales, dado que se había demostrado la imposibilidad de que circularan en paralelo sin provocar crisis y pánicos financieros. Años después, durante y después de la crisis de deuda de 2010, se vio cómo no era posible tener un *euro a dos velocidades*, que en la práctica habría supuesto volver a los postulados de inicios de los años noventa.

Tan importante como evitar una reversión del proceso de integración monetaria y económica es no tomar medidas de forma apresurada que puedan perjudicar más que beneficiar a medio y largo plazo. En particular, la vigilancia de Bruselas sobre los países con finanzas públicas no saneadas, o donde la permisividad de la política europea de los últimos tres años ha ido demasiado lejos, es imprescindible para evitar fuentes de inestabilidad y falta de credibilidad.

Más allá del rumbo de esta historia aún joven de la zona del euro, es también necesario glosar la importancia que ha tenido para países como España. No solo en términos de los beneficios que sin duda ha tenido para nuestra economía y para nuestras vidas, sino,

muy especialmente, qué habría sucedido si no hubiera existido el euro. En países con una larga tradición inflacionista y de constantes déficits, tanto por cuenta corriente como fiscales, el euro fue una oportunidad única para proteger a las familias y empresas que habían sufrido durante décadas erosiones constantes del poder adquisitivo con devaluaciones de la moneda y monetización de la deuda pública que acababa en inflación, y la inseguridad ante cambios perjudiciales del marco normativo u otro tipo de políticas lesivas.

Para la economía española, entrar en el euro ha supuesto un ancla que da confianza y seguridad a los ciudadanos a cambio de cumplir una serie de compromisos como atar las manos del gasto del Gobierno y desplazar una parte de la soberanía hacia un poder neutro e independiente a unos cuantos miles de kilómetros de distancia, un poder no precisamente sencillo de entender y con ciertos déficits democráticos que es necesario no perder de vista. Nunca es fácil tomar este tipo de decisiones, pero ante una oportunidad en la que se podía ganar más que perder, España hizo los deberes en tiempo récord y entró en el euro.

No fue sencilla la adaptación. Se tardaron unos años desde que España adquirió la membresía del euro para ver los resultados del ejercicio de ajuste en algunos mercados, empezando por el sector exterior o el mercado laboral, continuando por el sistema financiero tras la crisis de 2008 y hasta llegar a las cuentas públicas a mediados de la pasada década. Pero también ha tenido que asumir la parte alícuota de los costes provocados por momentos de coyuntura negativa europea, así como de medidas de política desafortunadas, como el enorme exceso de liquidez que hoy sigue presente o las crisis migratorias y de seguridad, entre otras, al formar una de las fronteras más desiguales en términos económicos que existen en el mundo.

Pero como señalábamos en el estudio *45 años de evolución económica, social, empresarial e institucional de España*, que elaboramos conjuntamente la Cámara de

Comercio de España y el Consejo General de Economistas de España hace poco más de dos años, con la integración de España en la Unión Europea se registró un avance excepcional en el proceso de modernización de la economía española, en la que el euro ha jugado un importante papel.

Para lo bueno y para lo malo, no cabe duda de que la historia del euro ha sido también la historia de la España más reciente, más europeísta, más abierta y peleando por conservar su puesto entre las economías más relevantes del planeta. La historia habría sido muy distinta si se hubieran cumplido los presagios de mediados y finales de los años noventa del *euro a dos velocidades* o, simplemente, si no hubiera existido un proceso de integración monetaria.

Por su importancia estratégica para la economía española pasada, presente y futura, el euro merece seguir siendo la piedra angular de la reflexión económica de estos próximos meses, la cual debe estar dirigida a cómo recuperar la senda de la convergencia frente a la UE. No es aceptable ni sostenible a medio plazo mantener una distancia de más de 15 puntos con la media y tener la productividad total de los factores con crecimientos mínimos desde la entrada en el euro. Nuestras fallas estructurales no se deben a la entrada en el euro, sino que esta colocó a la economía española en un escenario de competitividad frente a otros países que no han sabido correr al mismo ritmo.

Esta es la asignatura pendiente de estos veinte años que debemos aprobar. Sigue habiendo los mismos interrogantes que cuando se creó el euro, en un mundo con retos enormes y problemas serios en materia geopolítica, pero nada que el ser humano no sea capaz de resolver, como siempre lo ha hecho. La historia se escribe cada día. La mejor manera de estar a favor del euro es que se vuelvan a cumplir los requisitos de entrada, que pueden ser los de Maastricht u otros modificados, pero todos en pro de la estabilidad presupuestaria y control de la deuda pública.



## EL EURO, LAS DOS CARAS DE UNA MONEDA

**Eduardo Cuenca García**

*Catedrático de Economía Aplicada*

**Margarita Navarro Pabsdorf**

*Profesora titular de Economía Aplicada, Universidad de Granada*

### RESUMEN

Tras veinte años en circulación, el euro nos ofrece una amplia perspectiva sobre las fortalezas y debilidades de este ambicioso proyecto que puso en marcha la Unión Europea.

No podemos afirmar que se haya hecho todo bien ni que el diseño de sistema en el que se apoyaba fuera perfecto, pero existen pruebas claras de que la moneda única ha superado momentos muy difíciles, reaccionando con rapidez y solidariamente a las crisis que se han presentado a lo largo de su historia.

El euro, sin un mecanismo de estabilidad, sin unión bancaria ni unión fiscal, generó notables desequilibrios entre los Estados miembros, sometiéndolos a la disciplina presupuestaria y afectando a la convergencia económica. Sin embargo, a medida que iban apareciendo los problemas se han ido introduciendo cambios que reforzaban sus fundamentos y cubriendo grietas que se han ido abriendo en su estructura.

Las recientes crisis habrían sido mucho más graves sin el euro y los mecanismos con los que contamos hoy, herramientas que permiten gestionarlas de forma coordinada y solidaria.

### PALABRAS CLAVE

Unión monetaria, Convergencia, Euro, Zona euro, Rescate financiero.

### ABSTRACT

*After twenty years in circulation, the euro offers us a broad perspective on the strengths and weaknesses of this ambitious project launched by the European Union.*

*We cannot assert that everything has been done well or that the design of the system on which it was based was perfect, but there is clear evidence that the single currency has overcome very difficult periods, reacting speedily and with solidarity to the crises that have arisen along its history.*

*The euro without a stability mechanism, neither a banking union nor a fiscal union, brought about noteworthy imbalances between the Member States, subjecting them to budgetary discipline and impacting their economic convergence. However, as the problems showed up, changes were introduced strengthening the euro's foundations and repairing cracks that have been appearing in its structure.*

*The recent crises would have been much more serious without the euro and the mechanisms it has today, tools that allow it to be managed in a coordinated and solidary manner.*

### KEY WORDS

*Monetary union, Convergence, Euro, Eurozone, Bailout.*

### 1. De los orígenes de la Unión monetaria a la crisis financiera

La Unión monetaria ha sido uno de los grandes logros del proyecto de integración europeo. Un reto difícil de alcanzar pero que, con la voluntad de los miembros, salió adelante.

Aunque los fundamentos teóricos para alcanzar los máximos beneficios de una unión monetaria no se daban en su totalidad, en el momento en que se plantea el proyecto la necesidad de avanzar en ese sentido se puso de manifiesto con la crisis del Sistema Monetario Internacional (SMI) en 1971,

basado en los acuerdos de Bretton Woods y la disciplina en el control de las fluctuaciones del tipo de cambio.

A partir de entonces, el sistema de flotación de las monedas introducía grandes distorsiones en el mercado interior creado con la unión aduanera, de ahí que el primer intento de coordinar la evolución de los tipos de cambio se diera en 1972 con la creación de la *serpiente monetaria*. Sin embargo, la estabilidad cambiaria que se pretendía no duró mucho.

La crisis energética y los desequilibrios de balanza de pagos de los años sucesivos complicaron las posi-

bilidades de introducir más disciplina en el control de las divisas, lo que frenó los posibles avances.

Con la creación del Sistema Monetario Europeo (SME) se consiguió dar más estabilidad a la zona, permitiendo un margen máximo de fluctuación respecto al ecu, que servía de referencia. El SME se convirtió en una zona de tipos de cambio casi fijos con reducidos niveles de inflación y con déficits públicos sostenibles. No obstante, tras las incertidumbres generadas en los mercados con la crisis escandinava en otoño de 1992, el sistema se abandonó.

Por otro lado, el Informe Delors, presentado el 17 de abril de 1989, contemplaba el objetivo de una Unión Económica y Monetaria (UEM) en tres etapas, con una autoridad monetaria común, tipos de cambio irrevocables entre las monedas comunitarias y la aceptación final de una moneda única.

En 1997, una mayoría de Estados miembros o aquellos que en 1999 estuvieran en condiciones de pasar a la tercera etapa, deberían haber cumplido las condiciones macroeconómicas establecidas en los *criterios de Maastricht*. Finalmente, a principios de 1998, el Consejo Europeo publicó la lista de países que se incorporarían a la tercera fase.

La tercera fase se inició el 1 de enero de 1999, con la implantación de un sistema de paridades fijas irrevocables entre las monedas nacionales que habían cumplido los criterios y el euro. También se transferirían responsabilidades al BCE, que ejecutaría la política monetaria y las operaciones en mercados de divisas en euros. Dos años después, el 1 de enero del 2002, comenzaron a circular los nuevos billetes y monedas de euro y, meses más tarde, dejaron de ser de curso legal las antiguas divisas nacionales.

La incorporación de países a la zona euro no fue completa. En febrero de 1998 catorce de los quince países de la Unión Europea lograron cumplir los criterios de convergencia, solo Grecia quedó excluida, aunque finalmente se incorporó al grupo en enero de 2001.

El Reino Unido, Dinamarca y Suecia quedaron fuera de la zona euro. Dinamarca, a pesar de que cumplía los criterios, no entraría a formar parte del euro, aunque hubo un intento de adherirse en un referéndum celebrado el 28 de mayo de 2000, que no prosperó. Suecia presentaba algunos problemas técnicos, aunque en otro referéndum, que tuvo lugar en septiembre de 2003, se rechazó su incorporación al euro. La libra esterlina fue la gran ausente, amparándose en la cláusula *opting out* recogida en el tratado de Maastricht.

### Cuadro 1

#### Países que se han ido incorporando al euro

País	Año	Tipo de cambio por euro
Eslovenia	2007	239,640 tólares
Malta	2008	0,4293 liras
Chipre	2008	0,585274 libras
Eslovaquia	2009	30,126 coronas
Estonia	2011	15,6466 coronas
Letonia	2014	0,702804 lati
Lituania	2015	3,45280 litas
Croacia	2023	7,53450 kunas

Fuente: Elaboración propia con datos del Banco Central Europeo.

Con posterioridad, la lista de países que se integraron en el euro se ha ido ampliando, a medida que iban cumpliendo los criterios exigidos. Croacia se convertirá en el vigésimo miembro a comienzos de 2023.

Sobre el futuro del euro en ese momento planeaba la duda de si resistiría en un espacio que no cumplía plenamente con las características de una zona monetaria óptima. En este sentido, el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) (1996) recogía el compromiso de los integrantes de prevenir déficits presupuestarios excesivos.

Aunque los Tratados contemplaban solamente criterios cuantitativos de déficit para entrar en el sistema de la moneda única, no hacían referencia sobre las obligaciones que había que seguir cumpliendo en las políticas presupuestarias. Con el PEC se pretendía garantizar una convergencia sostenida y duradera. En 2005, el Pacto fue reformado, introduciendo criterios de flexibilidad que tuvieran en cuenta posibles factores relevantes.

### 2. El impacto de la crisis de 2007 en la unión monetaria y la nueva gobernanza

En sus primeros años, el euro funcionó relativamente bien y se fue consolidando como alternativa al dólar en los mercados mundiales. No obstante, con el estallido de la crisis de las *subprime* en Estados Unidos en agosto de 2007, el pánico se extendió por todo el mundo y, especialmente, en la Unión Europea.

Las medidas más urgentes que se tomaron fueron para salvar a los bancos, inyectando liquidez y rescatando a algunas entidades financieras. Por otra parte, para avivar la actividad económica y el empleo, aumentó el gasto público y se bajaron los tipos de interés. Una reacción, en cierta manera lógica, frente a la amenaza del derrumbe del sistema financiero y, como consecuencia, del crecimiento.

En Europa, el modelo de unión monetaria que se había planteado comenzaba a dar muestras de fragilidad en algunos de sus mecanismos y la prima de riesgo de los países más afectados comenzó a crecer de forma alarmante.

Con la crisis desencadenada, era urgente que la Unión impulsara la actividad económica. La aplicación de *recetas* basadas casi exclusivamente en la austeridad llevaría a algunos países del sur a plantearse si merecía la pena permanecer en el euro.

Dada la gravedad de la situación y el aumento constante de la prima de riesgo en los países más afectados por la crisis, se solicitaron algunos rescates sometidos a un control por el Eurogrupo, la Comisión y el BCE.

En mayo de 2010 se aprueba un primer rescate a Grecia, al que le siguieron los de Irlanda y Portugal y nuevamente el segundo a Grecia en 2011. Ante tal situación, se decide crear un Fondo de Estabilidad Financiera para intentar frenar la especulación.

En medio de esas turbulencias y debido a la alta exposición de la banca española al sector inmobiliario, la situación se agravó y en junio de 2012 el gobierno tuvo que pedir asistencia financiera para recapitalizarla. Posteriormente, el 25 de junio de 2012, Chipre también solicitó ayuda a la Unión. Era el cuarto rescate a un país, ya que en el caso de España se entendió como una ayuda a la banca, no al Estado.

Grecia fue rescatada por tercera vez en agosto de 2015 y durante los siete años siguientes, con grandes sacrificios de su población, tuvo que acometer profundas reformas en el mercado laboral, en las pensiones, privatizando empresas, realizando ajustes fiscales y saneando su sector bancario.

Finalmente, habiendo cumplido la mayor parte de los compromisos adquiridos con el Eurogrupo en junio de 2018, en agosto de 2022 se puso fin a la *supervisión económica reforzada* por parte de la Unión y a unos años de ayudas y reformas sin precedentes. Fue el país más afectado por la crisis.

Ante las debilidades que iban apareciendo en los pilares del sistema, hubo que fortalecer su arquitectura y modificar la gobernanza económica de la zona euro con:

– *El Semestre Europeo* de coordinación de la política económica: A partir del 1 de enero de 2011, el Consejo Europeo reforzó la coordinación de la política económica y presupuestaria con un calendario común. Se trataba de vigilar ambas políticas para que las reco-

mendaciones de las instituciones europeas se pudieran incorporar en los presupuestos y en el diseño de sus políticas económicas.

– *El Pacto del Euro o Pacto por el Euro Plus*: Aprobado por el Consejo Europeo de 24 y 25 de marzo de 2011, lo suscribieron los Estados miembros de la zona euro y otros seis que no formaban parte de esta (Bulgaria, Dinamarca, Letonia, Lituania, Polonia y Rumanía). El Pacto mejoraría la gobernanza e intentaba frenar la deuda de varios países de la eurozona, insistiendo en el cumplimiento de las condiciones del Pacto de Estabilidad y Crecimiento de 1997.

La principal diferencia con el Pacto anterior era que se había exigido mucha productividad y mucho sacrificio, pero con pocos compromisos sociales. Los defensores del Pacto del Euro lo veían como una forma de romper el *círculo vicioso* de endeudamiento, presión financiera, bancarrotas y rescates, en el que se encontraban una parte de los países de la Unión.

Las propuestas iban orientadas a vincular salarios con productividad, aumentar la flexibilidad laboral y disminuir los impuestos a las empresas para aumentar la contratación y fomentar el empleo, reducir el déficit público por debajo del 3% y controlar a los bancos con pruebas periódicas que evitaran asumir riesgos excesivos.

– *El Paquete de Seis Directivas (Six Pack. 2011)*: Con el que se modifica el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) de 1997. El Six Pack se basaba en el principio de que las políticas económicas deben ser una preocupación compartida por todos los Estados miembros, por lo que se debería establecer un sistema de supervisión de estas mucho más amplio.

Una de las novedades era conseguir que el crecimiento del gasto de un país no superara al de la economía, por lo que cualquier exceso de gasto por encima de este límite debía estar respaldado por nuevos ingresos.

– *El Paquete de Dos Directivas (Two-Pack. 2013)*: Añade otros requisitos para mejorar la vigilancia presupuestaria y la supervisión de las políticas. La Comisión examinaría cada proyecto de presupuesto y emitiría un dictamen. En caso de incumplimiento de las obligaciones previstas en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, la Comisión solicitaría al Estado su revisión.

Para los Estados miembros en procedimiento de déficit excesivo, el Two-Pack establece un seguimiento en virtud del cual el Estado miembro deberá facilitar periódicamente a la Comisión información adicional sobre las medidas que se hayan tomado para corregir su déficit. La intensidad del seguimiento y vigilancia dependería de la gravedad de la situación financiera del país.

El Two Pack vuelve a poner el acento en la prevención y en que la fortaleza de las finanzas públicas se garantiza mejor en la fase de planificación.

– *El Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza (TECG)*: Ante la dificultad para frenar el déficit y la deuda en algunos países, el 9 de diciembre de 2011 los 17 miembros de la zona euro reforzaron sus compromisos en el cumplimiento de los objetivos del déficit presupuestario/PIB y deuda pública/PIB, con sanciones automáticas para quienes no los cumplieran.

En marzo de 2012 se firmó el Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza en la Unión Económica y Monetaria por todos los países de la Unión, salvo la República Checa y Gran Bretaña, entrando en vigor el 1 de enero de 2013. Con ello, se comprometían fundamentalmente a promover la disciplina presupuestaria, a reforzar la coordinación de las políticas económicas y a mejorar la gobernanza de la zona euro. La propuesta fue respaldada por otros Estados que no participaban todavía de la moneda única (Bulgaria, Dinamarca, Polonia, Letonia, Lituania, Rumanía, Suecia y Hungría).

Después de su ratificación y antes del 1 de enero de 2014, tendrían que incorporar en la legislación nacional las reglas que exigen un presupuesto equilibrado, de manera que solo los que las hubieran dispuesto en la fecha indicada podrían obtener préstamo del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE).

Los principales puntos del acuerdo fueron:

– El Pacto fiscal de los países del euro, por el que las Administraciones públicas estaban obligadas a mantener un presupuesto equilibrado o con superávit. Esta norma debía inscribirse en la Constitución o legislación equivalente (*regla de oro*) con el objetivo de que, a medio plazo y en términos estructurales, no superaran el -0,5% del PIB. Asimismo, se endurecían las sanciones a los países que superaran el déficit del 3% o el 60% de deuda.

– Más coordinación en la zona euro, que garantizara que todas las reformas de política económica de los Estados se debatieran y coordinaran.

– Por último, se adelanta la entrada en vigor del fondo permanente, o Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE), a julio de 2012.

Lo más relevante del Pacto de 2012 fue la voluntad de elevar el rango del compromiso de los Estados miembros, por lo que la *regla de oro* (déficit estructural no mayor al 0,5% del PIB) se insertaría en las constituciones nacionales, dejando abierta la posibilidad de autorizar cierta flexibilidad en caso de *acontecimiento inusual fuera de control o grave recesión económica*.

Por último, el Consejo podrá decidir si coloca a un Estado miembro bajo la *vigilancia económica reforzada* ante el riesgo de que no se respeten los plazos para la corrección del déficit excesivo. En ese caso, la Comisión podría recomendar medidas para reducirlo y fijar un plazo para su aplicación.

– *El Mecanismo Europeo de Estabilidad. MEDE (en inglés European Stability Mechanism-ESM)*. Sería de carácter intergubernamental y permanente, sustituyendo las estructuras temporales que formaban el Fondo Europeo de Estabilidad Financiero (FEEF) y el Mecanismo Europeo de Estabilidad Financiero (MEEF). En 2016 la Comisión evaluaría su funcionamiento.

El MEDE, bajo condiciones estrictas, facilitaría ayuda en forma de préstamos a los países de la zona euro con graves problemas de financiación, únicamente a petición del país. La Comisión Europea, el FMI y el Banco Central Europeo analizarían el riesgo para la estabilidad de la zona en su conjunto y la sostenibilidad de la deuda pública del país que lo solicite.

Anteriormente, en el Consejo Europeo del 16 de diciembre de 2010, hubo que modificar el artículo 136 del Tratado de Lisboa para que se pudiera crear un mecanismo permanente que garantizara la estabilidad financiera de la zona del euro. La dificultad en la creación del MEDE estaba en que las reglas de la unión económica y monetaria no permitían la existencia de un fondo de ayuda permanente.

El anuncio en julio de 2012 del entonces presidente del Banco Central Europeo, M. Draghi, de que *haría todo lo necesario* para combatir la crisis, fue clave para reducir la tensión en la zona euro, dejando claro que lo que necesitaba Europa era inversión, flexibilidad fiscal, reformas y más política monetaria. En ese momento, el Banco Central Europeo dejaría de preocuparse solo por la inflación, atendiendo también a la estabilidad financiera. Era difícil mejorar la estabilidad si el crecimiento no volvía a repuntar; asimismo, la inversión pública ayudaría a superar una crisis que ya estaba en su séptimo año.

### 3. La necesidad de una unión bancaria y de los mercados de capitales

La crisis puso de manifiesto la necesidad de profundizar y corregir muchas de las debilidades del sistema euro y en el caso del mercado interior, con otras normas comunes para que los bancos se reforzaran ante futuros riesgos, para que pagaran por sus pérdidas y, en esos casos, se minimizaran los costes para el contribuyente.

El proyecto de *Unión Bancaria* se lanzó en la Cumbre de junio de 2012, en plena crisis de la deuda. En principio, la unión bancaria se sostendría sobre dos pilares: El Mecanismo Único de Supervisión (MUS), operativo desde 2014, y el Mecanismo Único de Resolución (MUR). El MUS supervisa a los bancos de mayor tamaño e importancia de la zona euro, mientras que el MUR trataría la resolución de los bancos en dificultades de una manera ordenada y con mínimos costes para los contribuyentes. En estos momentos se está debatiendo sobre un tercer pilar, el Sistema Europeo de Garantía de Depósitos (SEGD), que fue propuesto en 2012 por la Comisión, pero para el que no hay todavía acuerdo entre los Estados para iniciar su regulación.

En resumen, la arquitectura de la Unión Bancaria giraría sobre dos ejes fundamentales. Un supervisor único y un Mecanismo Único de Resolución, que se completarían con un Fondo Único de Resolución. Habría, además, unas mismas normas de solvencia, reestructuración de bancos y garantía de depósitos.

El 4 de noviembre de 2014 el Banco Central Europeo asumió los poderes de supervisión financiera a una banca muy endeudada y dependiente de los Estados. Fue un paso decisivo para reforzar la solidez del sistema financiero y, como consecuencia, de la zona euro.

Junto a la unión bancaria se planteó la necesidad de avanzar en la *Unión de los Mercados de Capitales*. En la UE existen todavía 27 mercados nacionales, algunos de ellos muy desarrollados, pero la mayoría son pequeños y sin posibilidad de ofrecer grandes alternativas para la financiación.

Progresar en este sentido fortalecería la unión económica y monetaria al dotarse de una regulación y supervisión coordinada entre todos los Estados miembros, lo que le daría más solidez al euro, incrementaría los flujos de capital transfronterizos y haría más atractiva la llegada de capitales procedentes de terceros países.

En el mercado único, se mejoraría el acceso de las empresas y los ciudadanos a más financiación, con conexiones más fluidas entre los mercados nacionales. Asimismo, se diversificarían las fuentes, complementando a la bancaria, lo que reduciría el impacto en la economía real de los problemas del sector bancario.

En resumen, la Unión de los Mercados de Capitales ampliaría los servicios financieros, en la actualidad muy dependientes de la financiación bancaria. Aunque existe libre circulación de capitales entre los Estados miembros, sus mercados no están integrados; una unión de los mercados de capitales ofrecería más posibilidades de financiación (caso del capital riesgo, entre otros), contaría con una supervisión única para que las actividades financieras transfronterizas fueran más seguras y para que las malas prácticas en un Estado miembro no generen riesgos en otros. De hecho, la Comisión presentó en 2017 una propuesta sobre coordinación en la supervisión bancaria, en valores y mercados y seguros y pensiones.

#### 4. La crisis de 2020 y las reacciones en la unión monetaria

Casi a punto de superar las secuelas de la crisis financiera, la extensión de la pandemia del coronavirus a principios de 2020 hizo temblar nuevamente los pilares de

la Unión Europea. El estallido de la crisis económica más grave de su historia tuvo un profundo impacto en las empresas, el empleo y en la estabilidad de la zona euro. Había que encontrar remedios, admitiendo que la recuperación iba a ser larga y llena de dificultades.

Dado que en este caso se trataba de una crisis de oferta y demanda a la vez, aplicar medidas de austeridad, tal y como se hizo en la crisis anterior, no era aconsejable por el riesgo de generar mayores desequilibrios.

La primera reacción de las autoridades europeas fue derogar temporalmente las restricciones sobre los límites de deuda pública fijados en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, ampliando la posibilidad de utilizar todos los mecanismos posibles que minimizaran los efectos de la crisis.

En marzo de 2020, por primera vez el Consejo, a propuesta de la Comisión, activó la *cláusula general de salvaguardia* del PEC, prevista en casos de crisis graves generalizadas, que otorgaba a los Estados miembros más margen de maniobra para aplicar medidas de emergencia con incidencia presupuestaria.

Activada la cláusula, se aceptarían desviaciones temporales de la trayectoria de ajuste, siempre que no pusiera en peligro la sostenibilidad presupuestaria a medio plazo. A pesar de los elevados niveles de deuda pública en la mayoría de los Estados miembros, se marcaron objetivos para su reducción gradual, pero sin dañar la recuperación económica. Sobre su futuro, las directrices actuales sugieren seguir aplicando la cláusula en 2022 y desactivarla a partir de 2023.

En estas circunstancias, las propuestas que se estaban estudiando para reformar el marco fiscal europeo a finales de 2020 se dejan a un lado.

La segunda iniciativa ante la crisis se planteó a finales de mayo de 2020, con la propuesta de la Comisión de aprobar un plan de gran alcance que sumaba a los recursos del futuro Marco Financiero Plurianual (MFP), pendiente de aprobar, junto a otras acciones específicas recogidas en el marco del llamado *Next Generation EU*. Un plan sin precedente en el que no solo se pretendía salvar la crisis que se estaba viviendo, sino preparar a la UE para los cambios que exigían las circunstancias presentes y futuras en el nuevo orden internacional.

En otras palabras, preparar las bases sobre las que se tendría que sustentar la UE de la próxima generación.

Además de todas las dificultades mencionadas, la invasión de Ucrania por Rusia el 24 de febrero de 2022 añadió nuevas dosis de incertidumbre y complejidad en la salida de la crisis que había provocado la pandemia.

El resultado de esta *tormenta* económica y política generó una pérdida de confianza generalizada con caídas de las bolsas, subidas en las primas de riesgo de muchos países de la Unión y la depreciación del euro frente al dólar. La situación se agravó con el aumento de los precios de la energía, especialmente del gas procedente de Rusia y de muchas materias primas, provocando un *shock* de oferta que disparó la inflación y afectó al crecimiento económico. Circunstancias que provocaron retrasos en las decisiones de consumo e inversión de las familias y las empresas.

Ante el aumento de la inflación a niveles que no se alcanzaban desde hacía décadas, en julio de 2022 el BCE subió los tipos en 0,5 puntos, el mayor incre-

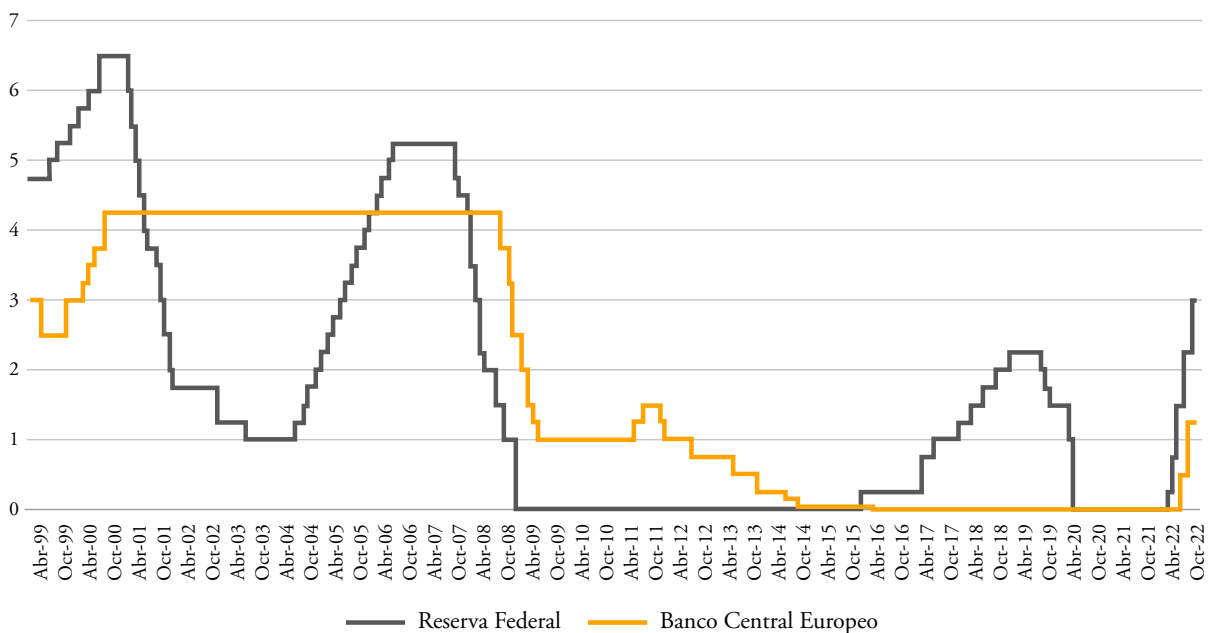
mento en veintidos años, poniendo fin a la era de intereses negativos. Era la primera vez en once años que se daba un paso parecido. Hasta el momento, solo en dos ocasiones el Banco Central Europeo había aumentado más de 25 puntos el tipo de interés (en 1999 y en 2000).

En una situación como la actual, todo indica que se está siguiendo una senda prudente para salir de la crisis, aunque sea con una inflación por encima de los niveles aconsejables, algo que ayudaría mucho a reducir el volumen de deuda pública (especialmente para Grecia, Italia, Portugal o España).

Asimismo, ante los efectos que estas medidas pudieran tener a la hora de acudir a la financiación, se creó un mecanismo sin límite de recursos para evitar que las incertidumbres se trasladasen a las primas de riesgo y provocaran una fragmentación financiera de la zona euro. El Instrumento para la Protección de la Transmisión de la política monetaria (TPI, por sus siglas en inglés) se activaría para contrarrestar una dinámica de mercado que amenazaría la transmisión de la política monetaria

**Gráfico 1**  
**Tipo de interés de refinanciación del BCE**

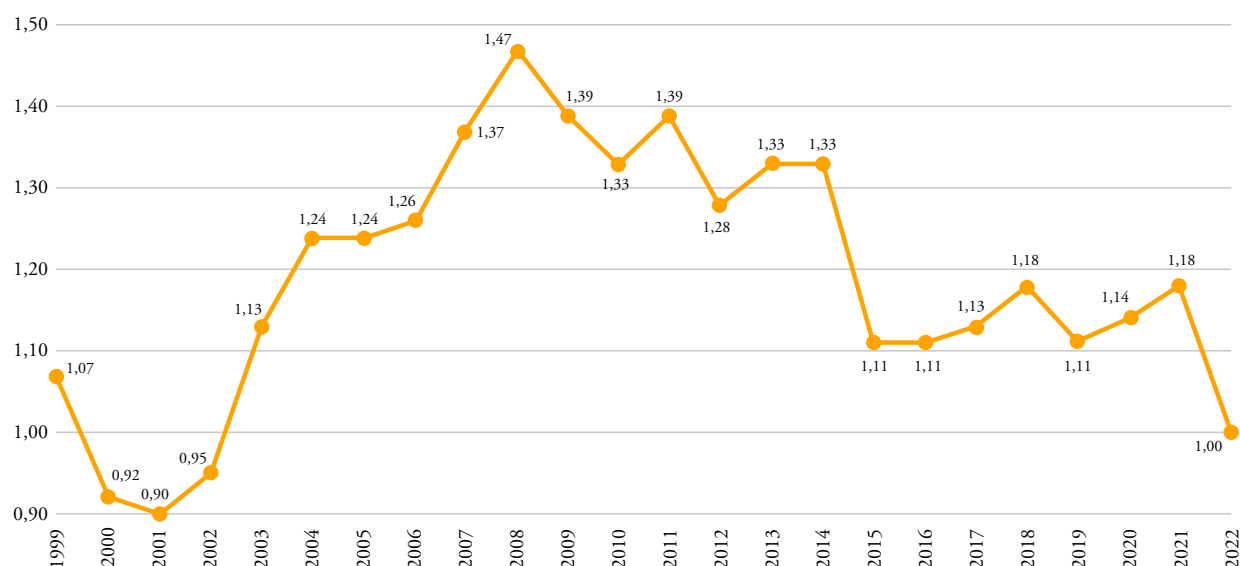
Datos en puntos porcentuales



Fuente: Elaboración propia con datos del BCE y la Reserva Federal.

Gráfico 2

## Evolución del tipo de cambio euro/dólar



Fuente: Elaboración propia con datos de BCE.

en toda la zona del euro. Una herramienta que actuaría como último recurso, ya que la primera línea de defensa sería la *reversión flexible* de los bonos soberanos que ahora tiene en cartera, es decir, comprar más títulos de deuda pública de los países más afectados.

Si funciona esta herramienta, se estaría dando margen al BCE para que se centrara en la vigilancia de la estabilidad de los precios y alcanzar a medio largo plazo el objetivo del 2% de inflación.

Otra de las consecuencias, resultado de la situación, fue la depreciación del euro, cuyas causas son complejas pero que podría responder también a las mayores incertidumbres generadas por la guerra en Europa, frente a Estados Unidos. El euro se depreció cerca de un 13% frente al dólar, apenas un par de semanas antes del inicio de la invasión rusa de Ucrania, la moneda común se cambiaba por 1,15 dólares para posteriormente alcanzar la paridad y terminar por debajo del dólar.

## 5. Reflexiones finales

En una unión monetaria, uno de los factores clave para su buen funcionamiento es poder disponer de otros me-

canismos de ajuste, distintos al tipo de cambio, para enfrentarse a perturbaciones y asincronías en los ciclos económicos de los países miembros. En esos casos, es cuando la creación de un área con una moneda común es posible y recomendable, en los que se pueden aprovechar sus ventajas en el intercambio de bienes y servicios y en los que los niveles de empleo y precios se pueden estabilizar.

En ausencia de flexibilidad cambiaria, la única forma de combatir las perturbaciones asimétricas entre los países es a través de la movilidad de los factores de producción y/o flexibilidad en los precios de esos factores. Si esa movilidad y flexibilidad de factores no son suficientes, hay que contar con mecanismos de compensación o transferencia que equilibren las cuentas externas. Es decir, en un área monetaria se deben cumplir unas condiciones indispensables como son: la simetría de las perturbaciones, la flexibilidad y/o movilidad de los factores de producción y la integración económica y fiscal, entendiéndose por integración fiscal algo que va más allá del cumplimiento de metas de déficit; es decir, la existencia de mecanismos de transferencias fiscales entre sus miembros.

La falta de un presupuesto común de dimensiones adecuadas limita la capacidad de intervención de la UE ya



que no dispone de un instrumento de estabilización, dinamizador, capaz de renovar las estructuras económicas y que pueda promover la convergencia territorial. Una situación que limita los avances y la fortaleza de la unión monetaria, al no poder contar con una política fiscal con carácter expansivo diseñada desde las instituciones europeas y que respaldara las medidas monetarias activadas por el Banco Central Europeo.

Es más, desde la crisis de 2008 las propuestas europeas se centraron en reducir el déficit y la deuda pública para recuperar la confianza de los inversores. Pero las políticas fiscales procíclicas activadas (aumentar gastos e impuestos) tuvieron efectos muy negativos sobre el crecimiento, el empleo y el bienestar.

Aunque son muchas las voces que piden una política fiscal más integrada en la zona euro, no se han conseguido grandes avances, salvo la propuesta de crear una Función Europea de Estabilización de la Inversión como instrumento contracíclico para conceder préstamos a los Estados con un alto nivel de desempleo y para mantener la inversión pública, siempre que se cumplieran los requisitos necesarios.

En resumen, el modelo actual de gobernanza fiscal de la zona euro se ha centrado en la disciplina fiscal articulada con normas europeas y nacionales que no están coordinadas suficientemente y que han dificultado su aplicación y una rendición de cuentas, lo que va en detrimento de su eficacia y credibilidad.

Dado que el ajustarse a las obligaciones fiscales europeas durante periodos de crisis hace difícil activar políticas fiscales contracíclicas en los países, su aplicación debe ir en paralelo a una mayor integración presupuestaria que pudiera dar cabida a políticas fiscales de estabilización macroeconómica elaboradas desde las instituciones europeas que, a su vez, permitan actuaciones en diferentes Estados cuando sufran *shocks* asimétricos.

En otro orden, para completar la unión monetaria habría que progresar en la conversión del mecanismo de rescate (MEDE) en un Fondo de estabilización, algo así como un Fondo Monetario Internacional para Europa (FME), que podría ayudar a países que lo necesitaran a cambio de aplicar ajustes en sus políticas.

Resumiendo, el proyecto euro ha ido mostrando sus debilidades durante las crisis, en parte resultado de las distintas políticas económicas practicadas por los países. De cara al futuro habría que reforzarlo con tres nuevos pilares: el citado FME, un presupuesto anticrisis de la eurozona y la creación de un superministro económico de la UE.

Los principales rasgos del nuevo Fondo serían:

- Sustituir al MEDE (un organismo intergubernamental) y transformarlo en un organismo de la UE para rescatar a los países con problemas para financiarse en los mercados, con un programa (línea de crédito barato) a cambio de ajustes y reformas.
- El FME desempeñaría una función fundamental en la culminación de la unión bancaria. Actuaría como cortafuegos común para el Fondo de Resolución y para el cierre de bancos, sin que el contribuyente asuma riesgos. Con esos progresos, solo faltaría pactar el Fondo de Garantía de Depósitos para completar esa parte de la unión bancaria aún pendiente.

A pesar de las reformas implementadas en la gobernanza económica europea, sobre todo desde 2008, los desequilibrios persisten. En 2020, la Comisión presentó una propuesta de revisión de la gobernanza, pero con la pandemia y posteriormente la invasión rusa de Ucrania, se ha pospuesto el debate.

Tras los últimos acontecimientos todo apunta a que entraremos en un nuevo escenario que nos forzará a emprender reformas profundas.

### BIBLIOGRAFÍA

- Aslund, A. y Djankov, S. (2017), *Europe's Growth Challenge*, Oxford University Press, Nueva York.
- Baglioni, A. (2016), *The European Banking Union: A Critical Assessment*, Palgrave Macmillan, Londres.
- Bailey, D. J.; Clua, M.; Huke, N. y Ribera, O. (2017), *Beyond Defeat and Austerity: Disrupting (the Critical Political Economy of) Neoliberal Europe*, Routledge, Londres y Nueva York.
- Baldassarri, M. (2017), *The European Roots of the Eurozone Crisis: Errors of the Past and Needs for the Future*, Palgrave Macmillan, Londres.
- Barnard, C.; De Baere, G. y Vandenbroucke, F. (2017), *A European Social Union after the Crisis*, Cambridge University Press, Cambridge.

- Berend, I. (2017), *The Contemporary Crisis of the European Union: Prospects for the future*, Routledge, Londres.
- Brunnermeier, M. K.; James, J. y Landau, J. P. (2017), *El euro y la batalla de las ideas*, Deusto, Barcelona.
- Cardinale, I.; Coffman, D. y Scazzieri, R. (2017), *The Political Economy of the Eurozone*, Cambridge University Press, Cambridge.
- Castells, M. (2017), *Europe's Crises*, Polity Press, Cambridge.
- Closa, C. (2018), «La protección de los valores fundamentales de la UE frente a la violación por parte de sus Estados miembro», en C. Closa, e I. Molina, *El futuro de la Unión Europea*, Informe Elcano, abril, Real Instituto Elcano, Madrid.
- Consejo Europeo (2020), Conclusiones del Consejo Europeo. 17-21 julio 2020. Recuperado de <https://www.consilium.europa.eu/me-dia/45124/210720-euco-final-conclusions-es.pdf>.
- Crespy, A. y Menz, G. (2015), *Social Policy and the Eurocrisis. Quo Vadis Social Europe*, Palgrave MacMillan, Basingstoke.
- Cuenca, E. (2007), *Economía de la Unión Europea*, Pearson-Prentice Hall, Madrid.
- Cuenca, E. y Navarro, M. (2018), *Lecciones de Economía de la Unión Europea*, Pirámide, Madrid.
- De Grauwe, P. (2014), *Economics of Monetary Union* (10ª ed.), Oxford University Press, Oxford.
- Demertzis, M.; Pisani-Ferry, J.; Sapir, A.; Wieser, T. y Wolff, G. (2018), *One Size NotnFit at All: European Integration By Differentiation*, Policy Brief, Bruegel, 3, 19 de septiembre, Bruselas.
- European Commission (2017), *Proposal for a Council Regulation on the establishment of the European Monetary Fund*, COM(2017), 827 final, diciembre, Bruselas.
- European Commission (2017), *Communication on Further Steps Towards Completing Europe's Economic and Monetary Union: A Roadmap*, diciembre, Bruselas.
- European Commission (2017), *New Budgetary Instruments for a Stable Euro Area within the Union Framework*, COM(2017), 822, Bruselas.
- Grimmel, A. (2017), *The Crisis of the European Union: Challenges, Analyses, Solutions*, Routledge, Londres.
- James, H. (2012), *Making the European Monetary Union*, Harvard University Press, Cambridge, MA.
- Jones, E. y Torres, F. (2016), *Governance of the European Monetary Union*, Routledge, Abingdon.
- Juncker, J.-C.; Tusk, D.; Dijsselbloem, J.; Draghi, M. y Schulz, M. (2015), *The Five Presidents' Report: Completing Europe's Economic and Monetary Union*, European Commission, Brussels.
- Marsh, D. (2015), *Europa sin euros: Soluciones para la crisis de Europa*, RBA Libros, Barcelona.
- Minenna, M. (2016), *The Incomplete Currency. The Future of the Euro and Solutions for the Eurozone*, Wiley and Sons, Nueva Jersey.
- Ortega, A., y Steinberg, F. (2018). «Luchar contra la desigualdad y recuperar la convergencia», en C. Closa e I. Molina (2018). *El futuro de la Unión Europea*. Informe Elcano abril. Real Instituto Elcano. Madrid.
- Otero, M. (2018), «El pilar fundamental de la integración: la unión económica y monetaria y la política», en C. Closa, e I. Molina, (2018), *El futuro de la Unión Europea*, Informe Elcano, abril, Real Instituto Elcano, Madrid.
- Sanchis, M. (2014), *The Economics of the Monetary Union and the Eurozone Crisis*, Springer, Heidelberg.
- Sandbu, M. (2017), *Europe's Orphan. The Future of the Euro and the Politics of Debt*, Princeton University Press, Nueva Jersey.
- Sawyer, M. (2017), *Can the Euro Be Saved?*, Polity Press, Cambridge.
- Stiglitz, J. (2017), *El euro. Cómo la moneda común amenaza el futuro de Europa*, Taurus, Madrid.
- Van Rompuy, H.; Barroso, J. M.; Juncker, J-C y Draghi, M. (2012), *The Four Presidents' Report: Towards a Genuine Economic and Monetary Union*, European Commission, Bruselas.



## 179 Economía de la conducta. Una visión actual

- 178 Una reforma fiscal para la competitividad
- 177 España 2021. Un balance
- 176 Economía, energía y sostenibilidad
- 175 Información no financiera o de sostenibilidad: presente y futuro
- 174 Reestructuración del sistema productivo español: reflexiones y retos en el panorama pospandemia
- 172-173 España 2020. Un balance
- 171 Retos actuales del sector agrario español
- 170 Actividad empresarial en la pandemia de la covid-19
- 169 Hacia una nueva movilidad en las ciudades
- 167-168 España 2019. Un balance
- 166 El sector exterior de la economía española en 2020
- 165 Globalización 4.0
- 164 La liberalización del transporte ferroviario de pasajeros
- 162-163 España 2018. Un balance
- 161 La mujer y la economía
- 160 Riesgos de la economía española
- 159 Globalización y proteccionismo
- 158 Gobierno de la empresa
- 156-157 España 2017. Un balance
- 155 La digitalización de la economía española
- 154 Análisis de los textos de economía, empresa e historia económica utilizados en el bachillerato español
- 153 El Brexit: causas y consecuencias
- 151-152 España 2016. Un balance
- 150 Evolución y revolución en el sector terciario



Información, venta y suscripciones:  
Colegio de Economistas de Madrid | Flora, 1 - 28013 Madrid  
Tel. (+34) 91 559 46 02 | [revista.economistas@cemad.es](mailto:revista.economistas@cemad.es) | [www.cemad.es](http://www.cemad.es)

# LA GOBERNANZA ECONÓMICA DE LA EUROZONA: REFORMAS PENDIENTES

**Álvaro Anchuelo Crego**

*Catedrático de Economía Aplicada, Universidad de Alcalá*

## RESUMEN

La Unión Monetaria Europea está aún incompleta. Algunas carencias en su gobernanza económica han provocado inestabilidad. Para completarla, es necesario reformar las reglas fiscales, de forma que proporcionen mayor flexibilidad en el uso de las políticas presupuestarias nacionales. Además, el BCE ha de ser capaz de desempeñar con mayores garantías legales su papel de prestamista de última instancia en relación con las deudas públicas nacionales. Por último, resulta también ineludible ir avanzando hacia la construcción de una capacidad fiscal central.

## PALABRAS CLAVE

Eurozona, Gobernanza económica, Pacto de estabilidad y crecimiento, BCE, NGEU, SURE, MEDE.

## ABSTRACT

*The European Monetary Union is still incomplete. Some shortcomings in its economic governance have caused repeated instability. To complete it, it would be necessary to reform its fiscal rules, in order to provide greater flexibility for the use of the national budgetary policies. In addition, the ECB should be able to play its role as lender of last resort in relation to the national public debts with a stronger legal backing. Finally, it seems also unavoidable to move towards the construction of a central fiscal capacity.*

## KEYWORDS

*Eurozone, Economic governance, Stability and Growth Pact, ECB, NGEU, SURE, ESM.*

## 1. Introducción

Desde la creación del euro, se han puesto de manifiesto una serie de deficiencias en la gobernanza económica de la eurozona. Tales defectos ya fueron señalados por varios expertos cuando la moneda única nació y se encuentran detrás de los peores problemas que la eurozona ha atravesado.

En este trabajo, se revisa cuáles son y se proponen (con base en la abundante literatura existente) algunas reformas para mejorarlas.

En la sección 2 se analizan las medidas que proporcionarían un mayor margen de actuación a las políticas fiscales nacionales.

En la sección 3 se estudia cómo el Banco Central Europeo (BCE) podría desempeñar mejor su papel de prestamista de última instancia respecto a las deudas públicas nacionales.

En la sección 4 se esboza una posible estrategia para avanzar hacia la creación de una capacidad fiscal

central a partir de los instrumentos y programas ya existentes.

El artículo se cierra con una sección de conclusiones y las referencias bibliográficas.

## 2. Necesidad de proporcionar un mayor margen de actuación a las políticas fiscales nacionales

En la Unión Monetaria Europea, las políticas presupuestarias no son comunes. Aunque existe un pequeño presupuesto supranacional para el conjunto de la UE-27, su tamaño es muy reducido (poco más del 1% del PIB). La política fiscal, por tanto, sigue estando esencialmente en manos nacionales.

Según el diseño inicial de la eurozona, la preocupación casi única respecto a esas políticas consistía en evitar que pudieran ser excesivamente deficitarias, de forma que interfiriesen en el funcionamiento de la política monetaria común (o requiriesen ayuda, en forma de rescate, de los demás países de la eurozona).

Tal preocupación no era descabellada, como la propia experiencia histórica de la zona del euro ha demostrado. Algunos ejemplos de los problemas que los déficits públicos nacionales excesivos pueden crear en la política monetaria común son los siguientes:

- El BCE podría ser reticente a elevar el tipo de interés, aunque se tratase de la medida adecuada para combatir la inflación, con el fin de evitar unas mayores cargas por intereses a los gobiernos muy endeudados (que empeorasen aún más su situación presupuestaria).
- En los casos de una crisis de la deuda pública nacional en determinados países, las fuertes tensiones sociales resultantes, unidas a las posibilidades de contagio al sistema bancario, podrían presionar al BCE a comprar esa deuda rechazada por los mercados.

Por este tipo de vías, como pudo comprobarse en el caso de Grecia, la política fiscal excesivamente deficitaria y la insostenibilidad de la deuda pública de un país miembro de la eurozona puede interferir en la política monetaria común que comparte con el resto. Los problemas presupuestarios nacionales se convierten así en algo que concierne a toda la eurozona. De ahí la justificación para intervenir, intentando prevenir este tipo de problemas, mediante el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. El error no ha residido tanto en la existencia de dicho Pacto como en su diseño, así como en la ausencia de otras medidas de acompañamiento.

Dentro de la Unión Monetaria, la política fiscal nacional es más importante que nunca para los países miembros, puesto que ya no disponen de una política monetaria o cambiaria propias. Es el principal instrumento de política económica que permanece en sus manos para actuar sobre la demanda agregada nacional, pudiendo responder con él ante las perturbaciones asimétricas que afecten solo, o más fuertemente, al propio país. Las restricciones que se le impongan, en consecuencia, han de ser lo suficientemente flexibles para no impedir este trascendental cometido y dejar un margen suficiente de actuación.

No parece que el Pacto de Estabilidad y Crecimiento haya cumplido con el anterior requisito, optando por limitar fuertemente la libertad de actuación de las

políticas presupuestarias nacionales. Esta estrategia ha sido el origen de muchos de los problemas, e incluso la impopularidad en algunos momentos, que ha sufrido la zona del euro. Especialmente cuando ha conllevado intentos de forzar a las autoridades nacionales a que disminuyesen el déficit público durante períodos recesivos, de forma procíclica.

En efecto, el Pacto, en su diseño inicial, adopta un enfoque claramente restrictivo y un tanto dogmático:

- Utiliza un valor de referencia numérico, que no deja de ser arbitrario, del 3% del PIB centrado en el déficit del conjunto de las administraciones públicas. A partir de ese valor, un déficit se considera excesivo. Lo que se cree deseable es mantener las cuentas en equilibrio en épocas normales.
- Solo en recesiones excepcionalmente severas (en las que el PIB real disminuye, no basta con una simple desaceleración) está permitido superar ese valor de referencia.
- Los incumplidores se arriesgan al pago de multas muy considerables en términos absolutos, al estar calculadas como porcentajes del PIB (de hasta el 0,5%).

Todo lo anterior limita fuertemente, a priori, la flexibilidad en el uso nacional de la política fiscal para los países miembros de la eurozona.

Tras el estallido de la crisis financiera de 2008, el Pacto se mostró incapaz de evitar los problemas que pretendía evitar: desbordamiento de los déficits públicos y la deuda pública en muchos países, incluso crisis de la deuda en algunos... Sin embargo, ninguno fue nunca multado. Entre otras cosas, porque resulta contradictorio penalizar económicamente a un país con problemas graves de déficit y deuda, lo que contribuirá a agravar esos desequilibrios. Ese fracaso general no impidió que provocase fuertes sentimientos antieuropeos en algunas sociedades (al verse las instituciones europeas obligadas a intentar imponer recortes presupuestarios en mitad de la crisis).

En vista de tan cuestionable balance, el marco fiscal europeo ha sufrido diversas reformas, con el objetivo declarado de incorporar las lecciones aprendidas tras la debacle de la crisis. Por desgracia, el objetivo fun-

damental de casi todas las reformas ha sido fortalecer aún más el control de las políticas fiscales nacionales.

Veamos cómo esto es así en el caso de las principales:

– *Semestre Europeo*: busca reforzar la supervisión *ex ante* de las políticas fiscales nacionales. Antes de aprobarse los presupuestos en los parlamentos nacionales, los países miembros han de proporcionar información sobre sus líneas generales, elaborando Programas de Estabilidad que cubran los siguientes tres años. En base a esa información, se les puede formular recomendaciones.

– *Six-Pack*: mejora la calidad de la supervisión, obligando a crear Instituciones Fiscales Independientes nacionales (como la AIREF) que garanticen la calidad técnica de las previsiones en las que se basa la elaboración de los presupuestos. Amplía, además, esa supervisión a la aparición de desequilibrios macroeconómicos excesivos, no solo presupuestarios. Por último, intenta recuperar la maltrecha credibilidad de las sanciones, haciéndolas más automáticas (requieren ahora una mayoría reforzada para perdonar, no para castigar, que es lo que sucedería por defecto).

– *Two-Pack*: refuerza la supervisión, todavía más, para el caso de los países que reciban ayuda financiera de los demás socios o tengan abiertos procedimientos por déficit excesivo.

– *Pacto Presupuestario (Fiscal Compact)*: este acuerdo intergubernamental va aún más lejos y compromete a los Estados miembros a incorporar con el máximo rango en su derecho nacional la obligación de mantener el déficit estructural de las administraciones públicas por debajo del 0,5% del PIB. Este saldo ajustado en función del ciclo no resulta observable y ha de estimarse mediante métodos que no están exentos de polémica. En España, esto se tradujo en la reforma urgente del artículo 135 de la Constitución y en la promulgación de la Ley de Estabilidad Presupuestaria que lo desarrolla. Esta obligación de mantener los saldos presupuestarios casi en cero a lo largo del ciclo, si se aplicase en la práctica estrictamente, llevaría a largo plazo (en economías con crecimiento del PIB nominal) a resultados tan sorprendentes como la total extinción de las deudas públicas. Esto da una idea de su maximalismo.

Solo una de las reformas posteriores a la Gran Recesión se propone ayudar a los países miembros en apuros, en vez de acentuar el control sobre ellos (pese a que la primera parece una tarea mucho más ligada a las lecciones de la crisis): la creación del *Mecanismo Europeo de Estabilidad* (MEDE). Se trata de un organismo intergubernamental dotado con un fondo común de un tamaño considerable, de hasta 700.000 millones de euros, 80.000 de ellos desembolsados mediante aportaciones directas de los Estados miembros en proporción al tamaño de sus economías, y el resto que se podrá captar en caso de necesidad emitiendo títulos de deuda del propio MEDE (una forma de deuda común europea). Su finalidad es actuar como un fondo de rescate, que proporcione asistencia financiera (en forma de préstamos a bajo interés) a aquellos países miembros que lo soliciten por experimentar una crisis de la deuda pública que dificulte su financiación.

Desafortunadamente, la utilidad de este fondo se ha visto disminuida por las fuertes limitaciones que incorpora su diseño. Además de proporcionar solo préstamos, pero no transferencias, está pensado para actuar únicamente en casos extremos, en situaciones de emergencia. La concesión de la ayuda va unida a una fuerte condicionalidad, que suele incluir medidas muy impopulares. Por último, las decisiones de rescate han de ser aprobadas por unanimidad.

Las limitaciones del enfoque que ha inspirado todas las reformas arriba descritas (aumentar el control y ayudar solo en casos extremos con una fuerte condicionalidad) se han puesto de manifiesto en su primera gran prueba: la crisis económica desencadenada por la pandemia. Esta vez, se ha optado por suspender temporalmente, recurriendo a una cláusula general de escape, las normas fiscales ligadas al Pacto de Estabilidad (para permitir así funcionar plenamente a las políticas fiscales nacionales). Tal cláusula probablemente se siga manteniendo todavía durante 2023. No se puede decir que el diseño reformado funcione muy bien, cuando el gran éxito ha consistido en olvidarse de él durante unos años (evitando así caer otra vez en las políticas procíclicas que agravaron la crisis anterior).

Tampoco el MEDE ha funcionado mejor. Su nueva *Línea de Crédito contra la Pandemia* podía proporcionar

préstamos de hasta el 2% del PIB del país receptor (unos 22.000 millones euros en el caso de España) con condiciones financieras muy favorables (a 10 años y solo un 0,1% de tipo de interés) y escasa condicionalidad macroeconómica (que se usasen para financiar gastos sanitarios derivados de la pandemia). Sin embargo, ningún país se ha animado a usarla, por miedo al estigma de *país rescatado* que las severas operaciones de asistencia financiera anteriores han terminado creando.

Esta pausa, que la grave crisis desatada por la pandemia ha provocado, ofrece una excelente oportunidad para reformar las normas fiscales antes de reactivarlas. En cierta manera, tales reformas se han vuelto inevitables, porque hay aspectos de las reglas anteriores que se han vuelto inaplicables en la práctica. Volver a la situación anterior sin reformas llevaría, por tanto, a incumplimientos generalizados y un mayor deterioro de la credibilidad del marco fiscal. La alternativa serían ajustes fiscales tan drásticos que han de considerarse imposibles, dados sus costes sociales y políticos.

Veamos el caso español (aunque habría otros países con dificultades aún mayores):

- Reducir 1/20 anual la deuda pública en exceso del 60% del PIB, como piden las normas actuales, implicaría (con una deuda pública española cercana al 120% del PIB) realizar ajustes equivalentes a tres puntos del PIB anuales (unos 35.000 millones de euros).
- La convergencia hacia los valores de referencia de un 3% del PIB para el déficit público total y un 0,5% para el déficit estructural debería realizarse desde unos valores de partida muy alejados (6,8 y 4% respectivamente).
- Imponer cuantiosas multas del 0,5% del PIB (unos 6.000 millones de euros) sería contraproducente, al deteriorar aún más la situación presupuestaria.

Las normas actuales tampoco deberían ser sacralizadas, puesto que existen importantes argumentos en su contra, que hacen desaconsejable volver a la situación anterior sin reformas incluso aunque ello fuera posible. Algunos ejemplos:

- Se basan en valores de referencia numéricos para los que se han elegido unas cuantías arbitrarias (¿por qué 3 y 60% en vez de otros?).

- Han ido adquiriendo gran protagonismo variables inobservables que no están bajo el control directo de los gobiernos (como el déficit estructural).

- Han provocado políticas procíclicas en el pasado, tanto durante las recesiones como en las expansiones.

- Son una de las causas de la falta de inversión pública, primera partida que suele sufrir a la hora de realizar ajustes presupuestarios, algo particularmente grave cuando Europa se enfrenta a su transición ecológica.

La estrategia más sensata consistiría en desactivar la relevancia práctica del modelo anterior, pero sin suprimirlo formalmente en la medida de lo posible, puesto que algunos de sus aspectos solo podrían modificarse por unanimidad, al estar recogidos en los Tratados. Así, los valores del 3 y el 60% podrían mantenerse únicamente como referencias teóricas a largo plazo, siendo otras referencias intermedias las que se supervisarán en la práctica. El ajuste anual para el exceso de deuda pública podría también subsistir, pero reduciéndolo a valores inferiores a 1/20. De igual forma, el déficit estructural seguiría siendo calculado, pero para usarse como una variable de análisis más.

¿Qué nuevo modelo debería sustituir al actual? Las propuestas realizadas son muy numerosas y variadas. Sin embargo, cierto consenso sobre algunas líneas generales del futuro modelo sí que parece haber ido emergiendo entre los expertos. En él, el objetivo último debería ser la sostenibilidad a largo plazo de la deuda pública. Para alcanzarla, los distintos países deberían tener niveles objetivo específicos (dado su distinto potencial de crecimiento o sus diferentes capacidades recaudatorias). Las instituciones fiscales independientes deberían desempeñar un papel protagonista a la hora de fijarlos.

Un segundo rasgo de consenso emergente gira en torno a la conveniencia de utilizar el gasto público como la variable a controlar, ya que resulta más observable y los gobiernos pueden ejercer sobre ella un mayor grado de control. No obstante, las reglas de gasto propuestas son diversas. Suelen tener en común el centrarse en las partidas de gasto permanente, excluyendo otras por su importancia social y para permitir la actuación de los estabilizadores automáticos. En las versiones que

incluyen la llamada *Regla de Oro*, se excluye del cómputo la inversión pública. Sin embargo, pueden existir métodos alternativos para preservarla, promoviendo a nivel europeo en vez de nacional, como se explicará más adelante.

Un tercer rasgo, el más fuertemente compartido, se refiere al sistema de incentivos. Las multas han demostrado su inutilidad. Sería mejor sustituirlas por un sistema de incentivos positivos, favoreciendo en el acceso a ciertos fondos europeos a los países más cumplidores de sus compromisos.

### 3. Necesidad de proporcionar un respaldo más claro del BCE a las deudas públicas nacionales

Un país que dispone de moneda propia y su correspondiente Banco Central, siempre podrá repagar la deuda pública que haya emitido denominada en ella. El Banco Central puede actuar como prestamista de última instancia del gobierno, comprando los títulos de deuda que los mercados financieros rechacen y proporcionando a cambio las cantidades de moneda doméstica que sean precisas. Es el caso, por ejemplo, de la deuda pública federal de los Estados Unidos: siempre podrá repagarse en dólares, pues la Reserva Federal puede comprarla y, a cambio, emitir la moneda doméstica que sea necesaria. El Banco de Inglaterra acaba de proporcionar otro ejemplo, con su masiva intervención para calmar a los mercados, después del anuncio de las medidas fuertemente deficitarias del nuevo gobierno de Liz Truss. Por supuesto, tal tipo de políticas no son aconsejables a largo plazo, por sus efectos inflacionarios, pero a corto plazo permiten superar una emergencia en los mercados de deuda.

En el diseño inicial de la eurozona, el papel de respaldo a la deuda pública nacional no solo no se contemplaba, sino que se intentaba evitar, prohibiendo al BCE comprarla en los mercados primarios. Por tanto, la situación para los países miembros era como si la deuda pública que emitían estuviese denominada en una moneda ajena, sobre la que no tuviesen ningún control.

Las consecuencias pudieron verse tras la crisis financiera de 2008. Los países de la eurozona con peores situaciones en sus cuentas públicas tuvieron que

hacer frente a unas mayores primas de riesgo, que agravaron los problemas presupuestarios y en algunos casos desembocaron en cierres de los mercados y crisis de la deuda pública (en forma de expectativas autocumplidas).

En tales situaciones, de poco valdrá que se conceda un mayor margen legal para actuar contra las crisis económicas a las políticas fiscales nacionales en un nuevo Pacto de Estabilidad. No serán capaces en la práctica, porque las restricciones las impondrán no el Pacto sino los mercados, haciendo imposible la financiación del déficit público y el aumento del gasto.

Hasta el *whatever it takes* de Mario Draghi en el verano de 2012 y la creación de las operaciones monetarias sin restricciones (*Outright Monetary Transactions* u OMT), cuatro años después del inicio de la crisis, las tensiones no se apaciguaron. El mero anuncio de su existencia sirvió para que las primas de riesgo se redujeran, demostrando el carácter de expectativas autocumplidas que estaba detrás de buena parte de los problemas.

Desde entonces, el BCE ha aprendido la lección, como demuestra su comportamiento en los años posteriores y especialmente durante la pandemia. La principal novedad ha consistido en la puesta en marcha de unos ambiciosos programas de compra de activos (*Quantitative Easing*), protagonizados por la deuda pública. La justificación oficial de estas actuaciones ha sido devolver la inflación hacia su valor objetivo del 2% desde los registros inferiores, algunos meses incluso negativos, que presentaba. Sin embargo, no han dejado de suponer también un importante apoyo para las deudas públicas nacionales, que ha sido especialmente importante para los países con unas cuentas más problemáticas.

En 2015 se creó el programa de compra de activos (*Asset Purchase Programme* o APP), teniendo como su componente principal el programa de compra de activos del sector público (*Public Sector Purchase Programme* o PSPP). El artículo 123.3 del Tratado prohíbe al BCE comprar directamente deuda recién emitida por un gobierno en el mercado primario (monetizar la deuda). Para evitar esta limitación legal, el BCE solo compra deuda pública nacional en el mercado secundario (a compradores previos). Las consecuencias



económicas, no obstante, son muy similares: una mayor demanda de esos bonos (además de garantizar un comprador) eleva sus precios y reduce los tipos de interés. Este entorno facilita enormemente a los gobiernos emitir nueva deuda pública, con la que financiar un mayor gasto público, a muy bajos tipos de interés. De esta forma, tales intervenciones proporcionan unas condiciones favorables de financiación a las políticas fiscales nacionales.

El programa APP del BCE operaba sujeto a ciertas restricciones autoimpuestas. Para evitar que favorezca más a determinados países, el PSPP ha de comprar deuda pública nacional según el peso relativo del PIB de cada país en el de la eurozona (correspondiendo a España, por ejemplo, alrededor del 12%). Además, las compras totales no podían exceder el 33% del *stock* total de deuda pública de cada país, intentando evitar un exceso de concentración.

Cuando estalló la pandemia, en marzo de 2020, el APP se mantuvo (estaba comprando entonces 20.000 millones de euros al mes) y se reforzó (con 120.000 millones adicionales hasta finales de dicho año). Por si esto fuera poco, el 18 marzo de 2020 se puso en marcha un nuevo programa que se sumase al anterior, el programa pandémico de compras de emergencia (*Pandemic Emergency Purchase Programme* o PEPP). Dotado inicialmente con 750.000 millones hasta finales de 2020, se amplió pronto en 600.000 millones y después en otros 500.000. En total, por tanto, estamos hablando de un gigantesco programa de 1,85 billones de euros. En este caso, la flexibilidad de uso es mucho mayor, pues no existen límites en las compras respecto a qué países o hasta cuánto del *stock* total. Esto ha permitido concentrar las intervenciones en la deuda pública de los países más afectados por la crisis (como Italia o España, dos de las cuatro principales economías continentales).

La magnitud de estas intervenciones puede visualizarse con el ejemplo español. El BCE ha comprado indirectamente una cantidad de deuda pública española que cubre todo el incremento provocado por la covid (más de 200.000 millones). Tan espectaculares actuaciones han obtenido resultados no menos llamativos, disminuyendo fuertemente el tipo de interés

pagado por la deuda pública de los países periféricos (y por las demás de la eurozona) hasta niveles próximos a cero. Esto ha facilitado aumentar el gasto público nacional y poner en práctica políticas fiscales nacionales fuertemente expansivas, financiando sin tensiones los enormes déficits públicos resultantes. Algo que ayuda a entender la rápida recuperación del PIB de la eurozona tras la caída provocada por la pandemia. Un escenario radicalmente distinto al de la anterior Gran Recesión.

Con el considerable repunte de la inflación, iniciado por los cuellos de botella de la pandemia y reforzado por el encarecimiento de las materias primas tras la invasión de Ucrania, se han dado por concluidos tanto el PEPP (en marzo de 2022) como el APP (en junio de 2022), aunque aún proporcionen cierta capacidad de actuación, mientras haya de reinvertirse a su vencimiento la deuda ya acumulada. En este sentido, no proporcionaban una solución definitiva al problema del papel de prestamista de última instancia que el BCE debe proporcionar a las deudas públicas nacionales. De hecho, se trataba de intervenciones extraordinarias y temporales, con otras finalidades (al menos oficialmente). Bien es cierto que han sentado precedentes y que esos programas u otros similares podrían ser reactivados en el futuro. Su cobertura legal, por otro lado, es demasiado frágil. Solo ha sido posible forzando al límite la interpretación de unos Tratados que prohíben expresamente la financiación monetaria de los déficits, pero encargan al BCE lograr la estabilidad de precios (lo que también implica indirectamente garantizar el mecanismo de transmisión de la política monetaria). En cualquier momento, una nueva sentencia del TJUE, o incluso del Tribunal Constitucional alemán, pueden poner en cuestión este tipo de programas.

La mejor prueba de que se trata de un problema mal resuelto dentro de la gobernanza económica de la zona del euro reside en que las primas de riesgo periféricas reaparecieron puntualmente, en cuanto el respaldo del BCE volvió a ponerse en duda por la finalización de los programas de compra de activos.

Quedaban como última barrera defensiva para frenar el repunte de las primas de riesgo periféricas las OMT creadas en tiempos de Draghi. En principio se trata de

un instrumento poderoso, que ya vimos como cambió las expectativas de los mercados con su mero anuncio, sin necesidad de tener que ser utilizado, puesto que habilita al BCE para realizar compras ilimitadas de la deuda nacional de un país concreto en apuros. Presenta el diseño de este instrumento, sin embargo, diversos problemas que lo convierten en poco operativo. Las intervenciones del BCE requieren que previamente el país solicite y obtenga ayuda del MEDE. Ello conlleva que se limite a intervenir en situaciones ya extremas, con la consiguiente condicionalidad dura, el estigma que conlleva y la rigidez en el proceso de toma de decisiones inherentes a ese fondo.

Las consideraciones anteriores han llevado al BCE a considerar necesario crear un nuevo instrumento anti-fragmentación, que proteja la transmisión de la política monetaria común. Bautizado como TPI (*Transmission Protection Instrument*), fue aprobado el 21 de julio de 2022. Como el OMT, puede proporcionar un respaldo sin límites e incluso está autorizado a comprar un mayor rango de activos (con periodos de vencimiento más largos). La principal diferencia entre ambos instrumentos reside en el grado de condicionalidad, claramente menor en el nuevo.

Los criterios incluidos en él para resultar elegible son cuatro:

1º) Cumplir con el marco fiscal de la UE, no estando sujeto a un procedimiento de déficit excesivo o tomando medidas efectivas tras una recomendación del Consejo de la UE.

2º) Ausencia de desequilibrios macroeconómicos severos: no estar sujeto a un procedimiento de desequilibrio excesivo o haber tomado las acciones correctivas recomendadas por el Consejo de la UE.

3º) Sostenibilidad fiscal: que la deuda pública sea sostenible, para evaluar lo cual el Consejo de Gobierno del BCE tendrá en cuenta los análisis de la Comisión Europea, el MEDE, el FMI y otras instituciones, además de los propios.

4º) Cumplimiento de los compromisos presentados en los Planes de Recuperación y Resiliencia y de las recomendaciones de la Comisión Europea en el marco del Semestre Europeo.

Tal vez en esta ocasión la condicionalidad peca por defecto, en vez de por exceso. Habrá que ver cómo funciona el TPI en la práctica. La labor del BCE no será sencilla, pues ha de realizar complicados equilibrios. Tendrá que limitar las primas de riesgo, pero sin suprimir por completo las señales de mercado que envían. Deberá utilizar el instrumento de forma selectiva, para evitar la creación de incentivos perversos en las políticas presupuestarias nacionales y el riesgo de *dominancia fiscal* sobre la política monetaria.

#### 4. Necesidad de crear una capacidad fiscal central

Se entiende por capacidad fiscal central, al menos en su acepción ideal, la existencia de un presupuesto europeo común de suficiente envergadura como para que relevantes partidas de gasto público (por ejemplo, las inversiones o las prestaciones por desempleo) se sitúen en él. Tales partidas de gasto público federal requerirían también la emisión de títulos de deuda pública común (los llamados eurobonos) para financiarlas. Estos, a su vez, requieren de unos ingresos comunes, de impuestos europeos capaces de respaldarlos.

Semejante capacidad fiscal central desempeñaría trascendentales funciones. Podría reforzar a las políticas fiscales nacionales en el caso de perturbaciones asimétricas que afecten más a determinados países, dejando así al BCE solo como apoyo en última instancia. Permitiría diseñar una política de estabilización macroeconómica para el conjunto de la eurozona, que pueda coordinarse con la política monetaria (mejorando el *policy mix*). Serviría, además, para preservar la inversión pública mediante la puesta en marcha de proyectos comunes europeos (por ejemplo, los necesarios para acelerar la transición ecológica).

Aunque existe un amplio consenso teórico sobre la necesidad de esta capacidad central, las propuestas sobre cómo construirla son de lo más variadas, en parte debido al esfuerzo de convertirlas en políticamente y legalmente viables. Afortunadamente, el camino para convertirla en realidad ha sido notablemente aclarado y simplificado por la pandemia. Para responder a sus consecuencias económicas, se ha creado toda una serie de instrumentos, en principio extraordinarios, que

sirven como precedentes de futuras políticas permanentes. Destacan de entre ellos dos, el Next Generation EU (NGEU) y el Instrumento de Apoyo Temporal para Mitigar los Riesgos de Desempleo en una Emergencia (SURE), a los que podría añadirse una reforma del MEDE y una mejora del marco institucional en lo referente a la política presupuestaria.

### 4.1. NGEU

Uno de sus aspectos más revolucionarios reside en cómo se captarán los recursos: mediante la emisión de deuda de la Comisión Europea, es decir, deuda común (respaldada conjuntamente por todos los países mediante los *recursos propios* de la UE). Tras debatir durante años sobre la emisión eurobonos, algo que se consideraba imposible, en vista de la oposición de Alemania y otros países *frugales* a compartir riesgos, ese importante tabú ha sido roto (aunque se supone que solo por una vez, de forma extraordinaria).

La cantidad a captar en los mercados es considerable, 750.000 millones de euros a lo largo de seis años (hasta 2026), utilizando para ello una variedad de instrumentos de deuda a diferentes plazos. Las emisiones realizadas han constituido un claro éxito, permitiendo lograr tipos de interés muy reducidos, pues su alta calificación de triple A ha permitido aprovechar la gran demanda de activos seguros existente.

El plan previsto consiste en repagar (entre 2028 y 2058) esta deuda, hasta que quede plenamente amortizada y termine desapareciendo. Ello constituye un evidente error, ya que esta deuda común emitida resulta muy útil, desempeñando diversas funciones (además de las evidentes de financiar una política fiscal común y reducir el incremento de las deudas nacionales):

- Disminuye la cantidad de deuda pública nacional acumulada en los bancos comerciales, reduciendo el círculo vicioso (*doom loop*) que los liga a los bonos soberanos.
- Facilita las operaciones de la política monetaria común, pues comprar estos títulos no conlleva para el BCE los problemas de adquirir los de un país miembro específico en vez de los de otro.

– Permite la existencia de un activo seguro y de menor volatilidad que la deuda nacional para poder usarlo como colateral.

– Promueve el papel internacional del euro, proporcionando un vehículo seguro para la inversión internacional y facilitando el desarrollo de un mercado de capitales europeo más integrado.

De la cantidad captada en los mercados financieros con dichas emisiones de deuda común, algo menos de la mitad (360.000 millones de euros) se distribuirá entre los países miembros en forma de préstamos con condiciones financieras muy favorables. El resto (390.000 millones) se utilizará en forma de transferencias, repartidas con criterios que favorecen a los más afectados por la crisis. Se rompe con todo esto un segundo tabú que bloqueaba el desarrollo de una capacidad fiscal centralizada: la posibilidad de transferir recursos entre países, otra línea roja para los países contribuyentes netos.

Los gastos financiados por el NGEU han de realizarse entre 2021 y 2026. Cada país diseña y presenta su propio Plan Nacional de Recuperación y Resiliencia. En ellos ha de priorizarse el gasto en transición verde (mínimo 37% del total) y digital (mínimo 20%), preservando de esta manera la inversión pública de interés común (sin necesidad de incorporar ninguna *Regla de Oro* que excluya el gasto en inversión de los cómputos del Pacto de Estabilidad). El papel de la Comisión se reduce a aprobarlos y supervisar el posterior cumplimiento. Con este procedimiento *de abajo hacia arriba*, los países se sienten más involucrados, desarrollando un mayor sentido de pertenencia que cuando se les imponen las medidas desde arriba. Los desembolsos, por otro lado, se irán realizando en varios plazos, a medida que el país vaya cumpliendo los compromisos incorporados en su plan. Se crea así un sistema de incentivos positivos, en vez de multas.

La parte entregada en forma de préstamos la repagarán los países que los recibieron al devolverlos. La deuda común utilizada para financiar transferencias se repagará con los ingresos del presupuesto común de la Unión Europea (los llamados *recursos propios*). En consecuencia, se ha decidido incrementarlos. Lo más novedoso es la forma de hacerlo: mediante la creación de nuevos *recursos propios* que tengan la naturaleza de

impuestos comunes europeos. Se rompe así un tercer tabú que dificultaba el camino hacia la construcción de la capacidad fiscal central.

Existe todavía cierta falta de concreción sobre esos nuevos recursos. Con distinto grado de desarrollo actual y probabilidad, se trata de medidas como una contribución sobre el plástico no reciclado, la asignación al presupuesto común de una parte de los ingresos obtenidos por las subastas de derechos de emisión, un mecanismo de ajuste en frontera por el carbono o algún impuesto digital. Se echa en falta incluir de forma más decidida algún gran impuesto común europeo. El candidato obvio es el impuesto de sociedades, homogeneizando la base, limitando la dispersión entre los tipos e incorporando parte de la recaudación a los ingresos del presupuesto común.

Habiendo cruzado las líneas rojas de emitir deuda común, permitir las transferencias entre países y crear futuros impuestos europeos, el NGEU podría convertirse en una pieza básica de la nueva capacidad fiscal centralizada. Para ello, debería perder su carácter extraordinario para convertirse en un instrumento permanente. El buen o mal funcionamiento del programa ya existente, condicionará mucho que dicha transformación sea posible. Seleccionar proyectos de calidad, ejecutarlos eficientemente y evitar los casos de corrupción resultará crucial. Una parte considerable de la responsabilidad a la hora de lograr estos fines le corresponderá a España.

#### 4.2. SURE

En este programa temporal, puesto en marcha también para paliar las consecuencias económicas de la pandemia, la Comisión Europea emite más deuda común (en este caso 100.000 millones de euros) para conseguir un bajo interés y prestar lo obtenido a los Estados miembros en condiciones favorables.

El objetivo consiste en utilizar esos recursos para reforzar esquemas nacionales de protección contra el desempleo (en los que se mantenga la relación laboral). A España le corresponden unos 21.000 millones.

Convertir en permanente un programa similar, funcionaría como un estabilizador automático (que facilitaría aumentar el gasto en desempleo nacional a aquellos

países más afectados por futuras crisis). Ello constituiría un hito importante en el largo camino hacia una hipotética prestación europea común por desempleo.

#### 4.3. Reforma del MEDE

Se trata de un fondo con recursos considerables (de hasta 700.000 millones de euros), que no tiene sentido mantener desaprovechado. Es, además, otro mecanismo que permite la emisión de deuda común europea.

Su reforma debería ir en la línea de lograr que los préstamos no se concedan solo en situaciones tan extremas, con crisis de deuda pública inminentes, sino frente a otros desequilibrios macroeconómicos más cotidianos e incluso con fines preventivos. Desempeñaría así, a nivel europeo, algunas funciones parecidas a las del Fondo Monetario Internacional (FMI). Podría ser una buena idea renombrarlo como Fondo Monetario Europeo (FME), como forma de facilitar que se superen los estigmas del pasado. En este MEDE reformado, el Consejo de Gobernadores no adoptaría ya las decisiones por unanimidad.

De nuevo la pandemia ha proporcionado precedentes importantes: la Línea de Crédito contra la Pandemia permitía proporcionar préstamos con menor condicionalidad para fines en los que nadie había pensado cuando se creó el MEDE.

#### 4.4. Reformas institucionales

Dar pasos hacia la creación de una capacidad fiscal centralizada requiere, así mismo, aumentar la legitimidad democrática de las decisiones que se adopten con ella. Las medidas presupuestarias tienen una naturaleza política incluso más marcada que las monetarias, dadas sus consecuencias redistributivas. Por eso, han estado históricamente entre las actividades fundamentales de los parlamentos. Reformas institucionales que aumenten el papel del Parlamento Europeo resultarán inevitables.

Otra importante reforma, si se quiere lograr un mínimo de operatividad, ha de consistir en terminar con la unanimidad ahora requerida en el Consejo para adoptar acuerdos en materias fiscales.

Diversas propuestas de reforma han apuntado, así mismo, a la conveniencia de que el Eurogrupo esté presidido por el Comisario de Asuntos Económicos y Financieros quien, como vicepresidente de la Comisión, sería una especie de *Alto Representante* o *ministro* de Finanzas.

Otras medidas deberían favorecer el nacimiento de un *demos* común europeo: listas transnacionales en las elecciones al Parlamento Europeo, que ayuden a la aparición de partidos y medios de comunicación supranacionales. Sin una identidad común, la resistencia a las transferencias de recursos entre países será mayor.

### 5. Conclusiones

La gobernanza económica de la eurozona necesita ser mejorada. Un primer objetivo ha de consistir en proporcionar a las políticas presupuestarias nacionales un mayor margen de actuación. Tanto las normas fiscales en su diseño inicial como sus sucesivas reformas han puesto excesivo énfasis en el control, con el fin de alcanzar unos valores muy reducidos y arbitrarios para el déficit público y la deuda pública. Los resultados han sido negativos, convirtiéndose además en una fuente de impopularidad para el proyecto europeo.

La cláusula de escape que ha suspendido temporalmente dichas reglas fiscales, debido a la pandemia, ofrece una buena ocasión para reformarlas. Algunas líneas generales del posible nuevo diseño van emergiendo, en forma de consenso entre los especialistas. El objetivo último debería ser la sostenibilidad a largo plazo de la deuda pública; para lograrla, habría que señalar objetivos específicos a los distintos países. El gasto público sería la variable a controlar, centrándose en sus componentes permanentes. Un sistema de incentivos positivos sustituiría a las impracticables multas.

En segundo lugar, es preciso dar a las deudas públicas nacionales un respaldo más claro por parte del BCE. El diseño inicial de la eurozona ni siquiera contemplaba este papel, excepto para intentar imposibilitarlo. Pese a ello, la fuerza de las circunstancias ha ido obligando al BCE a desempeñarlo, mediante la creación de las ope-

raciones monetarias sin restricciones (OMT) y la puesta en marcha de dos ambiciosos programas de compra de activos (el APP y el PEPP). Una vez finalizados estos, ha creado un nuevo instrumento antifragmentación (el TPI). No obstante, su cobertura legal resulta excesivamente precaria. Tampoco parece haber acertado con el grado de condicionalidad necesario para evitar el riesgo de dominancia fiscal.

Finalmente, resulta también preciso avanzar hacia la construcción de una capacidad fiscal central. Esta desempeñaría importantes funciones: hacer posible una política presupuestaria común de estabilización macroeconómica para el conjunto (que complemente a la monetaria), preservar la inversión pública mediante proyectos europeos y reforzar las políticas fiscales nacionales en caso de perturbaciones asimétricas.

La estrategia más viable para construirla consistiría en basarla en los instrumentos y programas ya existentes, en particular los creados para combatir la pandemia (NGEU y SURE). A ellos, convertidos en permanentes, podría añadirse un MEDE mutado en Fondo Monetario Europeo y una serie de reformas institucionales que aumenten la legitimidad democrática de unas decisiones que tendrán consecuencias redistributivas.

Nótese, por último, que en este trabajo se ha esbozado un horizonte de integración ideal, basado esencialmente en las enseñanzas que proporciona la Teoría Económica. Sin embargo, varias de las reformas propuestas implican hacer frente a importantes dificultades legales y políticas. En particular, cualquier reforma de los Tratados solo podría aprobarse logrando una difícil unanimidad. Pese a todo, la experiencia demuestra que las reformas más radicales pueden convertirse en posibles cuando la fuerza de las circunstancias les confiere un aura de inevitabilidad.

### BIBLIOGRAFÍA

- AIReF (2022), «Contribución de la AIReF a la consulta pública de la Comisión Europea sobre la reforma del marco fiscal europeo», *Documento de Trabajo* 1/2022, AIReF.
- Alloza, M., y cols. (2021), «La reforma del marco de gobernanza de la política fiscal de la Unión Europea en un nuevo entorno macroeconómico», *Documentos Ocasionales* 2121, Banco de España.

- Anchuelo, A. (2017), «Cómo completar la Unión Monetaria Europea», *Información Comercial Española*, núm. 896.
- Anchuelo, A., y cols. coord. (2019), *La Unión hace la fuerza. Europa ante los desafíos del siglo XXI*. Deusto, Madrid.
- Arnold, N., y cols. (2022), «Reforming the EU Fiscal Framework: Strengthening the Fiscal Rules and Institutions», DP/2022/014, Fondo Monetario Internacional.
- Buiter, W. (2022), «Will Europe's new TPI be an ATM?», *Project Syndicate*.
- Buti, M., y cols. eds. (2020), *Strengthening the Institutional Architecture of the Economic and Monetary Union*, Ebook de VoxEU, CEPR Press, Londres.
- Claeys, G., y cols. (2022), «A Return to What Fiscal Rules?», en F. Fernández (ed.), *The Euro in 2022, A Yearbook on the European Monetary Union*, págs. 167-185, Fundación ICO.
- Comisión Europea (2021), «Questions and answers: Commission relaunches the review of the EU economic governance», Comisión Europea.
- De Angelis, y cols. (2022), «Rethinking EU economic governance: The foundation for an inclusive, green and digital transition», *Discussion Paper*, European Policy Centre.
- De Grauwe y cols. (2022), «The fragility of the Eurozone: Has it disappeared?», *Journal of International Money and Finance* núm. 120.
- De Grauwe, P. (2022), *Economics of Monetary Union* 14th ed., Oxford University Press, Oxford.
- Feás, E. (2021), «The state of the fiscal union in the eurozone: are we closer to a Hamiltonian moment?», en F. Fernández (ed.), *The Euro in 2021, A Yearbook on the European Monetary Union*, págs. 219-238, Fundación ICO.
- Feás, E., y cols. (2021), «Una propuesta de reforma de las reglas fiscales de la UE», *Elcano Policy Paper*, Real Instituto Elcano.
- García, G. (2020), «Tareas pendientes en la política monetaria europea», *Información Comercial Española*, núm. 916.
- González-Páramo, J. M. (2021), «La política monetaria y la pandemia: claves del debate actual», *Papeles de Economía Española*, núm. 170.
- Guttenberg, L. y cols. (2021), «Everything will be different: How the pandemic is changing EU economic governance», *Policy Brief*, Jacques Delors Centre.
- Martínez Mongay, C., y cols. (2021), «Elementos de discusión para una reforma de la gobernanza de la Unión Económica y Monetaria», *Documento de Trabajo* 4/2021, Real Instituto Elcano.

# LA IMPORTANCIA DE LAS REGLAS FISCALES Y LA ESTABILIDAD ECONÓMICA COMO MECANISMO PARA PRESERVAR LA UNIÓN MONETARIA

**Gregorio Izquierdo Llanes**

*Director General, Instituto de Estudios Económicos*

**Nicolás Vicente Regidor**

*Investigador Asociado al Instituto de Estudios Económicos*

## RESUMEN

Durante sus dos décadas de existencia, los países de la Eurozona han podido disfrutar de numerosos beneficios asociados a su moneda única. No obstante, existe un importante margen de mejora en el actual funcionamiento de la Unión Monetaria, que pasa por abordar las principales deficiencias en su diseño y aplicación que se han ido poniendo de relieve a lo largo de los principales hitos acaecidos en este período. A pesar de los mecanismos de gobernanza existentes, los distintos *shocks* económicos, muy especialmente la crisis de deuda, han puesto de manifiesto que los desequilibrios fiscales de algunos países pueden aumentar de forma excesiva la fragmentación económica y financiera, cristalizándose situaciones asimétricas que minan la efectividad de la transmisión de la política monetaria, y en última instancia, generan incertidumbre sobre la propia perdurabilidad de la Unión Monetaria. Para preservar el euro, al menos veinte años más, se hace necesaria una reforma que refuerce e incentive la corrección de los desequilibrios fiscales, en el marco del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Ahora abandonamos el período marcado por la crisis pandémica, en la que esas reglas fiscales han estado suspendidas de aplicación, es el momento idóneo de abordar esta cuestión, tal y como ha planteado la Comisión Europea.

## PALABRAS CLAVE

Unión Monetaria, Integración financiera, Reglas fiscales, Pacto de Estabilidad y Crecimiento, Déficit público, Deuda pública, Tipos de interés, Prima de riesgo.

## ABSTRACT

*During its two decades of existence, the countries of the Eurozone have been able to enjoy numerous benefits associated with the single currency.*

*However, there is significant room for improvement in the current functioning of the Monetary Union, which involves addressing the main shortcomings in its design and implementation that have been highlighted throughout the main milestones of this period.*

*Despite existing governance mechanisms and different economic shocks, most notably the debt crisis, have shown that fiscal imbalances in some countries can excessively increase economic and financial fragmentation, crystallizing asymmetric situations that undermine the effectiveness of monetary policy transmission, and ultimately, they create uncertainty about the durability of monetary union. To preserve the euro, at least another 20 years, a reform is necessary to strengthen and encourage the correction of fiscal imbalances, within the framework of the Stability and Growth Pact. Now that we have left the period marked by the pandemic crisis, in which these fiscal rules have been suspended from application, it is the right time to address this issue, as proposed by the European Commission.*

## KEY WORDS

*Monetary Union, Financial integration, Fiscal rules, Stability and Growth Pact, Public deficit, Public debt, Interest rates, Risk premium.*

## 1. Introducción

El diseño del euro, como cualquier diseño de una unión monetaria, no fue sino una búsqueda de equilibrios entre las ventajas que supone contar con una moneda común y los posibles riesgos asociados a que un área monetaria no cumpla estrictamente con todos los requisitos para ser considerada lo que

en la literatura se conoce como una zona monetaria óptima, generando las consecuentes fricciones en su funcionamiento.

En el transcurso de estos veinte años de moneda única, se han ido poniendo de relieve tanto algunos de sus incuestionables beneficios económicos para los países que lo adoptaron como, también, y a raíz sobre

todo de los distintos *shocks* y perturbaciones acaecidos, las innegables imperfecciones del diseño con el que nació.

Uno de los elementos clave para el funcionamiento de la moneda común, y que, en principio, sí fue previsto durante la etapa previa a la entrada en la misma, es el mantenimiento de un cierto nivel de disciplina fiscal de sus países miembros, que evite una fragmentación económica y financiera excesiva que mine la efectividad de la transmisión de la política monetaria y, en última instancia, genere incertidumbre sobre la pertenencia a futuro a la Unión Monetaria de alguno de los países miembros, y por tanto, sobre la perdurabilidad y solidez de dicha unión.

El pacto de Estabilidad y Crecimiento tenía por objetivo mantener esta disciplina fiscal de los países que iban a compartir moneda común, para evitar que los desequilibrios financieros y fiscales excesivos de algunos países, desencadenaran los efectos nocivos previamente descritos, y, eventualmente, dieran al traste con el adecuado funcionamiento de la Unión Monetaria.

A lo largo de este artículo se expondrán, en primer lugar, las razones que hacen tan relevante el mantenimiento del equilibrio fiscal y la estabilidad económica de cara a un adecuado funcionamiento de la Unión Monetaria. A continuación, se estudiarán las consecuencias prácticas que han tenido lugar, en términos de estabilidad e integración financiera, por haber quebrantado, en mayor o menor medida, estos principios de disciplina fiscal, a lo largo de los distintos hitos acaecidos en la corta vida de la moneda común europea. Por último, se recoge un análisis de la reciente propuesta de la Comisión Europea para reformar los mecanismos de gobernanza en materia del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, con el objetivo de mejorar su actual funcionamiento.

## 2. Los efectos perniciosos del déficit sobre el crecimiento e inflación

Priorizar el equilibrio presupuestario como prerrequisito para un adecuado funcionamiento de una moneda común europea no es una decisión aleatoria, sino que tiene que ver con las implicaciones que tiene la persis-

tencia de elevados déficits públicos y su reflejo acumulado en forma de deuda pública sobre las principales variables económicas y financieras.

El déficit público incide sobre el crecimiento económico a través de múltiples vías, principalmente por las tensiones que genera en el medio plazo sobre la inflación y los tipos de interés. Los déficits públicos pueden generar presiones inflacionarias por el lado de la demanda, tanto más cuanto menor sea la brecha de producción, es decir, el diferencial entre el nivel de producción en el que se encuentre la economía y el PIB potencial.

A este efecto directo, se añaden también los efectos indirectos que tiene el déficit y su corrección sobre la configuración de las expectativas de los agentes económicos. Tal y como nos muestra la teoría de las expectativas racionales, la creencia de que una determinada política fiscal va a ser inflacionaria hace que esta realmente lo sea incluso más de lo que en principio sería previsible, lo que provoca la necesidad de que los posteriores ajustes tengan que ser también mayores. Las políticas fiscales insostenibles son percibidas bien como adelantos temporales de subidas impositivas que acaban afectando a la rentabilidad de los factores, bien como anticipos de futuros ajustes de la inversión pública, con el consiguiente perjuicio, en ambos casos, de la competitividad y la productividad del tejido productivo.

En el corto plazo, son los aspectos reales los que inciden con mayor relevancia sobre los precios. Sin embargo, en el medio y largo plazo, el fenómeno de la inflación es esencialmente un fenómeno monetario, es decir, guiado por la oferta y la demanda de dinero. En este sentido, la pertenencia al euro supone la pérdida de soberanía monetaria a nivel nacional para los distintos Estados miembros, lo cual tenía la ventaja de evitar la llamada *monetización del déficit público* mediante la compra de las emisiones de deuda pública del Tesoro por parte del Banco Central, con la eventual depreciación (u obligada devaluación en el caso de mecanismos de tipos de cambio fijos) de la moneda. Así pues, las posibilidades de vivir un episodio de inflación galopante por su causa más típica, a saber, el consecuente desplome de la demanda de dinero ante el maltrato de la oferta monetaria, se reducían bajo el abrigo del euro.



En lo que respecta al efecto de los déficits públicos sobre los tipos de interés, su incidencia se puede dejar sentir, no solo en los *spreads* de riesgo, sino también en los tipos de referencia. Así, si los déficits públicos resultan inflacionarios, el mercado empezará a descontar tanto una eventual subida de los tipos a corto plazo por parte de los bancos centrales, como unas mayores expectativas de inflación, así como a reflejar una mayor prima temporal (que está ligada a mayores niveles de incertidumbre en las expectativas de inflación, las cuales suelen coincidir, a su vez, con tasas de inflación altas), provocando, en definitiva, un incremento de los tipos base.

Por su parte, cuando los mercados anticipan que los desequilibrios fiscales de un país pueden ser insostenibles, demandan una prima de riesgo creciente para su financiación. Se trata de una relación que no es lineal, de manera que los *spreads* de riesgo pueden mantenerse en niveles moderados hasta que comienzan las dudas sobre la capacidad de corregir el desequilibrio fiscal a largo plazo, momento en el cual estos *spreads* se disparan. Cuando esta situación es lo suficientemente grave, puede incluso restringirse por completo el acceso del tesoro a los mercados, siendo incapaz de refinanciar sus vencimientos de deuda, y cayendo eventualmente en *default*.

Episodios de inflación asimétrica, así como de tensionamiento de los *spreads* de crédito, provocan un incremento de la fragmentación financiera y suponen una traba para el adecuado funcionamiento de la moneda única, en tanto que el BCE se enfrentaría a una realidad heterogénea por países. Por ejemplo, pueden coexistir países con niveles de deuda moderados y equilibrio presupuestario, con otras economías que registran abultados déficits fiscales y donde el *stock* de deuda es elevado. En tal contexto, la autoridad monetaria debe decidir qué actuación equilibra los intereses de ambos grupos de países, lo que es muy complicado en la práctica.

Los países disciplinados fiscalmente no verían con buenos ojos que el Banco Central Europeo adquiriera deuda pública de países con desequilibrios financieros y fiscales notorios, ya que ello supone un incentivo perverso para no corregir, e incluso intensificar, la irresponsa-

bilidad fiscal de dichos países. Al fin y al cabo, este escenario no deja de ser una transferencia de rentas desde los países con disciplina fiscal a los países menos frugales, en tanto que los segundos se financian en condiciones ventajosas gracias a la credibilidad de una moneda que se ha labrado, en buena medida, gracias al esfuerzo realizado por los primeros. Precisamente, este proceso muy prolongado en el tiempo puede dar lugar a un deterioro y un desgaste de esa credibilidad en la moneda común europea.

### 3. La crisis de deuda de 2012 y el riesgo de ruptura del euro

Con la entrada en el euro, y, de hecho, en buena medida, en los años previos a la misma, se observa una clara convergencia en las condiciones de financiación entre los distintos Estados miembros. A modo de ejemplo, véase que la dispersión de la rentabilidad exigida a los bonos soberanos de los distintos países del área del euro se fue estrechando, de manera que, desde la entrada en el euro hasta finales del año 2007, previo a la crisis financiera, la diferencia entre el mayor y el menor tipo de interés a diez años entre los Estados miembros fue de apenas 30 puntos básicos, en contraposición a los más de 300 básicos de promedio en la década de los noventa. O, dicho de otro modo, que las primas de riesgo frente a Alemania se mantuvieron en niveles muy contenidos, prácticamente inexistentes durante los primeros años de moneda única.

Pero la situación cambió cuando se desató la crisis financiera y se desencadenaron todos los problemas sobre el sistema financiero y el equilibrio presupuestario de algunos de los Estados miembros, comenzando a gestarse la posterior crisis de deuda. Los peores momentos de esta crisis de deuda, entre el año 2011 y 2012, conforman, sin lugar a duda, el episodio más cercano al colapso del euro en toda la historia de la moneda común europea.

Los altos déficits públicos que registraron algunos países en aquellos años, y la consecuente acumulación de altos niveles de deuda pública sobre el PIB, provocaron que, casi por primera vez desde que arrancara la Unión Monetaria, los mercados comenzaran a diferenciar entre el coste de la deuda de los

distintos países dentro del área del euro, dando lugar a un fuerte tensionamiento de las primas de riesgo de los países menos disciplinados fiscalmente, en este caso, los soberanos periféricos.

En no pocos casos, esta situación se amplificó por el llamado nexo entre soberano y banca. Bajo este vínculo, los problemas fiscales del Estado se retroalimentan con el sector bancario, al poseer este último una gran cantidad de títulos de deuda pública doméstica. Y lo mismo sucede a la inversa, cuando el mercado anticipa que el Estado tendrá que rescatar, en algún momento, y de un modo u otro, a un sector bancario dañado. De este modo, y aunque también hubo otros casos con menor relación con el sector bancario, sí que es cierto que aquellos países en los que se dio la confluencia de una menor disciplina fiscal, junto con sistemas financieros que habían quedado más deteriorados tras la crisis de 2008 y con mayor sesgo doméstico en su cartera de bonos soberanos, fueron castigados con especial intensidad.

Este comportamiento de la deuda pública de los distintos países ha propiciado un extenso debate en la literatura científica acerca de la percepción de los mercados sobre los fundamentales de las diferentes economías que conforman la Unión Monetaria. Tal y como se ha expuesto, en los primeros años de funcionamiento de la moneda común, no hubo distinción alguna entre el coste exigido a la deuda de los distintos países dentro de la UEM. La mejora de los fundamentales que exigía la etapa de transición previa a la entrada en el euro podía justificar un cierto grado de convergencia, pero no la desaparición casi absoluta de las primas de riesgo.

Por tanto, se pone de manifiesto que el abaratamiento inicial del coste de la deuda de los distintos países con respecto a Alemania no puede explicarse por la mejora de la capacidad de pago de los sectores públicos de los Estados miembros. Parece más bien que la mera pertenencia al euro se estaba considerando un requisito suficiente de cara a evaluar la solvencia de los países europeos, debido a la solidez que se asociaba con esta Unión Monetaria, tanto en términos de perdurabilidad como de credibilidad de política económica merced a esta integración.

Paradójicamente, durante la crisis de deuda, el abrigo que había supuesto hasta entonces la pertenencia al euro como una unión sólida y fuerte (mucho más difícil de ser quebrantada que los clásicos mecanismos de tipo de cambio fijos, suaves o fuertes) (1), se volvió en cierta manera en contra. Cuando la pertenencia al euro ya no es suficiente, o esta se ve amenazada, se produce un efecto pendular, de manera que los tipos de interés de la deuda pasaron a cotizar, no solo las dudas sobre la capacidad de repago, sino también el llamado riesgo de redenominación, esto es, el riesgo de que algunos países pudieran llegar a abandonar la moneda común y tuvieran que redenominar sus pasivos en una moneda local. Es decir, en definitiva, pasaron a cotizar el riesgo de ruptura del euro. Este riesgo de redenominación tiene un potente *efecto contagio*, de manera que cuando las dudas sobre la continuidad en el euro afloran en un país, se extienden rápidamente a otros países en situación financiera vulnerable.

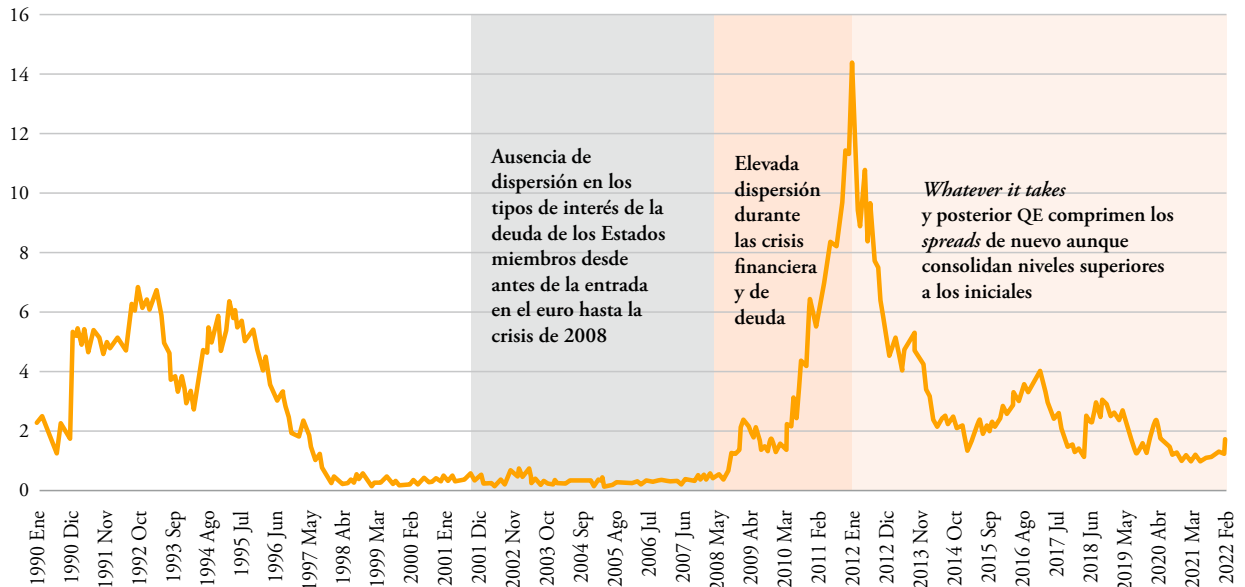
Además, en este tipo de situaciones de desequilibrio asimétrico dentro de la Unión Monetaria, ante el elevado nivel de incertidumbre, los mercados huyen de la deuda periférica y tienden a refugiarse en las emisiones de deuda de los países con mayor credibilidad, lo cual contribuye a una ampliación aún mayor de los diferenciales de riesgo.

Fue entonces cuando tuvo que salir Mario Draghi y pronunciar su famoso *whatever it takes*, anunciando una nueva herramienta, la OMT (Outright Monetary Transaction), con la que se comprometía a comprar la deuda pública que fuera necesaria en el mercado secundario del país que se acogiera a la misma, esterilizando dichas compras para evitar aumentos en el tamaño del balance, y siempre sujeto a la condicionalidad de que dicho país se sometiera a un programa de reformas. Dicha herramienta nunca fue activada, pero sirvió para calmar a los mercados y relajar los *spreads* de riesgo de los soberanos periféricos, cortando también el contagio a sus sistemas financieros nacionales, y a la economía real. Si no fuera porque los niveles de inflación se mantuvieron en niveles muy contenidos, hubiera cabido hablar de un claro sesgo hacia un régimen de dominancia fiscal y financiera, frente a la dominancia monetaria de inspiración alemana que debía regir según el mandato del BCE (2).

**Gráfico 1**

**Diferencial entre el mayor y el menor tipo de interés de la deuda a 10 años dentro de la Eurozona**

Datos en puntos básicos



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco Central Europeo.

Después llegarían los distintos programas de relajación cuantitativa (*quantitative easing*), ahora sí, con ampliación de balance por parte del BCE, ante la por entonces ausencia de inflación. El nuevo factor disruptivo ha tenido una naturaleza reciente, y cabe buscarlo en el surgimiento de la pandemia y su crisis económica asociada, que, por primera vez, desde aquella crisis de deuda, generaba en los mercados dudas sobre la sostenibilidad financiera del sector público de algunos países periféricos.

Aunque no a los niveles ni con la intensidad de la pasada crisis, las primas de riesgo repuntaron con fuerza. La respuesta del BCE no se hizo esperar y anunció el programa de compras por la emergencia pandémica (PEPP, por sus siglas en inglés), además de alargar el programa de compras genérico que estaba implementado dentro del *Quantitative Easing* (APP, por sus siglas en inglés).

Y aún más reciente, conforme se fue normalizando la actividad económica y con las presiones inflacionistas asociadas, amén de los riesgos e incertidumbres que se han unido con posterioridad, también se ha atisbado otro conato de tensionamiento de los *spreads* de crédi-

to de aquellos países con una menor solvencia percibida. Una vez más, para paliar esta situación y evitar que fuera a más, el BCE anunció el instrumento de protección de transmisión de la política monetaria (ITP, por sus siglas en inglés), que le autorizaría a comprar deuda pública de aquellos países que experimenten una presión sobre sus primas de riesgo que se considere que no se corresponden con sus fundamentales.

En cualquier caso, cabe poner de relieve que los *spreads* de crédito nunca han retornado a los niveles tan reducidos de los primeros años del euro, ni siquiera en los momentos de mayor optimismo económico y de política monetaria muy expansiva, donde se mantenían en cotas moderadas, pero ampliamente superiores a los de aquella época.

**4. La evolución de la integración financiera en la UEM**

Una vez expuesta la relevancia de evitar desequilibrios fiscales excesivos en los distintos países de la UEM (especialmente cuando son asimétricos) y realizado el re-

corrido cronológico de los principales hitos a lo largo de la existencia de la moneda común europea, merece la pena abordar, en paralelo, la evolución que ha tenido el grado de integración financiera existente en la misma.

La integración financiera de la Unión Monetaria es, al mismo tiempo, causa y consecuencia de su adecuado funcionamiento. Una mayor integración de los sistemas financieros favorecerá un funcionamiento económico y monetario más sincronizado de la Unión Monetaria. De igual modo, una convergencia de las principales variables económicas conllevará una Unión Monetaria más sólida y creíble, y evitará que los mercados lleven a cabo discriminaciones relevantes de la deuda pública en función de su nacionalidad.

El Banco Central Europeo publica dos indicadores compuestos de integración financiera de la Eurozona, uno basado en precios (es decir, en la dispersión en el comportamiento de los precios de algunos instrumentos financieros de los distintos países) y otro basado en cantidades (es decir, en el volumen de instrumentos financieros de otros países de la Unión distintos del propio que los principales agentes del sistema financiero poseen y utilizan en sus operaciones).

Como es evidente, el Indicador de Integración Financiera basada en precios, resulta mucho más volátil que el indicador basado en cantidades, ya que los precios fluctúan en todo momento en los mercados, mientras que aumentar o disminuir significativamente las tenencias de deuda de otros países de la Unión Monetaria por parte de los distintos agentes del sistema financiero, es un fenómeno que requiere mucho más tiempo. Es por eso que el indicador basado en precios tiene un fuerte componente coyuntural (influyendo variables como el signo de la política monetaria), mientras que el indicador de cantidades puede considerarse un indicador más estructural.

Durante los primeros años de la entrada en el euro, y también en los años previos, ambos indicadores de integración financiera se incrementaron notablemente. El indicador basado en cantidades aumentó desde niveles del 4% hasta el 44%, mientras que la complacencia de los mercados llevó al indicador ba-

sado en precios a niveles cercanos al 90%. Así pues, una gran mejora de la integración financiera en ambos casos, con una convergencia casi total si se mide en precios, pero mucho más moderada si se mide en cantidades.

Con la llegada de la crisis financiera, se observa un fuerte deterioro del indicador basado en precios, que retrocedió desde las mencionadas cotas del 90% hasta el 12% en los peores momentos de la crisis de deuda, poniendo de relieve el episodio de fragmentación financiera vivido. Por su parte, el indicador basado en cantidades también retrocedió, aunque lo hizo en mucha menor medida, desde los niveles superiores del 40% previamente descrito, hacia cotas algo inferiores al 20%, reflejando una vez más esa menor variabilidad de este indicador.

Posteriormente, con las distintas intervenciones del Banco Central Europeo (OMT y QE) y conforme se iba dejando atrás la crisis, la integración financiera volvía a mejorar con fuerza, aunque nunca alcanzaría ya niveles tan altos como los observados hasta antes de la crisis de 2008. Así, el indicador basado en precios se situó antes de la pandemia en niveles cercanos al 65% (muy lejos del 90% previo), mientras que el indicador basado en cantidades ha recuperado terreno hasta situarse en torno al 40%, algo por debajo de los niveles precrisis.

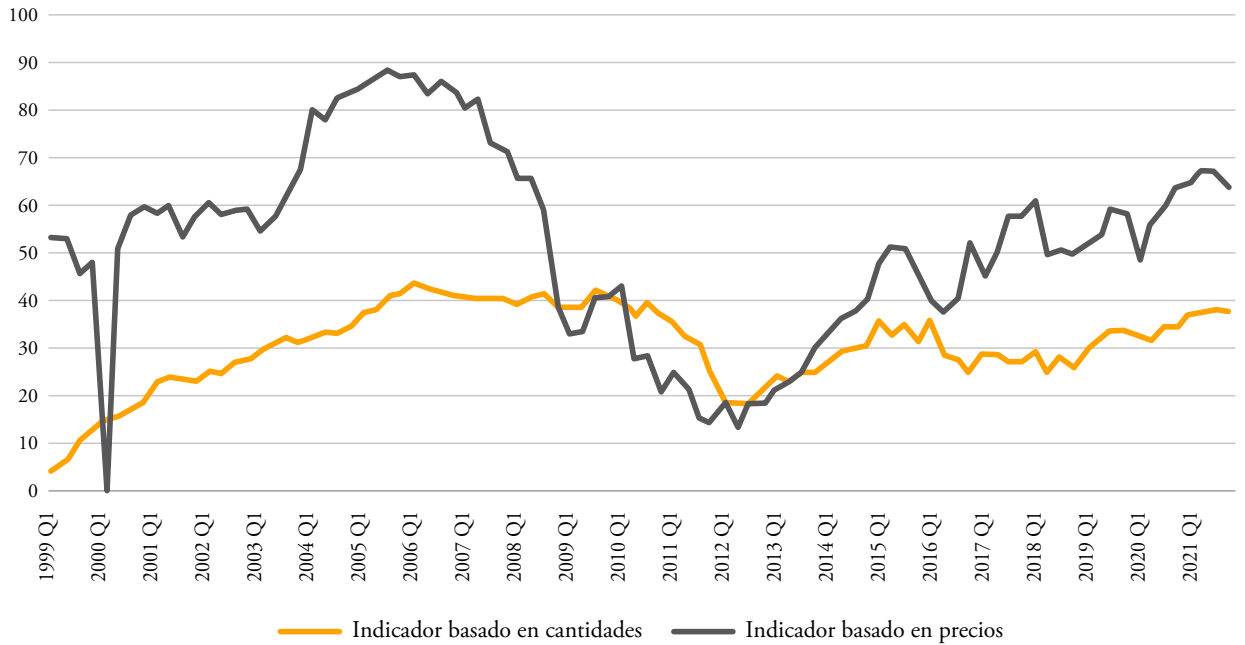
De este modo, incluso en nuevas épocas de bonanza, y con el Banco Central Europeo aplicando una política monetaria expansiva de una intensidad nunca vista, los indicadores de integración financiera, sobre todo aquellos basados en los precios de los instrumentos financieros de los distintos países, no han sido capaces de recuperar los niveles de los primeros años de existencia del euro.

A tenor de esto, se puede inferir que la falta de distinción de los mercados entre tesoros europeos que vivimos en los primeros años de vida de moneda común ha terminado, a falta de que se logre una mayor integración económica y financiera por la vía de los fundamentales, para lo cual es clave, una vez más, poner énfasis en el adecuado funcionamiento del Pacto de Estabilidad y Crecimiento.

Gráfico 2

Integración financiera en la UEM

Datos en porcentaje



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco Central Europeo.

Por todo ello, se hace necesaria una mayor integración financiera que podría reflejarse por dos vías: bien porque se observara una disminución en la volatilidad del indicador basado en precios y su estabilización en niveles relativamente altos, o bien porque aumentarían los niveles del indicador basado en cantidades.

Para ambas cuestiones es fundamental que los países se comprometan con una mayor disciplina fiscal. Si los países no presentan desequilibrios por déficit o deuda excesiva, ante la aparición de un *shock*, los precios de los instrumentos de deuda de los distintos países se moverían más al unísono (favoreciendo una mejora y mayor estabilidad del indicador basado en precios), y también los bancos serán más proclives a comprar deuda de otra nacionalidad dentro de la Eurozona (favoreciendo una mejora del indicador basado en cantidades).

Sobre este indicador basado en cantidades influyen muchas otras cuestiones a tener en cuenta que son muy relevantes, como el avance de la Unión Banca-

ria, todavía incompleta, y de la Unión del Mercado de Capitales, que permanece en una fase temprana de desarrollo. Por ejemplo, el tercer pilar de la Unión Bancaria, el EDIS (o sistema común de garantía de depósitos), todavía no se encuentra implementado y se ve muy influido por la falta de avance de las tenencias *cross-border* de deuda (de la que a su vez puede ser motor). Así, el sesgo doméstico en las tenencias de deuda de los bancos de la Eurozona se sitúa todavía en niveles cercanos al 50%. De ahí que existan ya propuestas para la creación de instrumentos de deuda común dentro de la Eurozona que tomarían la forma de titulizaciones cuyo subyacente sería una cesta de bonos soberanos de los distintos países. Lo cual tampoco está exento del riesgo de generar incentivos al sobreendeudamiento de los países, que se aseguran la colocación de sus títulos de deuda, gracias a que estos después formen parte de estos vehículos en alta demanda (similar a la dinámica vista en la crisis de 2008 con las titulizaciones hipotecarias).

## 5. La propuesta de la Comisión Europea para la reforma de las normas del Pacto de Estabilidad y Crecimiento

### 5.1. Introducción

El marco de gobernanza económica de la UE, y más en concreto, el marco de política fiscal ha ayudado a crear condiciones para lograr una cierta estabilidad económica, que no solo ha fomentado el progreso económico y social, sino que supone una condición necesaria para el normal funcionamiento de la moneda única, y, por ende, de la Unión Económica y Monetaria. Este marco se encuentra en constante evolución, tratando de abordar ciertas debilidades que se van identificando conforme se lleva a cabo la aplicación práctica del mismo a lo largo de los distintos *shocks* económicos y realidades presupuestarias que se suceden. En este sentido, como reconoce la Comisión Europea, *no todos los instrumentos y procedimientos han resistido la prueba del tiempo*.

Uno de los grandes defectos generales del funcionamiento actual del pacto de estabilidad y crecimiento, que ha sido ampliamente señalado por los principales estudios y análisis, y que además ha tendido a intensificarse con el tiempo, ha sido la elevada complejidad de los procedimientos establecidos, sujetos a multitud de indicadores, normas y especificaciones, lo que dificulta su aplicación óptima.

Otro gran problema ha sido la falta de capacidad que ha tenido la Comisión Europea para hacer cumplir dicho pacto, en especial en lo relativo a la deuda. Cabe recordar que el Procedimiento de Déficit Excesivo (en adelante PDE) se puede iniciar por dos incumplimientos, el de las reglas de déficit y el de las reglas de deuda. A este respecto, es preciso señalar que nunca se ha abierto un PDE por motivo de deuda pública excesiva. A pesar de que varios países han estado incumpliendo los criterios de reducción de deuda pública, siempre se ha terminado encontrando alguna vía de escape para no abrir un procedimiento por este motivo. El ejemplo más reciente ha sido el de Italia en los años 2018 y 2019.

La vía del procedimiento para los déficits públicos ha funcionado algo mejor, abriéndose PDE por este motivo en multitud de países, que han servido finalmente

para la reducción de dicho déficit. No obstante, por el camino, han dado lugar a diversos incumplimientos de los requerimientos prescritos en dichos procedimientos, que no han supuesto, sin embargo, una aplicación de las sanciones previstas, hasta el punto de que dichas sanciones, a pesar de estar claramente estipuladas, nunca se han llegado a emplear.

A todo ello hay que sumarle que la pandemia ha dado lugar a un incremento tanto de los déficits como, sobre todo, de la deuda pública, en especial de aquellos países que se encuentran habitualmente al límite de la interpretación de las normas fiscales establecidas. A cierre de 2021, la deuda pública sobre PIB en Grecia rozaba el 195%, en Italia superaba el 150%, y en España se situaba cercana al 120%. Ello pone de manifiesto la dificultad de abordar una reducción de la deuda en el marco de los criterios fiscales actuales, sobre todo si tenemos en cuenta que han sido sistemáticamente incumplidos.

Es en este contexto en el que se enmarca la propuesta de la Comisión Europea, que trata de abordar precisamente los problemas previamente descritos. Por ello, se trata de reforzar el cumplimiento del actual criterio de deuda, que ha sido habitualmente soslayado, y que es difícilmente asumible en el contexto actual. Los cambios propuestos se relacionan con la simplificación de los requisitos, ante la ampliamente denunciada complejidad, así como con una mayor flexibilidad en la senda de reducción para que esta sea asequible y realista en función de la situación de cada Estado miembro. Eso sí, aumentando, al mismo tiempo, los incentivos para su verdadero cumplimiento, a través de una mayor monitorización y con un régimen de sanciones de menor cuantía económica, pero más amplio (incluye no solo sanciones financieras sino también *reputacionales*), con una aplicación de las mismas más frecuente, y, en principio, más rigurosa.

### 5.2. Funcionamiento

Se propone pasar a un marco de vigilancia de la UE transparente y basado en el riesgo, que distinga entre países teniendo en cuenta sus retos en materia de deuda pública. En este sentido, se mantendrán los objetivos del 3% del PIB para el déficit público y del 60%

del PIB para la deuda pública, establecidos por el Tratado de Maastricht de 1992. Pero se sustituye la regla de tener que reducir en un veinteavo anualmente (es decir en un 5%) el exceso de deuda pública, por sendas de descenso más flexibles que tengan en cuenta la situación de partida de cada país.

Se establecerán, en este sentido, planes presupuestarios y estructurales nacionales a medio plazo, que representarían la piedra angular del marco propuesto por la Comisión. Integrarían los objetivos presupuestarios, de reforma y de inversión, incluidos los destinados a abordar los desequilibrios macroeconómicos cuando sea necesario, en un único plan global a medio plazo. De este modo, los Estados miembros tendrían un mayor margen de maniobra para establecer su senda de ajuste presupuestario, reforzando la asunción nacional de sus trayectorias presupuestarias.

Se propone utilizar un único indicador operativo, en concreto, el gasto primario neto (financiado nacionalmente), que se define como gasto neto de medidas de ingresos discrecionales y excluyendo el gasto por intereses, así como el gasto por desempleo cíclico. Es decir, sería aquel gasto que es efectivamente controlado, de manera discrecional y una vez eliminado el efecto de los estabilizadores automáticos, por las Administraciones Públicas. Este indicador serviría de base para establecer la senda de ajuste presupuestario y proceder a una supervisión presupuestaria anual.

En cuanto al funcionamiento, la Comisión presentaría una senda de ajuste presupuestario de referencia, que abarcaría un período de cuatro años. Esta senda de ajuste de referencia debe garantizar que la deuda de los Estados miembros con retos importantes o medianos en materia de deuda se sitúe en una trayectoria descendente verosímil, y que el déficit se mantenga de forma creíble por debajo del valor de referencia del 3% del PIB establecido en el Tratado.

A continuación, los Estados miembros presentarían planes en los que expondrían su trayectoria presupuestaria a medio plazo, así como los compromisos prioritarios de reforma e inversión pública. Los Estados miembros podrían proponer un período de ajuste más largo, ampliando la senda de ajuste presupuestario en hasta otros tres años, cuando la senda se sustente en un

conjunto de compromisos de reforma e inversión que apoyen la sostenibilidad de la deuda y respondan a las prioridades y objetivos comunes de la UE.

Como tercer paso, la Comisión evaluaría los planes, emitiendo una evaluación positiva si la deuda se sitúa en una senda descendente o se mantiene en niveles prudentes, y el déficit presupuestario se mantiene de forma creíble por debajo del valor de referencia del 3% del PIB a medio plazo. El Consejo aprobaría los planes tras una evaluación positiva de la Comisión.

Por último, la Comisión supervisaría continuamente la aplicación de los planes. Los Estados miembros presentarían informes anuales sobre la aplicación de los planes para facilitar un seguimiento eficaz y garantizar la transparencia.

Otra novedad es que las instituciones fiscales independientes, como la AIREF en España, podrían desempeñar un papel importante en el seguimiento del cumplimiento de los planes fiscales y estructurales nacionales en apoyo de los gobiernos nacionales. Esto también desencadenaría un mayor debate a nivel nacional y un mayor grado de aceptación política.

Aunque se flexibilizan las sendas de ajuste, se reforzarían los mecanismos de ejecución para que estas fueran realmente aplicadas. Para ello, se plantearían el uso de sanciones financieras con importes más reducidos, pero que efectivamente se aplicaran, lo cual sería más eficaz. También se impondrían sanciones más severas en materia de reputación (por ejemplo, que un ministro tenga que explicar ante el Parlamento Europeo las medidas que se van a tomar para reconducir la desviación de los objetivos fijados). Las condiciones macroeconómicas para los Fondos Estructurales y para el Mecanismo de Recuperación y Resiliencia se aplicarían con un espíritu similar, es decir, esta financiación de la UE también podría suspenderse cuando los Estados miembros no tomasen medidas eficaces para corregir su deuda o déficit excesivo.

### *5.3. Valoración de la propuesta de reforma e implicaciones para España*

El nuevo esquema de gobernanza europeo referido a las normas fiscales tiene la ventaja de ser más transparente y más sencillo. El establecimiento del gasto

público primario como indicador principal de seguimiento simplifica el esquema ya que es un indicador de más fácil medición que el déficit estructural, poniendo el foco en un indicador de gasto público. Ello debería suponer, además, un revulsivo para la tan necesaria mejora de la eficiencia del gasto público, la gran reforma tan necesaria como olvidada en países como España, y que venimos demandando desde hace años, por el margen de mejora existente y por su capacidad para contribuir a una verdadera senda de consolidación fiscal sostenible.

El nuevo plan de normas fiscales que está planteando la Comisión Europea afecta directamente a España, dado que actualmente nuestro país tiene un déficit público que excede el 3% del PIB (el Gobierno prevé que se sitúe en el 5,0% en 2022) y una deuda pública que casi dobla el nivel de referencia del 60% del PIB (la previsión del Gobierno es que alcance el 115,2% en 2022).

Son unas reglas que se adaptan en mayor medida a las condiciones específicas de un país. Esto otorga una mayor flexibilidad porque tiene en cuenta la situación económica y fiscal de cada Estado miembro, que como se ha visto a lo largo de los últimos años, ha sido heterogénea entre los distintos países europeos. Además, esto tiene la ventaja de que cada país tiene unos objetivos claros y puede orientar la política fiscal y presupuestaria de modo que pueda cumplirlos, por lo que es más realista.

Nuestro país, con una elevada deuda pública, sería uno de los posibles beneficiados, de aplicar reducciones de deuda más suaves y progresivas que las que establecían el marco anterior. Pero también supone una restricción clara a llevar a cabo medidas discrecionales de gasto que no tengan en cuenta su componente estructural y su impacto a medio plazo en la consecución de la consolidación fiscal. Esto es, se establece de nuevo una disciplina presupuestaria que en estos años de suspensión de reglas fiscales no se ha producido.

Este nuevo esquema está más integrado con otras políticas, por lo que el enfoque, a priori, es más completo y coordinado. De hecho, se tienen en cuenta los requisitos establecidos en el Next Generation EU, como las reformas estructurales y las políticas de inversión. Asi-

mismo, también está integrado con el Procedimiento de Desequilibrio Macroeconómico para identificar los potenciales riesgos económicos a futuro.

Por otro lado, el posible incumplimiento de las sendas acordadas, al margen de las sanciones que se derivasen de dicho incumplimiento, también pudiera tener efectos negativos adicionales sobre la financiación de nuestro país. En este sentido, hay que recordar que el BCE aprobó recientemente el Instrumento para Protección de la Transmisión (TPI) para poder comprar en el mercado secundario deuda de los países que estén sufriendo un deterioro en sus condiciones de financiación no justificado por los fundamentales económicos del país. No obstante, para que los países pudieran beneficiarse de dichas compras debían cumplir una serie de requisitos, entre ellos la ausencia de desequilibrios macroeconómicos graves y no estar sujeto a un procedimiento de déficit excesivo, entre otros. A este respecto, se debe tener en cuenta que, para los Estados con un problema de deuda pública sustancial, las desviaciones de la senda fiscal acordada darían lugar por defecto a la apertura del PDE.

En cualquier caso, una de las claves para que funcione este sistema es que se cumplan las sanciones y que estas, al ser de menor cuantía, se lleven a cabo de una manera rigurosa y continuada. Es decir, que consigan implementarse con el rigor pretendido. Pero si finalmente termina configurándose como el régimen anterior, es decir, con sanciones que nunca llegan a aplicarse o con procedimientos de corrección que nunca se activan por motivo de deuda pública, a pesar de que este criterio se incumpla, puede ser una oportunidad perdida para la necesaria reforma del pacto de estabilidad y crecimiento, dando carta de naturaleza a mayores desequilibrios fiscales y financieros de los países del Sur.

## 6. Conclusiones

Si algo han puesto de relieve las dos décadas de vigencia del euro, es la gran relevancia de contar con mecanismos y reglas que promuevan la disciplina fiscal de los países adheridos para garantizar la supervivencia y el adecuado funcionamiento de la Unión Monetaria.



Cuando existe un elevado grado de heterogeneidad en las variables económicas y financieras de los países que conforman dicha Unión, se incrementa en gran medida la posibilidad de que se produzcan respuestas asimétricas a los distintos *shocks*, lo que supone fricciones al funcionamiento de la moneda común y, eventualmente, dudas sobre su continuidad a largo plazo.

Una variable especialmente relevante es el déficit público, como magnitud flujo, y su reflejo acumulado en deuda pública, como magnitud *stock*. El déficit público reduce el margen de maniobra de los distintos países para apoyar con política fiscal en caso de deterioro del ciclo económico, puede dar lugar a notables diferenciales de inflación entre países, y genera, por distintos mecanismos (siendo el más evidente el incremento de la prima de riesgo), una subida de los tipos de interés entre los países con menor disciplina fiscal. Todo ello consecuencias nefastas para un devenir próspero de una Unión Monetaria.

Estas consecuencias se han podido identificar al observar la realidad acaecida estos veinte años. Hasta la crisis de 2008 y posterior crisis de deuda, los mercados no diferenciaron entre la rentabilidad exigida a las distintas deudas públicas de los países pertenecientes a la Eurozona, cuya dispersión fue prácticamente inexistente, reflejando que la sola pertenencia a la Unión Monetaria se consideraba suficiente para asegurar unas condiciones económicas sólidas y, por tanto, el repago de la deuda. Sin embargo, a partir de la crisis financiera, se produjo un efecto pendular y los mercados pasaron a discriminar claramente entre países, cotizando, no solo la probabilidad de impago de los países (riesgo de crédito), sino también una eventual salida de la Unión Monetaria (riesgo AIRde redenominación). Es decir, por primera vez se teme una ruptura del euro como moneda común.

A pesar de los años de bonanza posteriores y de las heterodoxas intervenciones del Banco Central, la integración financiera de la Eurozona, aunque ha mejorado desde los niveles de crisis, nunca llegaría a las elevadas cotas alcanzadas con anterioridad. Para mejorar estos niveles de integración financiera, con el fin de preser-

var la Unión Monetaria por encima de toda duda y asegurarle una larga vida, viene siendo demanda, desde hace varios años, una reforma de los mecanismos de gobernanza en materia fiscal, mejorando el diseño del Pacto de Estabilidad y Crecimiento para permitir a los países un adecuado cumplimiento del mismo. En esta línea apunta la reciente propuesta de la Comisión Europea, destinada a poner más énfasis en el Procedimiento de Deuda Excesiva, ampliamente soslayado, pero asegurando al mismo tiempo sendas de reducción de deuda realistas, y sanciones de menor cuantía, pero que efectivamente se apliquen y hagan cumplir.

### NOTAS

- (1) Nos referimos a los llamados *soft pegs* y *hard pegs*. Aunque el euro funciona en un régimen de tipo de cambio flexible, actúa, desde el punto de vista teórico, como una suerte de tipo de cambio fijo con respecto al resto de divisas domésticas de los Estados miembros (peseta, lira, franco...), por lo que adoptar este marco de análisis resulta de gran interés.
- (2) Aunque el BCE esteriliza las compras de bonos bajo el OMT, el proceso sí puede ser inflacionario en la medida en que el nuevo dinero creado está respaldado por activos de menor calidad (los bonos soberanos de países con desequilibrios fiscales y financieros).

### BIBLIOGRAFÍA

- Hernández de Cos (2019), «La Unión Monetaria: los riesgos de una obra en construcción», *Anuario del euro 2018*, Fundación de Estudios Financieros y Fundación ICO.
- Iranzo, J. y Izquierdo, G. (1999), «La estabilidad macroeconómica y el crecimiento económico», en *Fundamentos y papel actual de la política económica*, Ediciones Pirámide.
- Wright, J. H. (2008), «Term Premiums and Inflation Uncertainty: Empirical Evidence from an International Panel Dataset», Federal Reserve, *Finance and Economics Discussion Series*.
- Feás, E.; Martínez Mongay, C.; Otero Iglesias, M.; Steinberg, F. y Tamames (2021), «Una propuesta de reforma de las reglas fiscales de la UE», *Elcano Policy Paper*.
- Merino García, P. A. y Ortega Hinojosa, M. (2013), «El euro y los mercados financieros», *Anuario del euro 2013*, Fundación de Estudios Financieros y Fundación ICO.
- Instituto de Estudios Económicos (2020), *La deuda pública en España. Implicaciones sobre política económica*.
- Instituto de Estudios Económicos (2022), *Por una mejora de la eficiencia del gasto público en España*.

# EL EURO: LAS MONEDAS, LOS BILLETES Y LA SOSTENIBILIDAD AMBIENTAL

**Amelia Pérez Zabaleta**

*Decana-presidenta, Colegio de Economistas de Madrid*

**Gemma Durán Romero**

*Presidenta del Observatorio de Sostenibilidad y Economía Circular, Colegio de Economistas de Madrid*

## RESUMEN

El objetivo de este artículo es exponer el compromiso de sostenibilidad de las instituciones de la Unión Económica y Monetaria, con especial atención a la producción y circulación de efectivo que es donde se produce un mayor impacto ecológico. Por ello, con la aplicación de herramientas de gestión ambiental que abarcan desde materiales más ecológicos, análisis del ciclo de vida o cálculo de la huella de carbono, se pretende garantizar la seguridad de los ciudadanos que utilizan billetes en su vida diaria y los trabajadores que participan en la fabricación de estos.

## PALABRAS CLAVE

Sostenibilidad, Gestión ambiental, Huella de carbono, Análisis del ciclo de vida.

## ABSTRACT

*This article aims to expose the commitment to the sustainability of the institutions of the Economic and Monetary Union, with special attention to the production and circulation of cash, which is where the greatest ecological impact occurs. For this reason, with the application of environmental management tools that range from more ecological materials, life cycle analysis, or calculation of the carbon footprint, is intended to guarantee the safety of citizens who use banknotes in their daily lives and the workers who participate in making these.*

## KEYWORDS

*Sustainability, Environmental management, Carbon footprint, The cycle of life analysis.*

## 1. Introducción

El euro se introdujo de manera virtual en el año 1999 y los primeros billetes y monedas comenzaron a circular en 2002. El Banco Central Europeo (BCE) y los Bancos Centrales Nacionales (BCN) de los países de la zona euro que comprenden el Eurosistema, son los responsables de emitir billetes denominados en euros. Al BCE le corresponde una participación del 8% del total de billetes en euros en circulación mientras que el 92% corresponde a los BCN.

La asunción del euro como moneda en la Unión Económica y Monetaria (UEM) ha tenido incidencia en el medio ambiente. Por una parte, una moneda única supone una disminución en los cambios de moneda y, por tanto, una reducción del deterioro ambiental. Por otra, el BCE adopta una política ambiental que supone un compromiso para preservar el medio ambiente y reducir la huella ecológica en cuanto a su actividad,

la contratación, la eficiencia energética en edificios, la sensibilización y formación y la colaboración institucional con los BCN, entre otras. Por último, los billetes y monedas europeos comienzan a fabricarse con componentes más ecológicos y respetuosos con el medio ambiente, y se revisa el ciclo de vida de estos.

Además de las cuestiones expuestas, el actual contexto de pagos ha ido cambiando, lo que también tiene su repercusión ambiental. Por ejemplo, según la Encuesta Nacional sobre el uso del efectivo, la pandemia ha afectado a este medio de pago situándose por detrás de las tarjetas de débito (BE, 2021). Por otro lado, paulatinamente se observa la penetración de otras tecnologías como medios de pago (códigos QR, bizum, técnicas biométricas, etc.) (Carbó y cols., 2021) o tarjetas fabricadas siguiendo criterios sostenibles, eliminando componentes perjudiciales como plástico, cadmio o cloro (Oliver, 2021), o tarjetas virtuales.

Sin embargo, aunque esa sea la tendencia, el pago en efectivo sigue siendo un medio popular, tanto por rapidez como por comodidad. Más de 342 millones de personas lo utilizan como moneda única en los 19 Estados miembros de la Unión Europea que componen la zona euro. Por tanto, corresponde al Eurosistema garantizar la disponibilidad de efectivo en euros, adoptando, además, medidas de seguridad y de sostenibilidad. El objetivo, por tanto, de este artículo es exponer el compromiso de sostenibilidad de las instituciones de la Unión Económica y Monetaria con especial atención a la producción y circulación de efectivo que es donde se produce un mayor impacto ecológico.

### 2. Compromiso del Banco Central Europeo con el medio ambiente y la sostenibilidad

El Banco Central Europeo (BCE) adopta su primera política ambiental en 2007 (revisada posteriormente en 2013) estableciendo desde entonces medidas para mejorar su desempeño ambiental y reducir su huella de carbono. Cuenta para ello con un Sistema de Gestión Ambiental EMAS (1) desde el año 2010 que ha ido traduciendo en medidas de mejora continua para reducir la huella ecológica, como, por ejemplo, acciones de sensibilización dirigidas al personal del banco, la colaboración remota para evitar viajes en la medida de lo posible o introduciendo medidas de ahorro y eficiencia energética en sus edificios. Su política la extiende a la colaboración interinstitucional, es decir, con el resto de BCN, así como también a proveedores externos incluyendo en las contrataciones criterios de sostenibilidad, por ejemplo, en los servicios de limpieza o de gestión de residuos (ECB, varios años).

Actualmente, siguiendo el compromiso del conjunto de la UE sigue fomentando actividades que le permitan avanzar en la reducción de su huella de carbono. En el año 2021 se comprometieron a reducir sus emisiones de carbono en un 46,2% (en relación con los niveles de 2019) para el año 2030 reforzando medidas en siete áreas estratégicas (ECB, 2022).

Entre las actividades llevadas a cabo por el BCE se encuentra la asignación de los volúmenes de producción de billetes realizada por parte de los BCN. Desde el año 2002 se organiza siguiendo un modelo descentra-

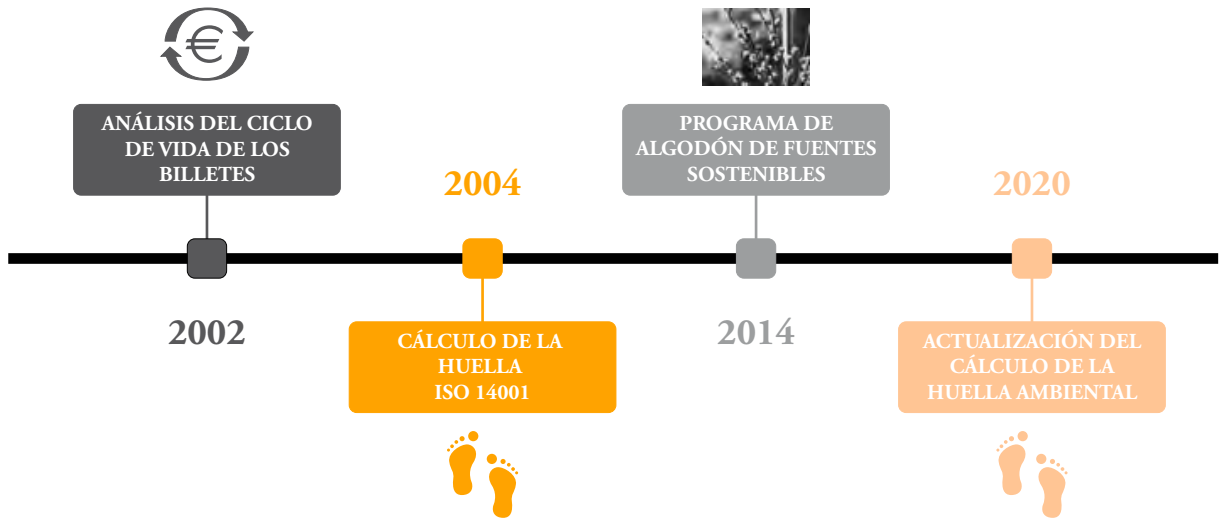
lizado y mancomunado de producción, de tal manera que cada BCN es el responsable de la fabricación de un número determinado de billetes de una o dos denominaciones (2) compartiendo, por tanto, los procesos a seguir, así como la gestión de la calidad. La producción se distribuye entre once fábricas de alta seguridad repartidas por Europa, haciéndose cargo cada BCN de los costes de impresión de los billetes que va a poner en circulación.

Desde la introducción del euro, el BCE también ha trasladado su política de compromiso con el entorno, en el mantenimiento y la mejora de la sostenibilidad de los billetes (gráfico 1). El compromiso medioambiental con respecto al euro se materializa tanto en el proceso de fabricación y suministro como en la gestión de los billetes y monedas una vez que se convierten en residuos. El objetivo fundamental es el de minimizar los riesgos para la salud y la seguridad de los ciudadanos que utilizan billetes en su vida diaria y los trabajadores que participan en la fabricación de los billetes (ECB, 2022).

Por este motivo, previo a la introducción de los billetes, se llevó a cabo un análisis del ciclo de vida (ACV) de estos siguiendo la norma internacional ISO 14040 que recoge la metodología para la utilización de esta herramienta analizando el proceso de fabricación de las materias primas, la impresión de los billetes, el almacenamiento y circulación, así como el tratamiento al final de su vida (3). En el año 2004, se realizó el cálculo de la huella de los billetes, lo que permitió plantear mejoras en la producción de los billetes sustituyendo el papel por otro de producción sostenible y se estableció como requisito obligatorio para los fabricantes de billetes disponer de una certificación medioambiental ISO 14001. En el año 2014 se decidió ir sustituyendo el algodón utilizado para la fabricación del papel del billete por uno procedente de producciones sostenibles y, desde entonces, el porcentaje de algodón certificado utilizado en la producción de billetes ha ido en aumento (véase cuadro 1). Actualmente, se requiere que contengan un 50% de fibras de algodón sostenibles, previéndose aumentar este porcentaje al 75% para la producción de billetes en 2022 y del 100% para el año 2023. Finalmente, en el año 2020 el BCE comenzó a liderar un proyecto

**Gráfico 1**

**Ruta de Sostenibilidad Ambiental del Eurosistema**



Fuente: Elaboración propia.

para evaluar el impacto medioambiental de la emisión de billetes y monedas en euros (proyecto para medir la huella ambiental del producto).

La producción de billetes en papel de algodón por parte del BCE difiere respecto al criterio seguido por otros países, que utilizan polímeros a raíz de su introducción en Australia en el año 1988. Esto plantea si la utilización de este material no es, además de más caro

de producir, más dañino medioambientalmente que el papel. Entre los argumentos a favor se encuentran aquellos que indican que los billetes de polímero son más respetuosos con el medio ambiente porque su duración es mayor que los de papel, que se desgastan con facilidad. Un estudio realizado por el Banco de Inglaterra, basado en siete indicadores ambientales, concluyó que el efectivo elaborado de plástico era 2,5 veces más

**Cuadro 1**

**Porcentaje de algodón procedente de fuentes certificadas para la producción de billetes de euro**

AÑOS	FIBRA DE ALGODÓN (Tn.)	ALGODÓN CERTIFICADO
2015	6.000	0%
2016	9.122	10%
2017	6.640	10%
2018	5.990	15%
2019	5.210	57%
2020	7.500	66%
2021	5.500	70%

Fuente: Elaboración propia a partir de ECB Environmental Statement (varios años).

duradero que los billetes de papel y que su potencial de calentamiento global era más bajo. Por otro lado, los billetes de polímero se pueden reciclar y transformar en nuevos artículos de plástico, mientras que los de papel deben triturarse o quemarse. Junto a estas ventajas se argumenta, además, que son más difíciles de replicar, es decir, son más seguros que los de papel (Banco de Inglaterra, 2013).

Sin embargo, en el caso del BCE, las razones para usar en la producción de billetes papel de algodón están las de seguridad y coste. Concretamente, se elaboran con fibra de algodón que por sus características cortas y sedosas, no se pueden utilizar en la industria textil pero sí prensarlas en papel. Estas fibras le dan mayor durabilidad que un billete de papel normal y, además, desde el lanzamiento de la serie Europa en 2012, a los billetes de 5, 10 y 20 euros, se le añade una capa de recubrimiento protector (barniz) con el fin de prolongar su vida útil, ahorrando así en materia prima y energía.

Actualmente, todos los fabricantes de billetes en euros y las principales materias primas deben proporcionar al BCE copias de sus certificados ISO 9001 (Sistema de Gestión de la Calidad), ISO 14001 (Sistema de Gestión Medioambiental) e ISO 45001 (Sistema de Gestión de Seguridad y Salud en el Trabajo). Por otro lado, aunque no cuenta con una legislación específica sobre las sustancias químicas que contienen los billetes, utiliza, en su defecto, dos normas relativas a juguetes y cosméticos (4).

Por otro lado, el compromiso del BCE es de mejora continua, por lo que se evalúan los impactos ambientales de los procesos de producción implementando medidas para minimizarlos. Además, se mantiene una constante alerta por si se detectara algún problema con los billetes por lo que se realizan pruebas independientes señalándose que la concentración de sustancias presentes en los billetes es muy inferior a lo establecido por la normativa de la Unión Europea sobre un amplio conjunto de sustancias químicas. Fundamentalmente, se encuentran niveles bajos de bacterias comunes procedentes de tiendas de alimentación.

El euro se utiliza como pago y se devuelve a los bancos que son los que los recirculan hasta que, dañados o desgastados, se retiran de la circulación. En este mo-

mento, se aplica la normativa en materia ambiental del BCE que obliga a que los BCN eliminen como destino final el envío a vertedero de los residuos de billetes, pudiendo solo ser estos reciclados o valorizados energéticamente. De igual manera, el destino de los residuos debe ser certificado convenientemente. Por tanto, cuando se retiran de la circulación por mal estado se destruyen en partículas milimétricas para impedir su reconstrucción y se compactan en briquetas. Algunos BCN reservan una parte de sus briquetas para ser utilizadas como obsequios en eventos institucionales, aunque, en su mayor parte son retiradas por gestores de residuos para su valorización energética.

### 3. Estrategias sostenibles de los Bancos Centrales Nacionales

En línea con la Estrategia del Eurosistema, los BCN se han ido sumando al compromiso de la sostenibilidad formando incluso parte del Network for Greening the Financial System (5), incorporando la gestión ambiental en sus procesos, en muchos casos a través de normas certificadas. Igual ocurre en el caso de la producción de billetes y monedas, remitiendo, en muchos casos, a la información sobre sostenibilidad del BCE.

Además, algunos bancos llevan a cabo iniciativas propias como el caso del Banco de España, que desarrolla, como parte de su política de sostenibilidad corporativa, la gestión ambiental del efectivo, calculándose también desde el año 2020 la huella ambiental de los billetes, estando previsto el cálculo de la huella ambiental de las monedas. La metodología empleada es la Huella Ambiental del Producto y el objetivo es seguir indagando en nuevas opciones de mejora medioambiental a implantar en los próximos años. En este sentido, una de las posibles iniciativas la desarrolle en la actualidad el CSIC en colaboración con el Banco de España para incorporar nuevos materiales y nanotecnología en la producción de los euros.

Siguiendo esta misma línea se encuentra el Banco de Portugal en el que el papel utilizado en la producción de los billetes en euros asignados al Banco de Portugal en 2021 está compuesto en un 91% por fibras de algodón sostenible. El embalaje de sus billetes está fabricado con materiales que pueden ser reciclados y reu-

tilizados. Por otro lado, una vez que no son aptos para la circulación se trituran y los residuos se compactan en gránulos y se están utilizando para generar electricidad. Otro ejemplo es el del Banco Central holandés, que comenzó a utilizar algodón sostenible en el año 2007 para la producción de billetes, de manera que, en 2019, toda su producción es íntegramente sostenible. El algodón utilizado es una mezcla de algodón de comercio justo, algodón orgánico en el que no se utilizan pesticidas ni fertilizantes y el algodón de la iniciativa Better Cotton (BCI) que establece requisitos de producción sostenibles con el entorno y condiciones de trabajo decente.

#### 4. Conclusiones y retos

El Eurosistema ha fijado, como uno de sus cinco objetivos prioritarios para el 2030, la reducción del impacto medioambiental del efectivo, analizando la huella ambiental de los billetes con el fin de encontrar nuevos procesos y materias primas que permitan contar con billetes con el menor impacto medioambiental posible.

El compromiso del BCE es el de aumentar la cantidad de algodón sostenible en el papel de los billetes en euros hasta el 100%. Por ello, se llevan a cabo proyectos de investigación y desarrollo con el fin de buscar soluciones para implantar estas mejoras que se puedan materializar en un aumento de la vida útil en circulación (actualmente estimada en 6,5 años de media), la producción de materias primas o su tratamiento final. En ese sentido, el grupo tecnológico internacional Giesecke+Devrient (G+D) presentó recientemente, billetes verdes que generan cerca de un 30% menos de emisiones de CO<sub>2</sub> y utiliza papel compuesto de una mezcla de fibras de algodón orgánico y celulosa procedente de bosques europeos que cuenta con la certificación FSC (Forest Stewardship Council) así como de iniciativas sostenibles que garantizan condiciones laborales justas (Iniciativa Algodón fabricado en África -CmiA), además de otros materiales procedentes del reciclaje (Ciencias Ambientales, 2022).

El Eurosistema aprobó en julio de 2021 el proyecto del euro digital, no con un fin sustitutivo del efectivo, sino complementario de pagos, lo que contribuiría

a la accesibilidad y la inclusión, y requeriría una infraestructura más respetuosa con el medio ambiente. Por ejemplo, el consumo de electricidad para efectuar decenas de miles de transacciones por segundo es insignificante en comparación con otras opciones como los bitcoins (ECB, 2021).

#### NOTAS

- (1) Sistema Comunitario de Ecogestión y Ecoauditoría (Eco-Management and Audit Scheme, EMAS).
- (2) El Banco de España es el responsable de fabricar una parte de los billetes de 20 euros y 50 euros. Véase [https://www.bde.es/bde/es/areas/billemones/Publico\\_general/Billetes\\_de\\_euro/produccion/La\\_produccion\\_y\\_6c78baff11bc821.html](https://www.bde.es/bde/es/areas/billemones/Publico_general/Billetes_de_euro/produccion/La_produccion_y_6c78baff11bc821.html).
- (3) El análisis se realizó sobre la base de la producción total de billetes en 2003, que se situó en 3.000 millones de unidades aproximadamente (para todas las denominaciones), con un peso total en torno a 2.500 toneladas. La elaboración de ACV requiere contar con datos que en este caso fueron obtenidos de la primera versión de la base de datos Ecoinvent 2000 que contenía datos de diferentes sectores económicos. Considerando que los billetes son empleados a diario se hicieron comparaciones con otras actividades también cotidianas y se concluyó que su impacto era equivalente al que produce un ciudadano europeo que recorre un kilómetro en coche o que deja encendida una bombilla de 60W durante doce horas.
- (4) Directiva 2009/48/CE sobre la seguridad de los juguetes y el Reglamento (CE), núm. 1223/2009, sobre los productos cosméticos.
- (5) Greening the Financial System (NGFS) es una red de 83 bancos centrales y supervisores financieros, creada en 2017, que tiene como objetivo acelerar la implantación de las finanzas verdes y desarrollar recomendaciones para el papel de los bancos centrales en el cambio climático.

#### BIBLIOGRAFÍA

- Banco de España (BE) (2021), *Encuesta Nacional sobre el uso del Efectivo*, Departamento de Emisión y Caja, disponible en <https://www.bde.es/bde/es/areas/billemones/estudios-e-informes-sobre-el-efectivo/encuesta-nacional-del-efectivo/>.
- Banco de España (BE) (2022), *Sostenibilidad medioambiental*, disponible en <https://www.bde.es/bde/es/areas/billemones/serie/sostenibilidad-medioambiental.html> (fecha de consulta 10 de noviembre).
- Banco de Inglaterra (2013), *LCA of Paper and Polymer Bank Notes, Final Study Report*, PE International Sustainable Performance.
- Carbó, S.; Cuadros, P. y Rodríguez, F. (2021), «Los pagos tras un año de pandemia», *Cuadernos de Información Económica*, núm. 282, mayo-junio.

## ALGUNOS DESARROLLOS ACTUALES

- Ciencias Ambientales (2022), G+D lanza una generación de billetes bancarios que genera un 29% menos de emisiones de CO<sub>2</sub> a lo largo de su ciclo de vida. *Noticias Ambientales*, mayo.
- European Central Bank (ECB) (varios años), *ECB Environmental Statement*, European Central Bank.
- European Central Bank (ECB) (2021), *Digital euro experimentation scope and key learnings*, *European Central Bank*, disponible en <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb.digitaleuroscopekeylearnings202107-564d89045e.en.pdf>.
- European Central Bank (ECB) (2022), *Medio Ambiente, Salud y Seguridad*, disponible en <https://www.ecb.europa.eu/euro/bank-notes/environmental/html/index.es.html> (fecha de consulta 10 de noviembre).
- Oliver, R. (2021), «¿En efectivo o con tarjeta (sostenible)?», *Ethic*, octubre, disponible en <https://ethic.es/2021/10/en-efectivo-o-con-tarjeta-sostenible/>.
- Rodríguez Montoro, O. (2020), «La presencia de la química en los billetes bancarios», *Anales de Química*, 116 (4), págs. 241-252.

# EL VALOR DE SER ECONOMISTA



Colegio de  
Economistas  
de Madrid

## ¿Sabes que por estar colegiado tienes acceso gratuito a...?

**Foro único y contacto** con más de **60.000** colegiados en toda España en ámbitos muy especializados

Asistencia a **actos y jornadas profesionales** presenciales o en streaming y disponibles en nuestro canal de **youtube** para su visualización en diferido

Acceso a la **revista *Economistas***, publicación especializada que edita el Colegio con una periodicidad trimestral

Apoyo en la búsqueda o cambio de trabajo, mediante la **Bolsa de empleo**

**Convenios de colaboración** con Organismos Públicos para tus trámites telemáticos propios y en nombre de terceros (AEAT, TGSS, Registros Mercantiles, etc...)

**Turno de actuación profesional** para facilitar la actuación de los colegiados como Peritos Judiciales, Auditores, Expertos, Administradores Concursales, Mediadores...

Cuenta de Correo Microsoft® Exchange Online con el dominio **@cemad.es**

**Descuentos y ventajas** -en formación, motor, ocio, viajes...- que harán que tu cuota colegial sea cero

Fomento y desarrollo de nuevas iniciativas, como el **coaching ejecutivo, mentoring, networking, uso de instalaciones, ....**

## ***También podrás disfrutar de:***

Actualización permanente de tu formación especializada y seminarios específicos, a precios notablemente más reducidos, a través de nuestra **Escuela de Economía**





## DESARROLLO DE LA GOBERNANZA ECONÓMICA EUROPEA

**Ferran Brunet Cid**

*Profesor Titular de Economía Aplicada, Universitat Autònoma de Barcelona*

### RESUMEN

Desde la introducción del euro la gobernanza económica europea ha progresado extraordinariamente. Esto se debe: *a)* a la unión monetaria misma; *b)* a los profundos desarrollos políticos, económicos y sociales habidos en Europa y en el mundo, sustancialmente la globalización y la digitalización; y *c)* a la exigencia de contrapesar cisnes negros tan esenciales como han sido la crisis financiera de 2008-2013, la pandemia covid-19 y la guerra de Rusia contra Ucrania.

Las circunstancias en las que se vio inmersa la unión monetaria europea precipitaron la adopción de disruptivas medidas de política económica. Tras dos décadas con euro, la Unión tiene una gobernanza económica europea relativamente amplia y se encamina hacia una euroárea monetaria óptima. Todo ello ha puesto de relieve tanto la alta capacidad de respuesta y de innovación, como los retos y riesgos no menores de la Unión Europea.

### PALABRAS CLAVE

Eurosistema, Política monetaria, Política fiscal, Gobernanza económica, Política económica.

### ABSTRACT

*Since the introduction of the euro the European Union has made extraordinary progress. This is due to: a) the monetary union itself; b) the strong political, economic, and social developments in Europe and in the world, substantially globalization and digitization; and c) the need to counterbalance black swans as essential as the 2008-2013 financial crisis, the Covid-19 pandemic and Russia's war against Ukraine have been.*

*The circumstances in which the European monetary union was immersed precipitated the adoption of economic policy disruptive measures. After two decades with the euro, the Union has relatively extensive European economic governance and is heading towards an optimal euro area. All this has highlighted both the high capacity for response and innovation as well as the challenges and risks of the European Union.*

### KEY WORDS

*Eurosistem, monetary policy, Fiscal policy, Economic governance, Economic policy.*

### 1. Introducción

A los veinte años de la introducción del euro, la euroárea cuenta con un amplio sistema de gobernanza económica: política monetaria robusta, sea expansionista o restrictiva; reglas fiscales comunes, sean respetadas o suspendidas; y confianza firme de los agentes y mercados financieros.

La integración europea se ha acelerado por la unión monetaria y por las circunstancias que esta ha encontrado. El lanzamiento del euro fue precedido por la convergencia en criterios financieros europeos. Establecido el euro en 1999, de estas reglas se mantuvieron las fiscales, en particular la limitación del déficit de los Estados miembros al 3% del PIB. Tras este

criterio, la gobernanza económica europea ha debido desarrollarse en normas fiscales, de liquidez y de solvencia financiera.

La crisis de 2008-2013 apareció con un eurosistema rudimentario, y en particular con la prohibición de rescate por la UE de un Estado miembro. En estas circunstancias la UE estableció un fondo de cooperación interestatal con el que atender a Grecia y lo convirtió luego en un fondo europeo para atender otros casos (Van Middelaar, 2017 y 2009).

A todo esto, el Banco Central Europeo (BCE) desarrolló una política muy expansiva, ofreciendo cuantiosa liquidez y crédito y a tipo de interés nulo. La recesión subsiguiente acrecentó este expansionismo con una política monetaria no convencional (James, 2022, y

Gros, 2019) Posteriormente, desde 2020 la pandemia covid llevó también las políticas fiscales de los Estados miembros a una expresión máxima, e incluso propició un cambio de calidad como es la emisión de deuda europea para fondos europeos.

Una voraz inflación surgió en 2022. A las cadenas globales de valor y producción descoyuntadas por los confinamientos se había añadido una inverosímil guerra de Rusia en Ucrania. El BCE se ha internado en una política restrictiva, contraído sus compras de deuda e incrementado los tipos de interés. A pesar de la robustez de la gobernanza económica europea, la actual estancamiento de la eurozona podría resultar bastante asimétrica y acrecentar el riesgo de transmisión de la política monetaria y el financiero, especialmente en la europeriferia.

## 2. Convergencia para la Unión Monetaria Europea

En las primeras y fundamentales etapas de la integración europea, las cuestiones monetarias fueron excluidas de la Comunidad Económica Europea (CEE). Estas eran aspectos de soberanía, y correspondían a los Estados miembros. La acumulación de eurodólares en Europa occidental, fruto de las inversiones americanas, y la suspensión de la convertibilidad del dólar en oro en 1971, dieron paso a una importante inestabilidad financiera (Lionello, 2020). Por consiguiente, la volatilidad en el tipo de cambio de las divisas afectaba al Mercado Común! El mecanismo de flotación conjunta de las divisas de la CEE fue el primer eslabón de cooperación monetaria entre los Estados miembros.

### Cuadro 1

#### Economía e instituciones: unión monetaria europea, de la cooperación a la gobernanza

Eurozona	→	Eurosistema
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Suspensión convertibilidad dólar-oro, 1971</li> <li>• Crisis 1975-1985</li> <li>• Fin de la división de Europa y del mundo en bloques</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>• Flotación conjunta divisas CEE (SME), 1972-1979-1999</li> <li>• Acta Única Europea: mercado único</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Convergencia para la unión monetaria, 1993-1999</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>• Decisión unión monetaria sujeta a criterios de convergencia previa</li> <li>• Criterios de Maastricht, 1993-1999</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Introducción del euro, 1999</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>• Pacto de Estabilidad y Crecimiento, 1999</li> <li>• Orientaciones de política económica y reglas de gobernanza económica europea (Semestre Europeo)</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Crisis financiera global y eurocrisis, 2008-2013</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>• Rescates de Grecia y otros países europeriferia: MEDE, 2010 y siguientes</li> <li>• <i>Quantitative Easing</i> y tipos de interés negativos</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Deflación y debilidad del crecimiento y la productividad</li> <li>• Populismo en Europa y EE.UU., Brexit, 2016</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>• Política monetaria no convencional</li> <li>• Plan de Inversión para Europa, 2015</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Pandemia covid, 2020</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>• Emisión de deuda europea para Next Generation EU, 2021</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Estancamiento e inflación, y guerra en Europa, 2022</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>• Política monetaria restrictiva</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Perspectivas</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>• Completar UME: área monetaria óptima</li> </ul>

Fuente: Elaboración propia.

La crisis industrial 1975-1985 puso en solfa varios proyectos de unión monetaria europea (ver el cuadro 1). Pero la recuperación económica y el nuevo clima en los países del centro y este de Europa, llevaron a una oleada de eurooptimismo y al Acta Única Europea (1986-1987). Tras esta, y como esta, la unión monetaria europea aligeraría las barreras y fomentaría la competencia en el mercado interno y sería un buen fermento para la unión política. En esta línea pues, el Tratado de la UE (1991-1993) estableció la unión política y la unión monetaria.

El lanzamiento de una moneda común se supeditó a la previa convergencia en un ramillete de criterios de Maastricht sustancialmente financieros, como la inflación de precios, el tipo de interés, el déficit y la deuda públicos y la estabilidad en el tipo de cambio, así como otros indicadores estructurales. Vistos los análisis aportados por la Comisión Europea sobre la evolución con relación a los criterios de Maastricht de los países candidatos a adoptar el euro, en mayo de 1998 el Consejo decidió los once países que introdu-

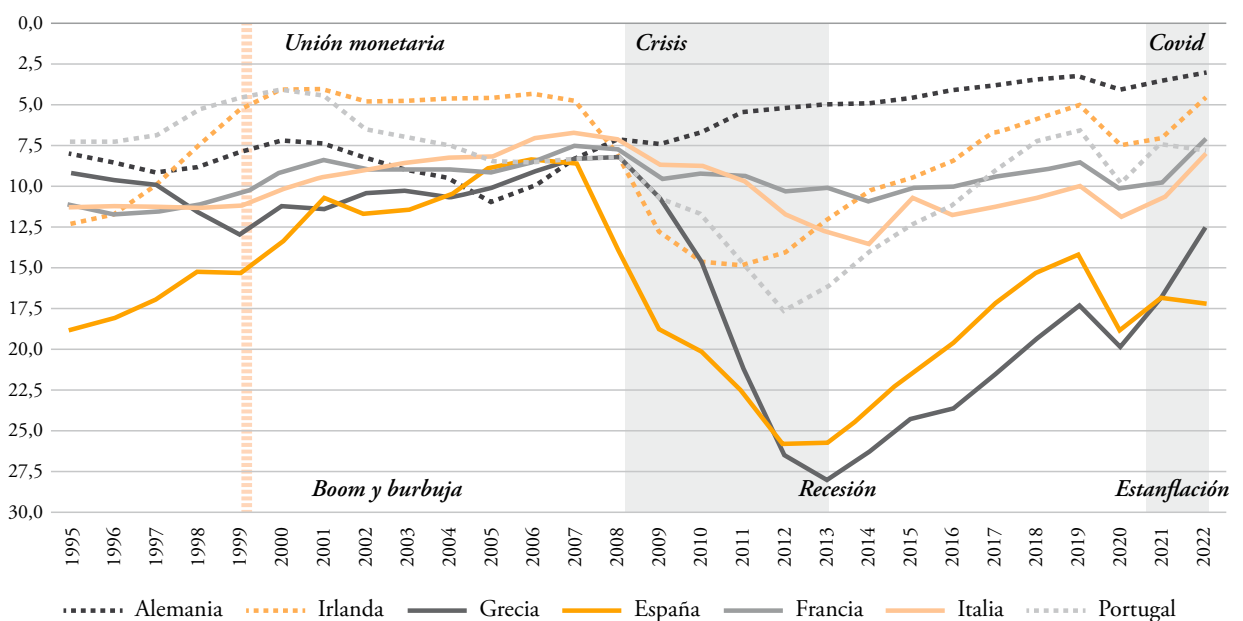
cirían el euro el 1 de enero de 1999. También fijó la paridad definitiva con la nueva divisa europea de las once divisas que desaparecieron.

La convergencia previa a la unión monetaria ajustó las finanzas de los países de la UE. Adicionalmente, esta mejora en las formas financieras fue acompañada de una mejora notable en las condiciones económicas, lo que llevó al *boom* previo y posterior al lanzamiento del euro. Así, recordaremos que, si en 1975 y 1991 hubo en Europa occidental, por primera vez desde la segunda guerra mundial, algún crecimiento negativo del PIB, será en los años noventa cuando la recuperación sea importante. Con todo, las tasas de crecimiento económico y de la productividad subyacente se arremolinaron entorno al 3% anual (Brunet, 2022).

En una perspectiva histórica, se ha dicho que en los últimos treinta años prevalecieron unas expectativas disminuidas. Las expectativas disminuidas lo son en tanto PIB monetario, y relativamente para las clases medias de los países avanzados. De hecho, en cambio, desde el punto de vista material estas fueron décadas de

**Gráfico 1**  
**Tasa de paro**

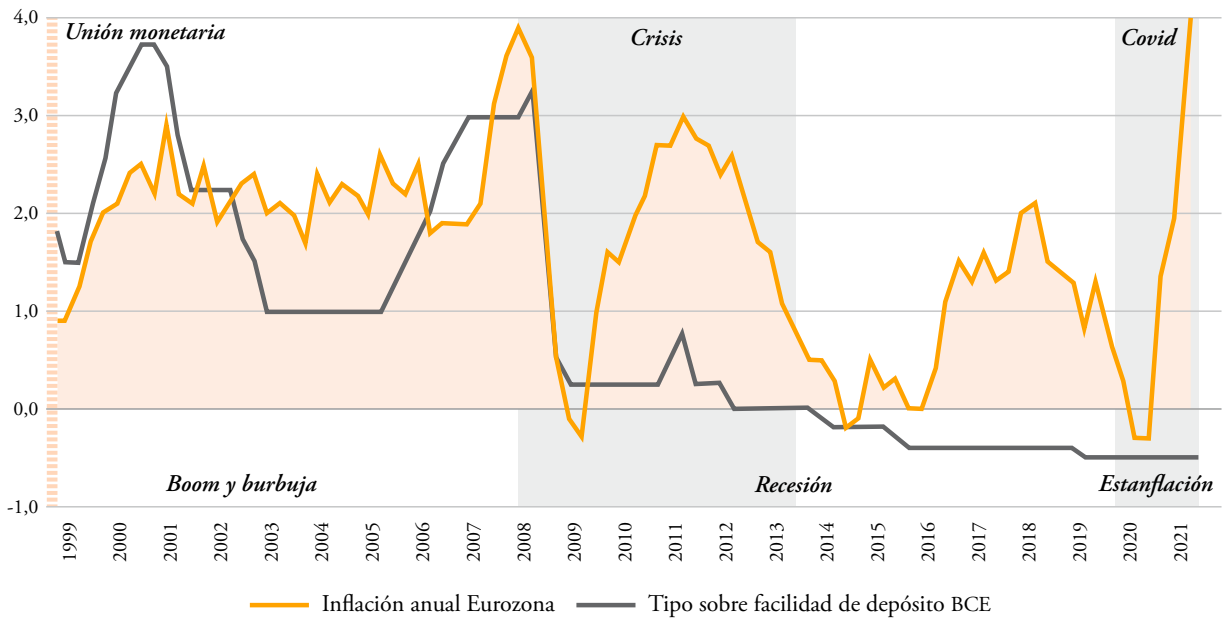
En p. 100 de la población activa



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Ameco (2022).

**Gráfico 2**

**Inflación de precios y tipo de interés básico**



Fuente: Bloomberg (2022).

expectativas exuberantes, con una miríada de nuevos productos de consumo de masas y una reducción muy sensible de la pobreza en el mundo. A las expectativas disminuidas, sin embargo, le correspondieron unas políticas muy robustas. Incluso a menudo las políticas fueron muy sobreactuadas (según vemos para la UE en los cuadros 1 y 3).

Efectivamente, en un contexto geopolítico boyante –fin de la división de Europa y del mundo en bloques, emergencia de importantísimas regiones del mundo–, político –avances hacia la democracia y el Estado de derecho en muchos países– y económico –introducción de la informatización e internet, auge de la productividad–, aparecieron disruptivos *cisnes negros*. Los ataques terroristas a Estados Unidos en septiembre de 2001, las crisis financieras americana y europea de 2008-2013, el populismo en Europa y América y el autoritarismo en importantes naciones del mundo (Eichengreen, 2018), y finalmente la pandemia covid-19 vinieron a configurar una larga etapa de política económica, monetaria y fiscal sin tasa, orientada a contrarrestar inmediatamente las consecuencias económicas

de las inesperadas catástrofes de seguridad, financiera y sanitaria (González-Páramo, 2021, y Hernández de Cos, 2021).

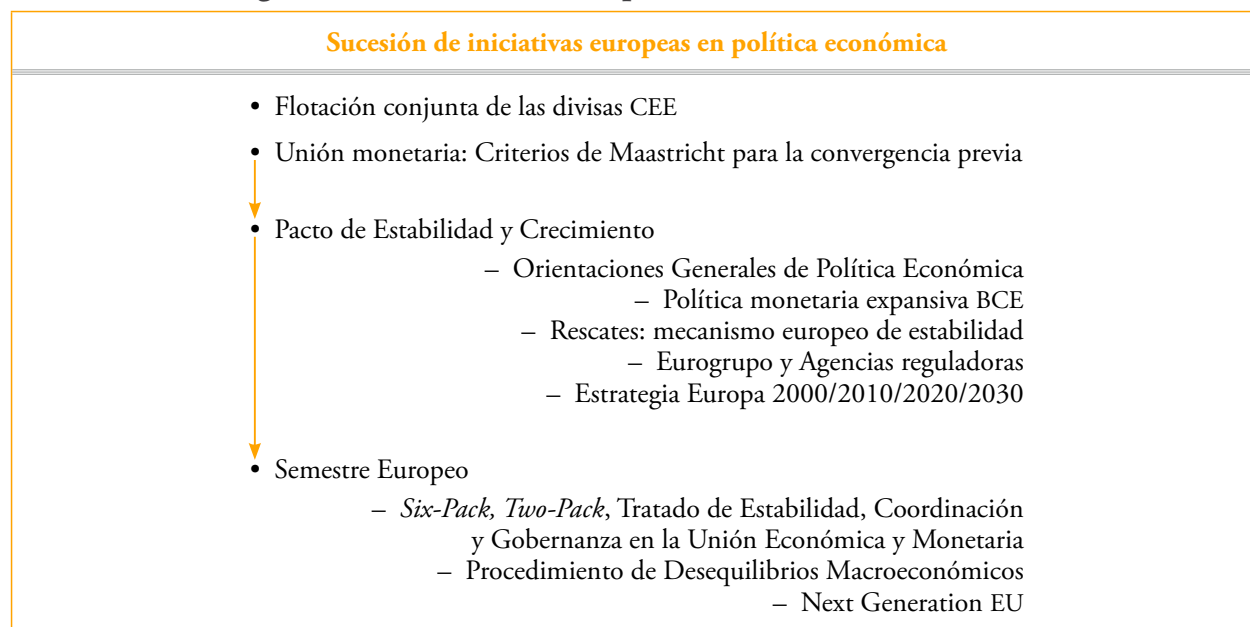
**3. Unión Monetaria y reglas de gobernanza económica europea**

La introducción del euro supuso un salto de calidad en el proceso de integración europea (Juncker y cols., 2015, y Sanchís, 2014). No siendo óptima, la euroárea habría de ir adecuándose a las exigencias de la unión monetaria: unión financiera, unión bancaria, agencias de análisis, prevención, regulación, supervisión, corrección, garantía y liquidación.

Todo ello vino, pues, a configurar la gobernanza económica europea. Formalmente, la política económica, como expresión de soberanía, permanecía aún en manos de los EM. Pero, materialmente, la política económica en cada EM del eurosistema se veía ya circunscrita por la política monetaria del BCE así como por la vigilancia, atribuida al Consejo de la Unión –en la figura del Eurogrupo, formado por los

### Cuadro 2

#### El camino hacia la gobernanza económica europea



Fuente: Elaboración propia.

ministros económicos de los EM de la eurozona– y a la Comisión Europea, de un aspecto tan esencial para la credibilidad de una unión monetaria y para la financiación de los EM –especialmente en momentos de crisis– como es la emisión de deuda pública para financiar adicionalmente sus presupuestos.

Por ello, tras los criterios de Maastricht sobrevino el Pacto de Estabilidad y Crecimiento que consagró un máximo de déficit público financiado con emisión de deuda de hasta el 3% del PIB (ver cuadro 2). La unión monetaria europea llevó a la gobernanza económica europea, la política monetaria europea llevó a una supervisión fiscal europea que limita lo principal y donde había mayores grados de libertad en la política económica de los EM: el déficit público.

Este resultado era necesario a la estabilidad del eurosistema. Además, el PEC introdujo elementos que mejoraron la calidad en la presupuestación de los EM. Pero estos resultados no fueron fáciles de alcanzar. En este punto, las orientaciones y sensibilidades de los gobiernos y de los mismos economistas eran y siguen siendo dispares, tanto en Europa como en el mundo (Brunnermeier, James y Landau, 2016).

Tras la introducción del euro, virtual en 1999 y en billetes y monedas en 2002, la primera andadura de la moneda única coincidió con un auge económico importante en Europa, el mundo... y EE.UU. En un contexto de exuberancia financiera, la crisis de las hipotecas *subprime* en 2007 y la quiebra del banco Lehman Brothers en 2008 desencadenaron la mayor crisis financiera y recesión económica desde los años 1930. (Dalio, 2021).

#### 4. Crisis financiera y recesión: rescates, expansión monetaria y tipos negativos

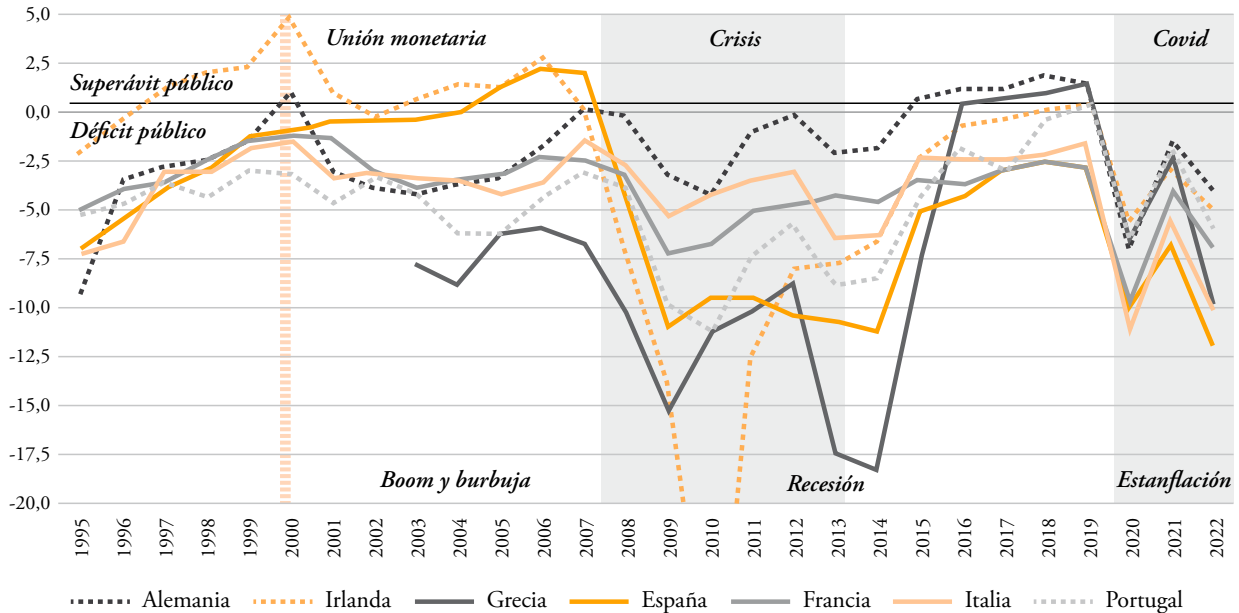
Bien pudiera decirse que en la UE la economía fue resiliente: esta vez el contagio desde la economía americana a la europea se había demorado un par de años. El contagio prendió en el eslabón más débil del eurosistema: el soberano de Grecia. Prendió por motivos griegos y europeos propios, motivos que en su raíz eran semejantes a los de América: ingeniería y exuberancia financiera. La llamada eurocrisis puso de relieve dos de los aspectos más débiles del eurosistema:

- Déficits públicos muy superiores al 3% del PIB y endeudamiento superior al 60% del PIB.

**Gráfico 3**

**Capacidad o necesidad de financiación de las administraciones públicas**

En p. 100 del PIB



Fuente: Elaboración propia en base a datos de European Commission. DG Economic and Financial Affairs (2022 y 2020) y Eurostat (2022).

– Insolvencia de entidades bancarias, acaso no de las entidades sistémicas, pero sí de algunas de gran calado relativo en algunos países, como por ejemplo las cajas de ahorro en España.

Estos contratiempos se dieron en el contexto iniciático del euro. Por ello apareció el interrogante fantasma del *break-up*, estallido o *split* del euro (Da Costa, 2021). La política de la UE fue garantizar la liquidez, y rescatar y reestructurar el soberano griego y bancos irlandeses, españoles, griegos, chipriotas, malteses, italianos y portugueses. Con ello era visible el choque asimétrico de la crisis financiera general en la europeriferia (Celi, Ginzburg, Guarascio y Simonazi, 2018).

Ya en la gráfico 1 apreciamos la dinámica del paro en algunos países de la euroárea. En la europeriferia se acentuaron los problemas de empleo, extraordinariamente entre 2008 y 2013. En cambio, más tarde, el impacto de los confinamientos en razón de la pandemia covid-19 sobre la ocupación fue mucho menor, probablemente por las vibrantes disposiciones compensatorias adoptadas por los gobiernos de la UE.

En cuanto a la política monetaria, vemos en el gráfico 4 que el *quantitative easing* y las medidas financieras no convencionales fueron especialmente impactantes en el período de recesión 2016-2019, y asimismo desde el covid y el tercer trimestre de 2022. En efecto, entre 2016 y 2022 el balance del BCE se multiplicó ¡por seis!

En el período de recesión y relativa deflación (2013-2019), el déficit público remitió mientras que el BCE redobló la compra de deuda pública y privada, según vemos en la gráfico 3. Con tipos de interés reales negativos, la deuda pública dejó de ser objeto de inversión privada y fue adquirida por el BCE en el mercado secundario.

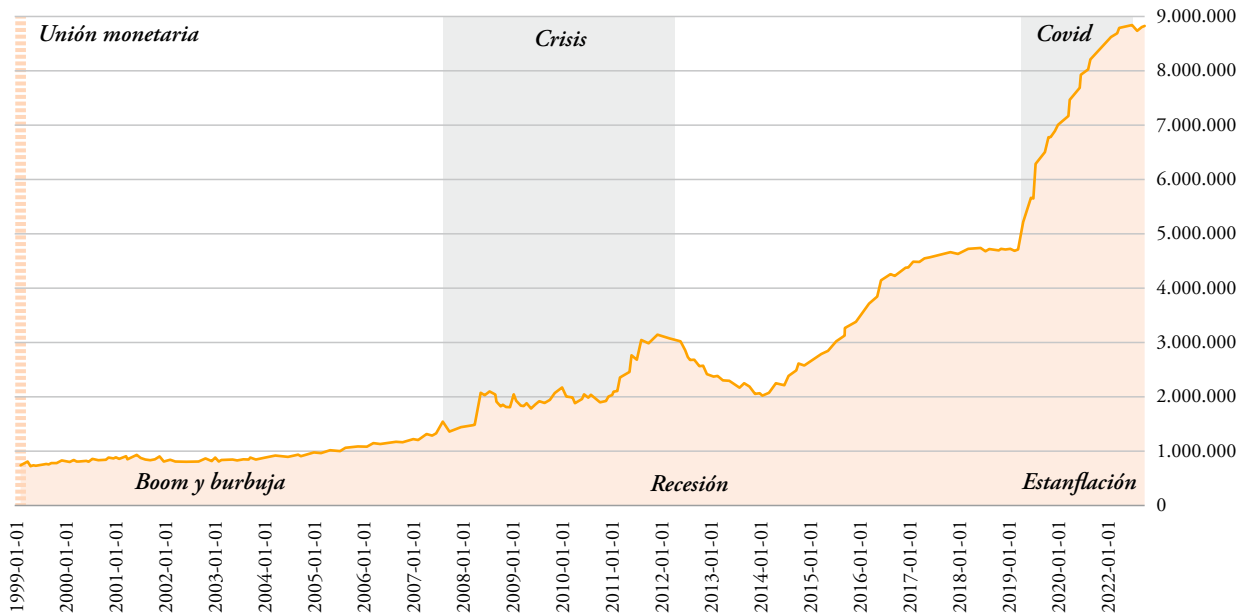
**5. Pandemia covid: política monetaria no convencional y emisión de deuda europea**

Las consecuencias económicas de la pandemia covid-19 fueron notables: confinamientos, rotura de las cadenas de valor, especialmente las internacionales, desabastecimiento en algunos momentos de algunos productos,

**Gráfico 4**

**Balance del Banco Central Europeo**

En millones de euros, a fin de cada año



Fuente: Elaboración propia en base a datos de European Central Bank (2022).

caída del PIB, así como una floración de medidas sociales, económicas, fiscales y monetarias de todo orden.

Desde el punto de vista monetario, la política superexpansiva estaba anclada en tipos de interés en torno del cero (negativos el interbancario, y mínimos los restantes), todos ellos tipos de interés reales negativos. Con el covid, en dos años el balance del BCE se duplicó. Alcanzó los nueve billones de euros, magnitud a comparar con un PIB de doce billones (Hernández de Cos, 2021).

Desde el punto de vista fiscal, la contingentación de los déficits públicos otrora impulsada por la gobernanza europea fue levantada en razón de las necesidades derivadas de la pandemia (véase la gráfico 3). La deuda emitida para la financiación de los acrecidos gastos y de los disminuidos ingresos siguió siendo adquirida por el BCE (véase el gráfico 4).

En este contexto, la UE dio un salto de calidad con la iniciativa Next Generation EU. Financió un programa de gastos, 800.000 millones de euros, ¡con emisión de deuda europea! Esta emisión de deuda comunitaria

confirma la capacidad de innovar y decidir de la UE. Los eurobonos y los fondos europeos han venido a duplicar el presupuesto de la UE.

Tras todo ello, la UE cuenta con un amplio abanico de instrumentos que conforman la gobernanza económica europea (véase el cuadro 3).

**5.1. Política monetaria**

Desde 1999 el BCE probó casi todo: política convencional y no convencional, acomodaticia, restrictiva, expansiva... (Darvas y Martín, 2022). Como la Federal Reserve Bank, el BCE tuvo pocas restricciones en tomar medidas fuertes, proporcionando al eurosistema liquidez y el crédito, a tipos de interés negativos, nunca vistos antes.

**5.2. Política fiscal**

La financiación de los presupuestos de los EM hasta en un 3% del PIB con emisión de deuda nacional es la

**Cuadro 3**

**Elementos de la gobernanza económica europea**

Política monetaria	Política fiscal	Fondos de rescate
<ul style="list-style-type: none"> <li>• No convencional 2008-2021 <i>vs.</i> Restrictiva 2022</li> <li>• Tipos de interés negativos y mínimos 2010-2022</li> <li>• <i>Outright Monetary Transactions</i>, LTRO,...</li> <li>• Compra deuda pública y privada</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Déficit público: 3% PIB</li> <li>• Desde los Criterios de Maastricht hasta el Semestre Europeo y el Procedimiento Desequilibrios Macroeconómicos</li> <li>• Recomendaciones específicas de país (CSR)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera al Mecanismo Europeo de Estabilidad (ESM): 750.000 millones de euros</li> <li>• Mecanismo Único de Resolución bancaria</li> </ul>
Agencias de regulación	Recursos financieros y presupuestarios	Reformas estructurales y política económica
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Sistema Europeo de Supervisión Financiera                             <ul style="list-style-type: none"> <li>– Autoridad Bancaria Europea</li> <li>– Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación</li> <li>– Autoridad Europea de Valores y Mercados</li> <li>– Junta Europea de Riesgo Sistémico</li> </ul> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Presupuesto ordinario 2021-2027: 1.211.000 millones de euros</li> <li>• Emisión bonos UE                             <ul style="list-style-type: none"> <li>– SURE: 100.000 millones de euros</li> <li>– Next Generation EU- Recovery and Resilience Facility: 806.900 millones de euros</li> </ul> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Europa 2000/2010/2020/2030</li> <li>• Orientaciones Generales de PE</li> <li>• Regulación <i>smart</i></li> <li>• Procedimiento de Desequilibrio Macroeconómico: Balance CC +/-6% PIB</li> </ul>

Fuente: Elaboración propia a partir de los planes de estudio de las universidades.

pieza clave de la gobernanza económica europea, desde Maastricht hasta hoy y en el futuro. La financiación con deuda es el elemento clave de la política económica. A la vez es parte de la política monetaria y de la política fiscal, y es el canal más libre para las actuaciones contracíclicas y para la redistribución. El déficit es el elemento máspreciado y el más controvertido de la gobernanza económica europea y de la política económica general (James, 2022, y Eichengreen, 2018).

**5.3. Fondos de rescate**

El rescate por la UE de un EM concitó uno de los terremotos mayores en el desarrollo de la gobernanza económica europea (Da Costa, 2021). Hoy es ejemplo de comunitarización y de respuesta relativamente rápida con un instrumento financiero de hasta 750.000 millones de euros.

**5.4. Agencias de regulación**

Un sistema europeo de supervisión financiera se ha implementado, con la creación de autoridades europeas de supervisión, control y resolución en banca, seguros, pensiones, valores y mercados financieros.

**5.5. Recursos financieros y presupuestarios**

El presupuesto ordinario de la UE se ha complementado con los nuevos fondos europeos, de modo que se duplicaron los recursos de la UE. Sobresale la financiación con emisión de bonos UE.

**5.6. Reformas estructurales y política económica**

Los programas Europa 2000, Europa 2010, Europa 2020 y Europa 2030 muestran la vocación de la UE de aprovechar la compra de tiempo que supone la in-



yección de importantes recursos monetarios y fiscales al eurosistema para realizar reformas estructurales que incrementen la productividad, la competitividad y la convergencia. Sin embargo, a pesar de la vocación y de la disponibilidad de liquidez, las reformas pro-competitivas generan prevenciones que cancelan su implementación (European Parliament. Directorate-General for Internal Policies. Economic Governance Support Unit, 2022).

**6. Recesión y guerra en europa: la gobernanza de la estanflación**

Tras los anteriores desarrollos en dinámica económica y en gobernanza europea, en 2022 apareció la inflación. Es una invitada no deseada, pero esperada, a la vista del gráfico 4. La inflación de precios se demoró dada la sustancial tendencia a la baja de los precios reales de las materias primas y de los productos industriales (Sinn, 2014, y Tupy y Pooley, 2022), así como por la implícita depresión y larga época de expectativas disminuidas.

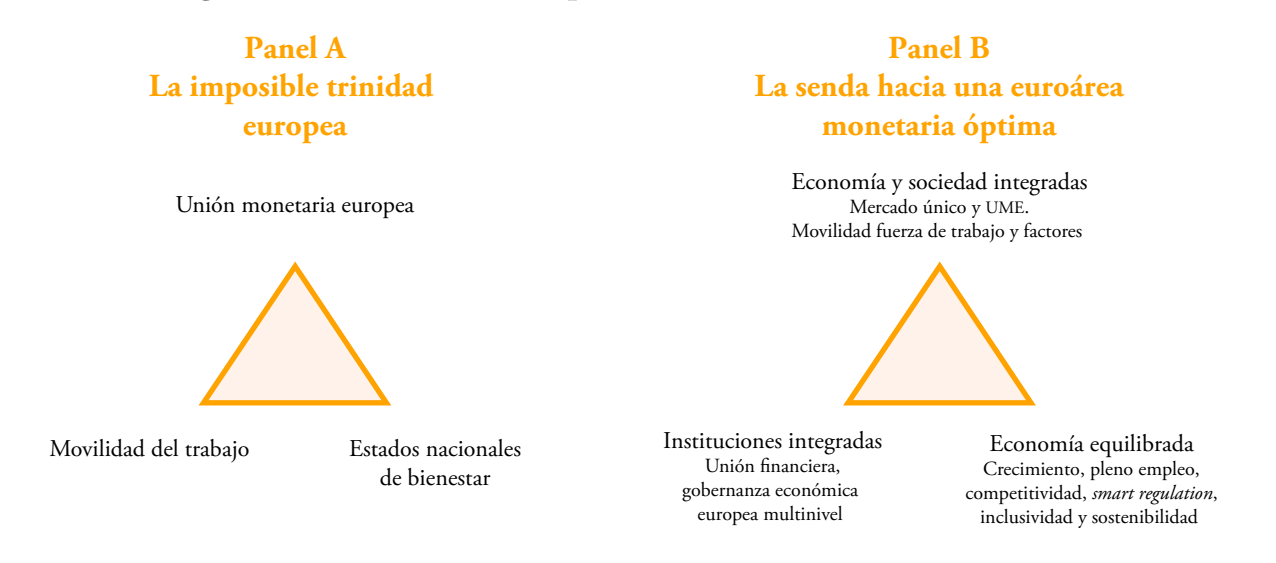
Finalmente, al cisne negro de la inflación se ha unido un último cisne negro: la guerra de Rusia contra Ucrania. Este conflicto abre un hondísimo riesgo bélico,

humano, geopolítico y económico. Las consecuencias económicas de esta guerra en Europa ya son ahora notorias, en particular por las sanciones implementadas por la UE. El impacto de la guerra puede aumentar sustancialmente, habida cuenta de la determinación de acabar con la dependencia energética de Rusia. En el medio plazo, aun en el doble supuesto de excluir una destrucción bélica catastrófica y de un acuerdo de paz cercano, la relativa desglobalización que esta guerra precipita es inconveniente para todos (EE.UU., China, países emergentes...), y lo será todavía más para Europa (James, 2022).

¿Qué perspectivas para la economía europea y para el euro? En un contexto de recesión, inflación y confrontación internacional, las perspectivas para el crecimiento del PIB y de la productividad no son halagüeñas. Con todo, más que un crack se espera una estanflación, de modo que la gobernanza europea se aplicaría a devolver la inflación al objetivo del 2%.

De esta suerte, ante una realidad y unas políticas muy contradictorias, los retos de la gobernanza económica europea se van a tornar más acuciantes y sus dilemas más divisivos (Martínez, 2022, y Blanchard, Leandro y Zettelmeyer, 2021). Aunque la introducción del euro y la unión monetaria, y las variadas dinámicas econó-

**Gráfico 5  
Trilemas de la gobernanza económica europea**



Fuente: Elaboración propia.

micas habidas desde 1999, potenciaron la gobernanza económica europea y que la euroárea tendiera hacia un área monetaria óptima (véase el gráfico 5), este proceso puede volverse más ambiguo y demorarse.

## 7. Conclusión

Desde la introducción del euro, la gobernanza económica se ha desarrollado con el acicate de grandes retos disruptivos: la crisis financiera 2007-2013, la gran recesión, la deflación, la pandemia covid, la inflación, la guerra en Ucrania... De esta forma, ha completado reglas, procedimientos e instituciones propias a una unión monetaria. Ha hecho una política monetaria acomodaticia, expansiva, no convencional y restrictiva. Ha gestionado grandes masas de crédito con tipos de interés negativo y ha adquirido deuda pública y privada. Ha creado fondos de rescate, agencias de supervisión, corrección y liquidación, emitido eurobonos e implementado grandes planes de inversión y de reanimación económica.

Combinando política monetaria, reglas de política fiscal de los EM, regulación *smart* y reformas estructurales, la gobernanza económica europea se ha desarrollado. Hoy brinda un nuevo marco a la política económica en Europa.

## BIBLIOGRAFÍA

- Blanchard, Olivier; Álvaro Leandro, y Jeromin Zettelmeyer (2021), «Redesigning EU Fiscal Rules: From Rules to Standards», *Peter-son Institute for International Economics WP*, núm. 21-1, febrero.
- Bloomberg (2022), *Europe edition. Markets*, <https://www.bloomberg.com/markets>.
- Brunet, Ferran (2022), «Mobility, Migration, and Employment in Europe», *Información Comercial Española*, núm. 928, septiembre-octubre: 51-70, <http://www.revistasice.com/index.php/ICE/article/view/7508/7538>.
- Brunnermeier, Markus, K.; Harold James, y Jean-Pierre Landau (2016), *El euro y la batalla de las ideas*, Barcelona, Deusto, 2017.
- Celi, Giuseppe; Andrea Ginzburg; Dario Guarascio, y Annamaria Simonazi (2018), *Crisis in the Monetary Union. A Core-Periphery Perspective*, Londres, Routledge.
- Da Costa Cabral, Nazaré (2021), *The European Monetary Union after the Crisis. From a Fiscal Union to a Fiscal Capacity*, Londres, Routledge.
- Dalio, Ray (2021), *Principios para enfrentarse al nuevo orden mundial. Por qué triunfan y fracasan los países*, Barcelona, Deusto, 2022.
- Darvas, Zsolt y Catarina Martins (2022), «The ECB's monetary tightening: a belated start under uncertainty», (European Parliament) *Monetary Dialogue Papers*, 18 septiembre, <https://www.europarl.europa.eu/cmsdata/254142/QA-05-22-299-EN-N.pdf>.
- Eichengreen, Barry (2018), *The Populist Temptation: Economic Grievance and Political Reaction in the Modern*, Nueva York, NY, OUP.
- European Central Bank (2022), *Statistical Data Warehouse*, <https://sdw.ecb.europa.eu/>.
- European Commission. Directorate-General Economic and Financial Affairs (2022), *AMECO online*, [https://dashboard.tech.ec.europa.eu/qs\\_digit\\_dashboard\\_mt/public/sense/app/667e9fba-eea7-4d17-abf0-ef20f6994336/sheet/f38b3b42-402c-44a8-9264-9d422233add2/state/analysis/](https://dashboard.tech.ec.europa.eu/qs_digit_dashboard_mt/public/sense/app/667e9fba-eea7-4d17-abf0-ef20f6994336/sheet/f38b3b42-402c-44a8-9264-9d422233add2/state/analysis/).
- European Commission. Directorate-General Economic and Financial Affairs (2020), *Statistical Annex of European Economy*, Spring 2020, [https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/economy-finance/saee\\_spring\\_2020\\_0.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/economy-finance/saee_spring_2020_0.pdf).
- European Parliament. Directorate-General for Internal Policies. Economic Governance Support Unit (2022), *Recommendation on the Economic Policy of the Euro Area*, [https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2020/651379/IPOL\\_IDA\(2020\)651379\\_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2020/651379/IPOL_IDA(2020)651379_EN.pdf).
- Eurostat (2022), *Database*, <https://ec.europa.eu/eurostat/web/main/data/database>.
- González-Páramo, José Manuel (2021), «La política monetaria y la pandemia: claves del debate actual», *Papeles de Economía Española*, núm. 170:16-28.
- Gros, Daniel (2019), «Low Interest Rates and Public Borrowing», *Intereconomics*, vol. 54, núm. 5:273-274.
- Hernández de Cos, Pablo (2021), «A complete institutional architecture for a stronger policy mix», *A stronger policy mix for the euro area?*, European Commission webinar organised by DG ECFIN Directorate for Macroeconomic Policies, <https://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/Intervenciones-Publicas/Gobernador/Arc/Fic/hdc031221en.pdf>.
- James, Harold (2022), «Institutions - Moving to the Global?», *Econ-Pol Forum*, vol. 23, núm. 5, septiembre, págs. 56-64.
- Juncker, Jean-Claude y cols. (2015), *Informe de los cinco presidentes: Completar la unión económica y monetaria*, 22 de junio, [https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/5-presidents-report\\_es.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/5-presidents-report_es.pdf).
- Lionello, Luca (2020), *The Pursuit of Stability of the Euro Area as a Whole. The Reform of the European Economic Union and Perspectives of Fiscal Integration*, Cham, Switzerland, Springer.
- Martínez Mongay, Carlos y cols. (2021), «Elementos de discusión para una reforma de la gobernanza de la Unión Económica y Monetaria», Real Instituto Elcano, *Documento de Trabajo*, núm. 4.

Sanchis i Marco, Manuel (2014), *The Economics of the Monetary Union and the Eurozone Crisis*, Cham, Switzerland, Springer.

Sinn, Hans-Werner (2014), *On Bursting Bubbles, Budgets, and Beliefs*, Oxford, OUP.

Tuori, Karlo y Klaus Tuori (2014), *The Eurozone Crisis. A Constitutional Analysis*, Cambridge, CUP.

Tupy, Marian L. y Gale L. Pooley (2022), *Superabundance: The Story of Population Growth, Innovation, and Human Flourishing on an Infinitely Bountiful Planet*, Washington, DC, Cato Institute.

Van Middelaar, Luuk (2017), *Quand l'Europe improvise. Dix ans de crises politiques*, Paris, Gallimard, 2018.

Van Middelaar, Luuk (2009), *El paso hacia Europa. Historia de un comienzo*, Barcelona, Galaxia Gutenberg, 2013.

# EL EURO COMO OCASIÓN FAVORABLE HACIA LA UNIÓN EUROPEA

**José María Casado Raigón**

*Catedrático de Economía Aplicada*

*Cátedra Jean Monnet de Economía, Unión Europea*

## RESUMEN

Los tiempos difíciles que afronta la Unión Europea han propiciado que se multipliquen los EE.MM. de ideas incompatibles con el acervo comunitario. Estos se enfrentan entre sí separados por un frente europeísta y otro nacionalista.

Cuando han transcurrido más de nueve meses desde la invasión rusa de Ucrania, la Unión Europea intenta hacer frente, como cuestiones más urgentes, al desacoplamiento energético, a la inflación y a la lucha contra el cambio climático. Para responder a esos retos es necesario transformar las reglas fiscales, como parte sustantiva de la unión monetaria, cuestión difícil en la que existen fuertes enfrentamientos. No obstante, el devenir de la Unión demuestra que se avanza respondiendo a las crisis. Europa es como una bicicleta y necesita movimiento y mayor fuerza cuesta arriba.

Como no tiene sentido sacar de la evolución general de la UE la evolución del euro, la unión monetaria se nos presenta como el medio oportuno para lograr la unión política europea.

## PALABRAS CLAVE

Integración, Gradualidad, Intergubernamental, Método comunitario, Política monetaria.

## ABSTRACT

*The difficult times faced by the European Union have led to the multiplication of the US-MM with ideas that are incompatible with the Community acquis. These are facing each other separated by a pro-European and a nationalist front.*

*More than nine months after the Russian invasion of Ukraine, the European Union is trying to tackle, as the most urgent issues, energy decoupling, inflation and the fight against climate change. In order to meet these challenges, it is necessary to transform the fiscal rules as a substantive part of the monetary union, a difficult issue on which there are strong clashes. However, the evolution of the Union shows that progress is made by responding to crises. Europe is like a bicycle and needs movement and greater strength uphill.*

*As it does not make sense to take the evolution of the euro out of the general evolution of the EU, monetary union is presented to us as the appropriate means to achieve European political union.*

## KEY WORDS

*Integration, Gradualism, Intergovernmental, Community method, Monetary policy.*

## 1. Los límites de Europa y las posiciones divergentes ante Rusia

Cuando perentoriamente, con la invasión de Ucrania, Rusia ha cortado prácticamente todos los nexos con Occidente, la Unión Europea se hace cada vez más necesaria y urgente. El entendimiento con Rusia y su líder, Putin, se está haciendo imposible, entre otras razones, porque no da muestras de querer la paz, y como de estar gravemente confundido y encontrarse al frente de un Estado no viable. Oculto tras diversas máscaras que impiden tenerle confianza. Todo ello, en medio de un Estado policial, potente y tecnologizado, que controla todo el país, a pesar de sus diez franjas horarias. Su fragilidad institucional

y la debilidad de Rusia se deben a la fortaleza de Putin y su autoritarismo que, concentra todo el poder en sus manos, pretendiendo, además, que la opinión pública lo perciba como la encarnación de la voluntad popular. La solución del conflicto ruso-ucraniano parece pasar porque las partes ni ganen ni pierdan, en una especie de juego de suma cero, y que solo la guerra sea la única derrotada, aunque este sea un ejercicio de nomenclatura un tanto críptico y enrevesado.

La invasión de Ucrania ha puesto una vez más de manifiesto que la Unión Europea es un proyecto imprescindible y esencial para el presente y futuro del viejo continente. Tras el fin de la guerra fría, la situación política europea sigue abordando distintos problemas

y retos de cara al futuro; desde los nacionalismos a la inmigración, hasta llegar al papel que desempeña en los conflictos internacionales.

En esta tesitura conviene preguntarse: ¿cuáles son los límites de Europa? Se han dibujado muchas respuestas a esta pregunta, que parece ciertamente artificiosa al delimitar entre Europa, al Oeste, y Asia, al Este. El límite urálico entre Europa y Asia, el que soñaba para un entendimiento europeo Charles de Gaulle en los pasados años sesenta, con su propuesta *Del Atlántico a los Urales*, es irreal, puesto que se trata geográficamente de un único continente que se llama Eurasia; se trata de un límite no demasiado estricto y hay opiniones distintas –como la línea de Johnstone, a lo largo del río Yenisei, en plena Siberia–, que parecen política y biogeográficamente más consistentes y con mayor significado real.

En esta cuestión determinante, en la Europa occidental y del Este, se han mantenido posiciones diferentes, especialmente por parte de alemanes y franceses que, en ocasiones, han antepuesto para ello intereses propios. Por un lado, los franceses han buscado una fórmula para compensar la injerencia de EE.UU. en Europa occidental (con su retirada incluso de la estructura militar de la OTAN, que se mantuvo durante cuatro décadas: de De Gaulle a Sarkozy); y, de otro lado, los alemanes, con convicciones asentadas en su clase empresarial desde hace cinco décadas, que quieren explorar un camino pragmático de relación con su gigante vecino del Este. Con ello tienen también presente una antigua enseñanza del fundador de la Alemania moderna, Otto von Bismarck (1815-1898), que prescribía que la estabilidad europea pasa por no ir a la guerra con Rusia, de lo que resultaba una cautelosa postura frente a Moscú. Así, la división interna entre tan distinguidos Estados miembros de la Unión, en la que también en mayor o menor medida participan otros (especialmente, Polonia), se hace patente. Los temores sobre la seguridad energética del continente europeo juegan ahora un papel esencial, al continuar manteniéndose una persistente dependencia respecto a la provisión del gas ruso. Una debilidad incomprensible y decepcionante, si ponemos los ojos en perspectiva sobre las caóticas y confusas relaciones históricas ruso-europeas.

## 2. El nacimiento del euro hace veinte años

Como una lógica consecuencia de los avances habidos en la consolidación del mercado común europeo desde 1957 (creación de la Comunidad Económica Europea) y del impulso importante que supuso el Acta Única Europea de 1985, en 1988 tienen lugar los primeros pasos hacia una etapa más en el proceso gradual de integración que comparten los Estados miembros de la Unión Europea: La Unión Económica y Monetaria (UEM).

El proyecto de una Unión Económica y Monetaria nace de forma oficial en el año 1988, con el objetivo último de implantar una moneda única como continuación natural del mercado común que venía fortaleciéndose escalonadamente desde el principio de la construcción europea. Este paso permitiría que mercancías, personas, servicios y capitales –las cuatro libertades fundamentales para el funcionamiento de ese mercado– circularan más libremente sin barreras entre los Estados miembros. Y a medida que los intercambios y la circulación a través de Europa se iban generalizando, se hizo más ostensible que este mercado único se veía muy limitado por la variedad de monedas en circulación. Era, pues, necesaria una moneda única, fuerte y estable, que redujera los costes de las operaciones financieras, reforzara el papel de Europa a nivel internacional, facilitara todo tipo de transacciones y viajes, y, coadyuvara a la realización del progreso gradual de la integración en el mercado único europeo.

Aunque el arranque del proceso hacia la moneda única tiene lugar de forma oficial en 1988, desde finales de los años sesenta (Informe P. Werner, 1970), la Unión Económica y Monetaria (UEM) ha sido una ambición recurrente para la actual Unión Europea (UE) (por aquel entonces, CEE). El avance en el proceso de integración económica exigía la coordinación de las políticas económicas y presupuestarias, una política monetaria común y una moneda común como forma de facilitar el comercio transfronterizo para las empresas y de lograr mayores oportunidades y una gama más amplia de elecciones para los consumidores europeos.

No obstante, el compromiso político fue en ocasiones más débil que el que cabría esperar, así como las diferentes prioridades económicas de los Estados miem-

bros. Esas barreras políticas y económicas ralentizaron el camino. Se dieron algunos pasos intermedios cuyo principal objetivo fue reducir los efectos sobre las diferentes monedas europeas de las turbulencias en los mercados internacionales; así como reducir la amenaza que suponía para un pilar fundamental de la CEE, el sistema de precios comunes de la Política Agraria Común (PAC), la agitación de los mercados monetarios internacionales.

La elaboración del Plan Werner para la consecución de una unión económica y monetaria plena, coincidió con el colapso de los Acuerdos o Sistema de Bretton Woods de 1944, que habían tratado de poner fin al proteccionismo del periodo de entreguerras (1914-1945). En efecto, en 1971, el Gobierno de los EE.UU. decidió dejar fluctuar el dólar (devaluación del 8% en relación con el oro), lo que generó una ola de inestabilidad para las monedas extranjeras y alteró las paridades entre las monedas europeas. Con ello el proyecto de Unión Económica y Monetaria de Werner quedó frenado. Pero, de nuevo, en 1972, se pusieron en marcha otros impulsos para la integración monetaria que consistieron, en primer lugar, en la creación de la llamada *serpiente en el túnel*, mecanismo que permitía la fluctuación controlada de las monedas nacionales (como si de los zigzagueos de una serpiente se tratara), dentro de unos márgenes estrechos de oscilación frente al dólar (que marcaba los límites en el *túnel*). El mecanismo no tuvo gran éxito como experiencia hacia la unión monetaria, debido a una serie de factores que lo impidieron. Por un lado, la primera crisis del petróleo (1973), cuyo detonante fue la decisión de la OPEP (más Egipto, Siria y Túnez) de utilizar el crudo como arma de batalla para castigar a los países que apoyaban a Israel en la guerra de Yom Kippur (fecha conmemorativa judía), algo similar a lo que ha ocurrido medio siglo después con la energía (gas y petróleo) a causa de la invasión de Ucrania por Rusia. De otro lado, la debilidad del dólar y el fuerte aumento de la inflación y, tampoco hay que olvidar, las importantes diferencias entre las políticas económicas entre los países europeos. La *serpiente* fue rápidamente perdiendo a parte de sus miembros y quedó reducida a una zona de influencia del marco alemán, con los países del Benelux y Dinamarca.

En segundo lugar, después del escaso éxito de la serpiente monetaria, un nuevo aliento para crear una zona de estabilidad monetaria se renovó en la Cumbre de Bruselas en 1978 con la creación del Sistema Monetario Europeo (SME), que se basaba en la noción de tipos de cambio fijos pero ajustables, sin referencia al dólar, al contrario de lo que había ocurrido con la serpiente, lo que hizo más europeo el nuevo sistema. Todas las monedas de los Estados miembros, excepto Reino Unido (pero incluida la corona danesa), participaron en el Mecanismo de Tipos de Cambio (MTC-I) que se basaba en tipos centrales frente al ECU (European Currency Unit), que consistía en una media ponderada de las monedas participantes –cesta–, según la importancia del país y su fortaleza económica y monetaria. Se elaboró una parrilla de paridades de tipos bilaterales sobre la base de los tipos centrales expresados en ecus. El margen o banda de fluctuación permitido no podía superar el 2,25% por encima (+) o por debajo (-) de los tipos bilaterales, con la excepción de las llamadas divisas débiles como la lira italiana, desde el primer momento de la implantación del mecanismo, y, después, del dracma griega, la peseta española y el escudo portugués, disfrutando las cuatro de un margen mayor del +6%. Puede afirmarse, sin ambages, que el SME redujo la variabilidad del tipo de cambio y logró una cierta estabilidad monetaria, aunque debido a algunos ataques especulativos sobre varias monedas del sistema, en 1993 hubo que ampliar hasta el 15% los márgenes de fluctuación para todas ellas.

El impulso al Mercado Interior en 1985 con el Acta Única Europea puso meridianamente de manifiesto que, definitivamente, había que reducir los costes de la conversión monetaria entre divisas y eliminar, de una vez por todas, las incertidumbres generadas por las fluctuaciones de los tipos de cambio. En suma, había que acabar con el denominado *triángulo imposible*, que expresaba la incompatibilidad existente entre, en primer lugar, la libre circulación de capitales (como pilar fundamental para el funcionamiento del mercado único, junto a los otros tres pilares referidos a la libertad de circulación de mercancías, personas y servicios), la estabilidad de los tipos de cambio y las políticas monetarias independientes.

**Cuadro 1**

**Países de la Unión Europea y de la Unión Monetaria por habitantes, 2022**

País	Entrada en la UE	Entrada en el euro	Habitantes	Antigua moneda
Alemania	1957	2002	83.237.124	Marco alemán
Francia	1957	2002	67.842.582	Franco francés
Italia	1957	2002	58.983.122	Lira italiana
España	1986	2002	47.432.805	Peseta española
Polonia	2004	–	37.654.247	Zloty
Rumanía	2007	–	19.038.098	Leu rumano
Países Bajos	1957	2002	17.590.672	Florín neerlandés
Bélgica	1957	2002	11.631.136	Franco belga
Grecia	1981	2002	10.603.810	Dracma griega
Chequia	2004	–	10.516.707	Corona checa
Suecia	1995	–	10.452.326	Corona sueca
Portugal	1986	2002	10.352.042	Escudo portugués
Hungría	2004	–	9.689.010	Forinto
Austria	1995	2002	8.978.929	Chelín austriaco
Bulgaria	2007	–	6.838.937	Lev
Dinamarca	1973	–	5.873.420	Corona danesa
Finlandia	1995	2002	5.548.241	Marco finlandés
Eslovaquia	2004	2007	5.434.712	Tólar esloveno
Irlanda	1973	2002	5.060.005	Libra irlandesa
Croacia	2013	2023	3.879.074	Kuna
Lituania	2004	2015	2.805.998	Litas lituana
Eslovenia	2004	2009	2.107.180	Corona eslovaca
Letonia	2004	2014	1.875.757	Lats letón
Estonia	2004	2011	1.331.796	Corona estonia
Chipre	2004	2008	904.705	Libra chipriota
Luxemburgo	1957	2002	645.397	Franco luxemburgués
Malta	2004	2008	520.971	Lira maltesa

*Nota:* Aunque no forman parte de la zona euro, Andorra (84.525 hab./franco francés y peseta), Liechtenstein (34.761 hab./franco suizo), San Marino (31.817 hab./lira italiana), Mónaco (32.796 hab./franco francés) y Ciudad del Vaticano (824 hab./lira italiana), han adoptado el euro como moneda nacional en virtud de acuerdos monetarios específicos con la UE y pueden emitir sus propias monedas de euro, dentro de determinados límites.

*Fuente:* Statista y elaboración propia.

Superadas estas dos previas e interesantes experiencias de la *serpiente* y del SME, el informe Delors (1989), proponía firmes medidas para la introducción de la Unión Económica y Monetaria europea en tres etapas sucesivas. Fueron necesarios cambios sustantivos en los Tratados anteriores y la adopción de un nuevo Tratado (Tratado de la Unión Europea, Maastricht, 1991 y 1993). La primera etapa (01-07-1990 a 31-12-1993) establecería de manera inmediata la libre circulación de capitales entre Estados miembros. La segunda (01-01-1994 a 31-12-1998) consistió en la convergencia de las políticas económicas de los Estados miembros de la UE y coordinación de las políticas monetarias con la creación del Instituto Monetario Europeo, que obligaba a la cooperación e independencia de los Bancos Centrales Nacionales. Finalmente, en la tercera fase (a partir del 01-01-1999) se aplicó una política monetaria común (Eurosistema), e introducción gradual de los billetes y monedas del euro, primero virtualmente (01-01-1999 a 31-12-2001), y luego de manera efectiva y real a partir del comienzo del año 2002.

Cuando en 1999 se lanza el euro y, en 2002, se sustituyen los billetes y monedas nacionales, la Unión Europea, no solo alcanzaba una etapa clave hacia el logro de un mercado único europeo, sino que también daba un paso de gigante hacia la integración política y económica. Aunque este obligado proceso hacia una mayor consolidación europea (que algunos incluso han denominado inevitable error, siguiendo a Kinderberger) adolecía en un principio de defectos, estos se han venido suavizando con el tiempo y una mayor o menor voluntad política para seguir profundizando en la construcción europea. Para empezar, la primera adscripción de Estados miembros, cuando algunos de ellos no cumplían los límites fijados tanto con el Tratado de Maastricht como en el posterior Pacto de Estabilidad y Crecimiento, se decidió hacerla con criterios laxos y relajados, poco estrictos. Además, en aquel momento decisivo, los países más influyentes e importantes, algunos de ellos también afectados por la inobservancia, estaban dispuestos a evitar decisiones impopulares y poco gratas. Entre unos y otros se encontraban países como Italia, España, Portugal, Irlanda y Grecia y, entre los más importantes y partidarios de la idea europea se tenía la convicción de que los problemas no eran insuperables, porque esperaban

que la unión monetaria condujera a evitarlos. No obstante, la crisis financiera mundial de 2009, la mayor desde los años treinta, hizo que los problemas no tardaran en hacerse patentes y hubo de crearse un fondo de rescate de emergencia, que más tarde se convertiría en el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE). La mayoría de los referidos países se vieron obligados a acogerse a programas de rescate.

Puede afirmarse que el cambio de tendencia –el punto de inflexión– tuvo lugar cuando el presidente del Banco Central Europeo, Mario Draghi, afirmó que la institución *estaba dispuesta a hacer lo que fuera necesario para preservar el euro*. En la misma línea, el Informe de los Cinco Presidentes de 2015 (Comisión Europea, Consejo Europeo, Eurogrupo/Ministros de Finanzas, Banco Central Europeo y Parlamento Europeo) proponía una integración más profunda de la zona euro. Hay acuerdo, pues, en que se necesita una mayor integración, pero existe desacuerdo en cómo hacerlo. Pero Brunnermeier M. y otros, en un libro titulado *El euro y la batalla de las ideas*, muestran que existen profundas diferencias sobre los dos grandes países europeos –Alemania y Francia– sobre cómo debe gestionarse esa mayor integración. Los franceses resistiéndose a imponer mayores restricciones fiscales a los gobiernos y, los alemanes, además de preferir la disciplina y las normas, defendían que un seguro de depósito común, un presupuesto para la eurozona y eurobonos, no serán otra cosa que transferencias a los incumplidores.

### 3. Horizontes económicos y políticos de la unión monetaria

Con la unión económica y monetaria europea se trata, por una parte, de llevar a cabo impulsos y tendencias que podemos denominar escalonadas y sucesivas para la finalización de la unidad de mercado, y otros, de naturaleza específicamente cualitativa, que entrañan una integración política y, por tanto, una cesión de soberanía desde los Estados miembros a la organización supranacional. Aun reconociendo que unos y otros se mezclan en un solo recorrido con sus múltiples interrelaciones e interferencias, el horizonte final en el caso de la UE es la unión política, que más allá del fortalecimiento intergubernamental, o de estrecha cooperación, pretende la



conformación de un nuevo Estado soberano integrado por sus Estados miembros de manera irreversible. La unidad monetaria europea es un paso cualitativo hacia la independencia, con un poder de competencia total en ese ámbito, como también lo son, junto a la Moneda, la Hacienda Pública y la Defensa, cada uno de ellos alcanzados en mayor o menor medida.

Sin duda que la unidad monetaria europea es el ejemplo más conseguido del proceso de integración europea de entre las tres citadas funciones. Las otras dos siguen un curso gradual de lenta e incompleta trayectoria en los que la cesión de soberanía por los Estados miembros presenta mayores reticencias e, incluso, dificultades y obstáculos.

El horizonte para lograr un mercado único capitalista, contiene en su esencia, un perenne vendaval de destrucción masiva y creadora, como señalaba el economista austriaco Joseph A. Shumpeter, siguiendo la obra de K. Marx, aunque este último no utilizaba, de manera explícita, el término de destrucción creadora. El mercado y su procedencia, el capitalismo, es por naturaleza una forma o método de cambio económico no estacionario ni inmóvil, un paso continuo hacia una mayor autoridad. Aunque nos encontramos ante una fuerte interrelación en un todo, en esencia, se trata de un tipo de autoridad suprema que posee el poder último e inapelable sobre algún sistema de gobernabilidad. En la medida que la soberanía es autogobierno e independencia, podemos afirmar que la unión monetaria europea es una etapa decisiva hacia la soberanía de Europa Unida, que procede de las tendencias destructuras-creativas de la economía de mercado y el propio capitalismo. En su obra *El poder de la destrucción masiva. ¿Qué impulsa el crecimiento económico?*, Aghion, PH., Antonin, C., y Bunel, S., demuestran en un gráfico, con datos de diecisiete países de Europa, la correlación positiva entre crecimiento y tasa de destrucción masiva, en la que un emprendedor shum-peteriano, con sus posibilidades de fracaso, encuentra éxito si logra la forma de sobrevivir. Podría establecerse cierto paragon con la desaparición de las monedas nacionales y la adopción de una moneda única.

Los veinte países independientes que actualmente integran la unión monetaria europea han necesitado unas cuantas reglas por el momento, para superar los obstá-

culos. Los principales se encuentran en nuevas normas fiscales en la búsqueda de federalismo. En la línea de lo ocurrido en EE.UU. en tiempos de A. Hamilton, hace más de dos siglos, la Unión Europea tendría que convertirse en un árbitro más político de las normas fiscales del bloque que, de manera inmediata requieren una actualización, urgente, tras la pandemia, cuando el empeoramiento de las finanzas públicas ha llegado a límites muy considerables. La pandemia y la posterior crisis de dependencia energética han tenido efectos económicos y políticos muy negativos y han añadido nuevos argumentos a la necesaria conexión fiscal europea. El reciente cambio iniciado por el Banco Central Europeo para convertirse en prestamista en última instancia con el nuevo programa de compra de bonos (TPI), hace estrictamente necesario, para L. Garicano, (Universidad de Columbia), tener un marco fiscal creíble y es la condición sine qua non para poder optar a la compra de bonos del BCE, es decir, el cumplimiento de las normas fiscales europeas. Hay que evitar que los gobiernos gasten demasiado.

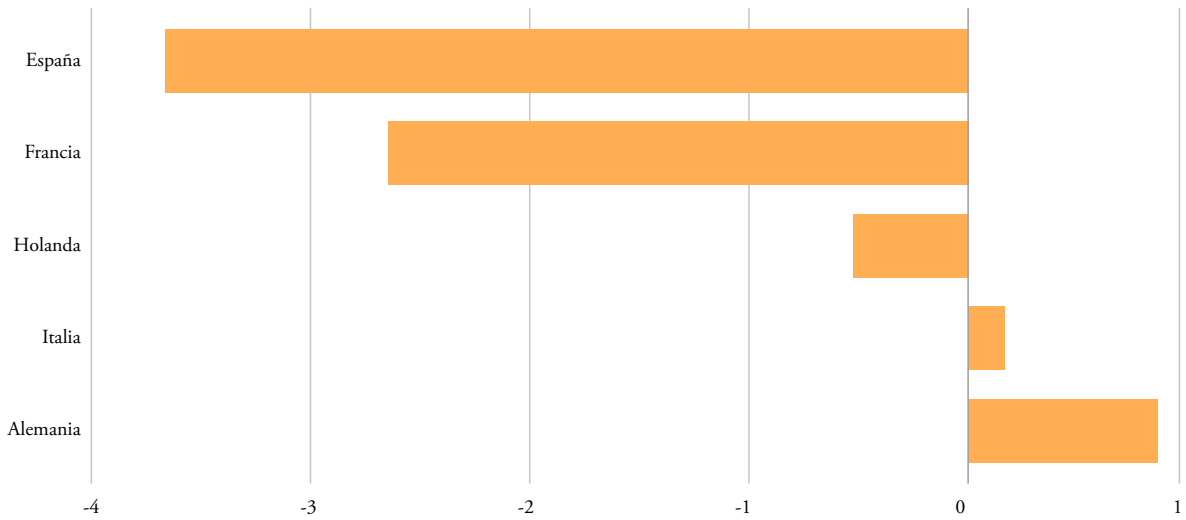
Otro elemento del nuevo escenario es el fondo de recuperación por la crisis debida a la pandemia, que alcanza para el conjunto de la eurozona la respetable cifra de 807.000 millones de euros, financiada con deuda común de la Unión Europea, a la que, en referencia a lo ocurrido en los EE.UU., en tiempos de George Washington, algunos denominan como *el momento hamiltoniano de Europa*, en pro de la federación fiscal. El respaldo del BCE se hace depender, pues, de los planes fiscales de los miembros de la eurozona. Bruselas establece una senda de gasto público neto que sea adecuada y acorde con la situación del Estado miembro. Todo ello pasa porque los organismos nacionales de control fiscal sean más fuertes –la AIREF, en España–, a lo que se añade la posible evaluación de los planes fiscales nacionales por el resto de países. Aquí, como en otras tantas cuestiones, las posiciones de los Estados miembros están encontradas desde la actitud más dura de Alemania, pasando por Países Bajos/Holanda y llegando a otros que se encuentran mucho más abiertos a una línea de consenso.

El economista liberal clásico francés Jacques Rueff (1896-1978) afirmaba incansablemente que una moneda eficaz es la condición de la libertad y, a mediados

**Gráfico 1**

**Saldo presupuestario primario medio anual de las administraciones públicas, 2012-2021**

Datos en porcentaje del PIB



Fuente: *The Economist*, 11-11-2022.

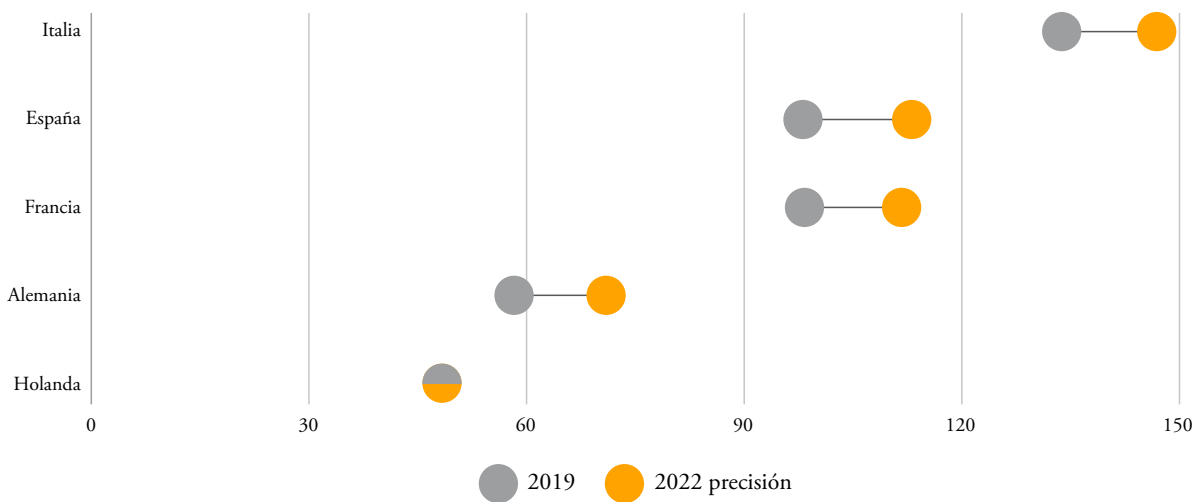
del siglo pasado, en los primeros balbuceos de la construcción europea, declaraba que *Europa se hará con una moneda, o no se hará*. Desde 1944 fue miembro de la Academia de Ciencia Morales y Políticas. Ocupó al-

tos cargos en la CECA y en la Corte de Justicia de la CEE. Teórico de la economía liberal, fue próximo a Ludwig von Mises (1881-1973) y la Escuela Austriaca y opuesto a Keynes y sus seguidores.

**Gráfico 2**

**Deuda del Gobierno**

Datos en porcentaje del PIB



Fuente: *The Economist*, 11-11-2022.

Lo cierto es que el más fuerte impulso recibido hasta ahora por el proceso de construcción europea tiene su principal hito en la creación de la moneda única (Tratado de Maastricht, 1992). Puede que ello se debiera, por una parte, a que Francia y F. Mitterrand aceptaran la unificación alemana y, a cambio, Alemania y Helmut Kohl renunciaron al solvente marco alemán en favor del euro. Fueron muchos los intentos anteriores que no consolidaron hasta aquella fecha, de la que hace ahora treinta años. Como ya se ha apuntado, la ruptura el 15 de agosto de 1971, ante la presencia de cuantiosos y persistentes déficits de Estados Unidos, del Acuerdo de Bretton Woods (1945), que establecía un tipo de cambio fijo anclado en la moneda verde americana, dio fin a este proyecto internacional.

#### 4. Einstein en el XX Aniversario de la moneda única

Aunque en este año 2022 se cumple el XX Aniversario de la introducción de la moneda única europea –euro y unión monetaria–, su historia funde sus raíces, como se ha mencionado, medio siglo atrás, cuando P. Werner, en 1970, propone un plan para alcanzarla, aunque este no se pone en marcha hasta veinte años más tarde en la Cumbre Europea de Madrid (1989), según el cronograma en tres fases presentado por J. Delors, que finalizaría en 1999, cuando el euro –así se denominaría la nueva unidad monetaria– se convierte en la marca oficial de la moneda única europea integrada por once países/Estados miembros de la Unión Europea, hasta los veinte actuales –eurozona– de los veintisiete Estados que la forman. Definitivamente, en 2002, comienza su circulación efectiva, de lo que ahora se cumplen veinte años.

Después de ese largo y laborioso camino, desde los once iniciales (2002) hasta los veinte actuales (incorporados en 2004, 2007, 2013 y 2023), todos estos países han sustituido sus monedas nacionales por una moneda única, el euro, cuyos billetes se emiten conjuntamente a los bancos centrales de la zona euro.

Gradualmente, siguiendo el tradicional esquema multietápico de integración fijado por el canadiense J. Viner (1892-1970) y el húngaro B. Balassa, entre otros, el transcurso arranca formalmente, en 1957, con el

Tratado de Roma. Un proceso sui géneris de integración o de construcción europea que va desde la Unión Aduanera (aranceles comunes frente a terceros) hasta la integración económica regida por políticas económicas comunes que requieren una organización institucional supranacional con poderes efectivos.

Con distinto grado de acierto y profundización, la Unión Europea ha ido superando estas etapas desde el impulso de una decidida cooperación económica hasta el logro de un proceso creciente de unión económica en el que los Estados miembros han renunciado a parte de su soberanía en favor a la Unión Europea, a la que han dotado determinadas competencias –exclusivas, compartidas y de apoyo o colaboración–, más o menos independientes de los Estados miembros. Podemos afirmar en la actualidad que la UE es una Unión Aduanera que trata de ahondar definitivamente en su unión económica y monetaria, teniendo como horizonte su unión política.

En plena posguerra, la que podemos denominar *guerra civil europea*, las primeras tentativas en el camino hacia una Unión Política europea se producen en el Congreso de La Haya de 1948, en el marco del Consejo de Europa. Se adopta en aquel momento una importante resolución política: *Ningún esfuerzo para reconstruir Europa sobre la base de soberanías nacionales, rígidamente divididas, pueden tener éxito (...). Las naciones de Europa deben crear una unión política y económica para mantener su seguridad, su independencia económica y su progreso social; para este fin, los Estados deben acordar la fusión de algunos de sus derechos soberanos.*

Pronto se pusieron de manifiesto filosofías políticas diferentes que se sostenían entre opiniones distintas: desde el principio de cooperación intergubernamental entre Estados soberanos e independientes hasta una genuina y verdadera integración política con cesión de soberanía a unas nuevas instituciones supranacionales. Con este último objetivo se pretendía un escenario político de futuro, sin duda ambicioso y complejo, pero inaplazable. O, al menos, un federalismo intergubernamental como el antes referido, simétrico e incremental que pusiera en marcha el método comunitario como perspectiva más pragmática y recomendable.

El proceso gradual de la integración europea ha estado regido por la funcionalidad a lo largo de sus ya casi tres cuartos de siglo de existencia (1950-2022), en un juego de sucesivos *inputs* para conseguir los necesarios *outputs* o etapas de una integración económica escalonada, con ribetes de integración política. Su más concreta y última expresión es la integración monetaria, que ha supuesto la adopción del euro en veinte de los veintisiete Estados miembros actuales, formando las siete restantes, a través de Mecanismo de Tipos de Cambio –MTC-2–, un área de influencia directa, pendientes de incorporación.

Mientras tanto, la crisis actual ha erosionado el proceso de construcción europea, que se ha vuelto más complicado y difícil. Sus efectos secundarios y colaterales se están dejando sentir. Aunque el horizonte hacia una mayor integración política sea incierto, siempre nos queda la opción de la incrementalidad, es decir, la continuación de lo que ya hemos logrado. Para ello entendemos que la unión económica y monetaria es una vía transitable porque recoge las exigencias de las fuerzas del mercado y la necesaria soberanía económica y autonomía estratégica, en un mundo bipolar. Y, supone, al mismo tiempo, un avance más allá de lo económico, por la propia interrelación de las dimensiones económicas y políticas, con el impulso de unas a otras, y viceversa. Ese camino sería, además, más acorde con el llamado *método comunitario*, y conduciría a una política propia en el campo económico, monetario y político. La defensa y profundización en la soberanía monetaria europea guiaría hacia la cada vez más necesaria unión política e integración plena de Europa. El euro es, sobre todo, en la actualidad, un símbolo inequívoco de la unidad europea. Y es también la moneda del futuro porque en los próximos años también se convertirá en una moneda digital por la rápida digitalización de la economía y el desarrollo de las monedas virtuales que respondan a los grandes desafíos económicos. Albert Einstein (1879-1955) decía en una carta a su hijo Eduard (1930) que *La vida es como andar en bicicleta. Para mantener el equilibrio, debes seguir moviéndote; si te paras, te caes*. La UE es un camino a *continuum* que

explica cómo varía el proceso de integración a través de una transición progresiva en un espacio de tiempo determinado y que abarca simultáneamente a todas las áreas o facetas que lo conforman, tanto en el terreno de las formas como de los contenidos. Como la metáfora de la bicicleta, es una cuestión de equilibrio. O mejor dicho, una vez que te montas en la misma y comienzas a moverte, te das cuenta de que es realmente una sucesión de desequilibrios la que permite, paradójicamente, mantener el equilibrio y avanzar. Siguiendo con A. Einstein, *si te preocupas caerte de la bicicleta, nunca te subirás*.

Para finalizar, añadiré a modo de resumen, que el camino hacia una unión cada vez más estrecha para desembocar en el Estado europeo, ha seguido avances importantes o estancamientos, pero nunca retrocesos. Es lo que diferencia a la UE de otros procesos de integración seguidos en el mundo, si exceptuamos épocas ya muy pretéritas.

## BIBLIOGRAFÍA

- Aghión, Ph.; Antonin, C. y Bunel, S. (2021), *El poder de la destrucción creativa. ¿Qué impulsa el crecimiento económico?*, Ediciones Deusto.
- Balassa, B. A. (1961), *Teoría de la integración económica*.
- Benzo, A. (2013), «Construir una unión bancaria», *Papeles de Economía Española*, núm. 137, Funcas, Madrid, págs. 28-42.
- Brunnermeier, M.; James, H. y Landau, J. P. (2018), *El euro y la batalla de las ideas*, Ediciones Deusto S.A. (Princeton University Press).
- Chacholiades, M. (1990), *Economía internacional*. Mc Graw Hill México, 1990. 677 p.
- Hamilton, A.; Madison, J. y Jay, J. (1787-1788), *The Federalist Papers* (85 ensayos). Varias ediciones en inglés y español en diferentes años.
- Kilderberger, Ch. P. (1975), *Economía internacional*. Ed. Aguilar. 670 p.
- Rueff, J. (1972), *El pecado monetario de Occidente*. Ed. Dopesa. 225 p.
- Tietmeyer, H. (1998), «Consecuencias políticas de la unión monetaria para la Unión Europea y para Europa», *Revista de Fomento Social*, núm. 210, págs. 271-284.
- Viner, J. (1961), *Comercio internacional y desarrollo económico*. Ed. Tecnos.

## LA PERCEPCIÓN DEL EURO COMO MONEDA REFERENTE

**Ana M. López**

*Instituto L. R. Klein, UAM*

**Gemma Durán Romero**

*Presidenta del Observatorio de Sostenibilidad y Economía Circular, Colegio de Economistas de Madrid*

### RESUMEN

La puesta en circulación del euro como moneda de curso legal en la eurozona, el 1 de enero de 2002, supuso un cambio trascendental en todos los países adheridos y, por supuesto, en la nueva referencia en el cambio frente a otras divisas. Desde entonces, el euro, la moneda que simboliza una Europa más unida, ha sido cuestionada y sometida a numerosas evaluaciones, algunas acerca de los impactos negativos y/o positivos que podría tener y otras referidas a su aceptación. Lo cierto es que la mayoría de los ciudadanos de la Unión Europea están a favor del euro, y su apoyo no ha perdido posiciones pese a la crisis financiera y económica, no solo por el temor a abandonar lo ya conocido después de veinte años, también por las ventajas que supone en términos de estabilidad o beneficios materiales, no siempre contemplados por sus detractores o por quienes lo calificaron de experimento fallido de unión monetaria o incluso señalaron la conveniencia de abandonar el euro para salvar Europa, nada más lejos de la realidad.

### PALABRAS CLAVE

UEM, Euro, Moneda, Divisa, Eurobarómetro, Percepción, Encuestas.

### ABSTRACT

*The entry into circulation of the euro as legal tender in the eurozone, on January 1, 2002, represented a transcendental change in all the member countries and, of course, in the new reference in the exchange rate against other currencies. Since then, the euro, the currency that symbolizes a more united Europe, has been questioned and subjected to numerous evaluations, some regarding the negative and/or positive impacts it could have and others regarding its acceptance. The truth is that the majority of the citizens of the European Union are in favour of the euro, and their support has not lost ground despite the financial and economic crisis, not only because of the fear of abandoning what is already known after twenty years, but also due to the advantages it entails in terms of stability or material benefits, not always contemplated by its detractors or by those who described it as a failed experiment in monetary union or even pointed out the advisability of abandoning the euro to save Europe, nothing could be further from the truth.*

### KEY WORDS

*EMU, Euro, Currency, Eurobarometer, Perception, Surveys.*

### 1. Introducción

La Unión Económica y Monetaria (UEM) quedó establecida el 1 de enero de 1999, previa decisión adoptada por el Consejo de la Unión Europea el 2 de mayo de 1998, constituida inicialmente por once países que cumplieron los requisitos macroeconómicos establecidos o criterios de convergencia (1), entre los que se encontraba, y así permanece, España, compartiendo una nueva moneda en común, el euro, y, en consecuencia, una política monetaria única que suponía el camino hacia una nueva Europa más cohesionada e integrada y con un fortalecimiento de las acciones económicas comunes.

A partir del 1 de enero de 2002, la puesta en circulación efectiva del euro supuso un cambio trascendental en todos los países adheridos y, por supuesto, en la nueva referencia en el cambio frente a otras divisas. Durante dos meses, en cada país adherido a la UEM, convivieron el euro y las monedas nacionales en curso aún vigentes hasta que en marzo de 2002 el euro se conformó como la única moneda válida en la UEM para las transacciones comerciales y económicas (aunque, obviamente, a la par que la retirada de la circulación de las antiguas monedas se dispuso un plazo para poder intercambiarlas pues conservaban su valor). Una nota de prensa del Banco de España de finales de febrero de 2002 señalaba que el proceso de

cambio progresaba con más celeridad de la planteada pues ya se habían retirado de la circulación billetes y monedas en pesetas por un importe que representaba un 86% del valor de la circulación al final de 2001. En España, el 30 de junio de 2021 fue la fecha en que el Banco de España finalizó la conversión de las monedas en pesetas que aún quedaban en los bolsillos de los ciudadanos por su correspondiente valor en euros, al tipo de conversión fijado inicialmente.

Desde entonces, el euro, la moneda que simboliza una Europa más unida, al menos de los países que la acogieron como su nueva divisa en sustitución de las monedas locales, ha sido sometida a numerosas evaluaciones, algunas acerca de los impactos negativos y/o positivos que podría tener y otras referidas a su aceptación por la ciudadanía (Vidal, 1998; López y cols., 1997; Elías, 1997). En efecto, conviene recordar que la puesta en circulación de las nuevas monedas y billetes de euro en España en enero de 2002, y que supuso la inmediata conversión de los precios en pesetas a su valoración en euros, fue acogida con cierta reserva, tanto por el cambio implícito y la inicial dificultad de adaptación a la nueva moneda (que convivía con la aplicación de reglas mnemotécnicas para la conversión y comprensión del cambio) como por el impacto inmediato que tuvo, por ejemplo, en la elevación de los precios de consumo al producirse el efecto de redondeo (2) y de búsqueda de valoraciones de precios más atractivas desde el punto de vista del *marketing* y de la percepción de los consumidores.

De hecho, un informe de la Comisión Europea (Eurobarómetro de noviembre de 2001) refleja que un 67% de los ciudadanos europeos encuestados manifestaba su sensación acerca de que los precios convertidos a euros serían redondeados al alza. Además, los costes de implantación del euro y de la adecuación al mismo consecuente con las modificaciones derivadas (etiquetado, contabilidad, adaptación de máquinas expendedoras automáticas...) también suponían un efecto al alza en los precios, como así quedó constatado en diversos estudios que, no obstante, matizaron como moderado el impacto y, en todo caso, transitorio (Álvarez y cols., 2001; Álvarez y cols., 2004).

Por tanto, desde antes de la introducción del euro en circulación como moneda única en la UEM ya se iniciaron encuestas para valorar la percepción de los ciudadanos, un proceso que ha continuado a lo largo de estas dos décadas de existencia y objeto, precisamente, de reflexión en este artículo. En el apartado siguiente haremos referencia a la creciente importancia del euro como moneda de reserva para pasar a comentar las opiniones recabadas en los análisis realizados por la Comisión Europea referidos a la percepción y apoyo a la moneda, para finalizar con unas conclusiones.

## 2. La importancia progresiva del euro como moneda de reserva

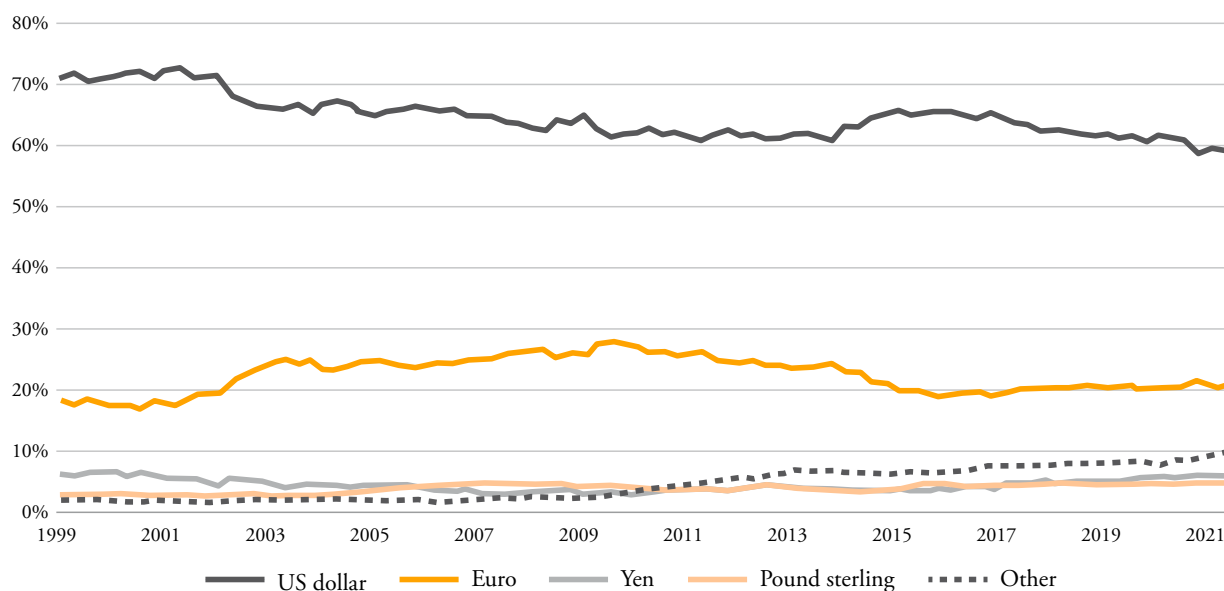
En la actualidad, el euro es la moneda oficial de veinte (3) de los veintisiete países que son miembros de la Unión Europea (UE), denominándose eurozona o zona del euro y concentrando una población en torno a 341 millones de personas cuya moneda es el euro, hecho que la convierte en la segunda moneda más utilizada en la comparativa mundial, por detrás del dólar estadounidense que es, además, la moneda de reserva más utilizada (cerca del 59% de todas las reservas internacionales). Así, el dólar y el euro suponen el 80% de los depósitos o monedas de reserva que poseen los Estados, que junto con el oro o derechos especiales de giro constituyen el principal activo de las reservas de un país (gráfico 1).

Es importante, considerar que el euro ha ido ganando cuota paulatinamente en los últimos años mientras se apreciaba una cierta pérdida de hegemonía del dólar como moneda de reserva. No obstante, no es una consecuencia directa. Además, se aprecia en el gráfico 1 que, aunque se ha producido un aumento de la proporción de reservas en euros tras el cambio de siglo, no ha sido una evolución sostenida en el tiempo. Así lo recoge un informe del FMI (Arslanalp y cols., 2022), donde se documenta un descenso de la proporción en dólares de las reservas internacionales desde principios de siglo (de un 71% en 1999 a un 59% en 2021), promovido por la diversificación de la cartera por parte de los gestores de reservas de los bancos centrales, en busca de otros patrones de mo-

### Gráfico 1

#### Composición por monedas de las reservas mundiales de divisas 1999-2021

Datos en porcentaje



Fuente: Arslanalp y cols., 2022, FMI.

neda. Es decir, no se justifica como una consecuencia directa de las variaciones de los tipos de cambio y de interés, o por la acumulación de reservas en un grupo de bancos centrales.

Pese a lo que podría suponerse a priori, se constata que la disminución de la participación del dólar no ha ido acompañada de un aumento de la presencia de la libra esterlina, el yen y el euro, monedas que, junto con el dólar, han constituido históricamente los derechos especiales de giro del FMI. Curiosamente, o casualmente, la salida de dólares se ha producido en dos direcciones: una cuarta parte hacia el renminbi chino y tres cuartas partes hacia las monedas de reserva correspondientes a países más pequeños que, sin duda, han desempeñado tradicionalmente un papel más limitado como monedas de reserva: el dólar australiano, el dólar canadiense, el won coreano, el dólar de Singapur y la corona sueca.

En cualquier caso, las consideraciones apuntadas señalan hacia la progresiva importancia en términos de posicionamiento económico del euro como una moneda de reserva a lo largo de estos veinte años, aunque aún

sin llegar a alcanzar las expectativas de desempeñar un papel internacional más importante que incluso llegase a desafiar la posición del dólar (Chinn y Frankel, 2008). Cuestión aparte es la valoración o percepción subjetiva de la ciudadanía, su apoyo al euro, que abordamos en el siguiente epígrafe.

### 3. La percepción del euro: el apoyo de la ciudadanía

Como señalábamos, la Comisión Europea consideró desde el primer momento la oportunidad y conveniencia de medir el pulso a la ciudadanía sobre la valoración de la moneda única, más allá de la comodidad que supone no tener que realizar un cambio de moneda al desplazarse por Europa y facilitar, por tanto, los intercambios comerciales a la par que generar una identidad común. De hecho, una moneda común reduce las comisiones bancarias, simplifica la contabilidad en los negocios y facilita la comparativa de precios al realizar compras en los distintos países de la UE (Malo de Molina, 1997).

Así, desde la introducción del euro en 2002, la Comisión Europea ha realizado periódicamente encuestas que miden la percepción de la moneda por parte de los ciudadanos de los países de la zona del euro, con la finalidad de poner de manifiesto el grado de apoyo al euro a escala nacional (de cada país miembro) y de la UE en su conjunto, así como opiniones sobre su impacto en la identidad europea y el fortalecimiento del sentimiento de europeización (4).

No obstante, es importante constatar que desde 1974 la Comisión Europea elabora el Eurobarómetro como instrumento de sondeo utilizado por el Parlamento Europeo, la propia Comisión y otras instituciones y agencias de la UE para hacer un seguimiento periódico del estado de la opinión pública en Europa, fundamentalmente sobre cuestiones relacionadas con la Unión Europea, así como de las actitudes sobre temas de carácter político o social. En sus inicios fue concebido como un medio definido para *revelar a los europeos ante sí mismos*. Desde entonces ha evolucionado y se ha ampliado considerablemente con diferentes herramientas de encuesta y de

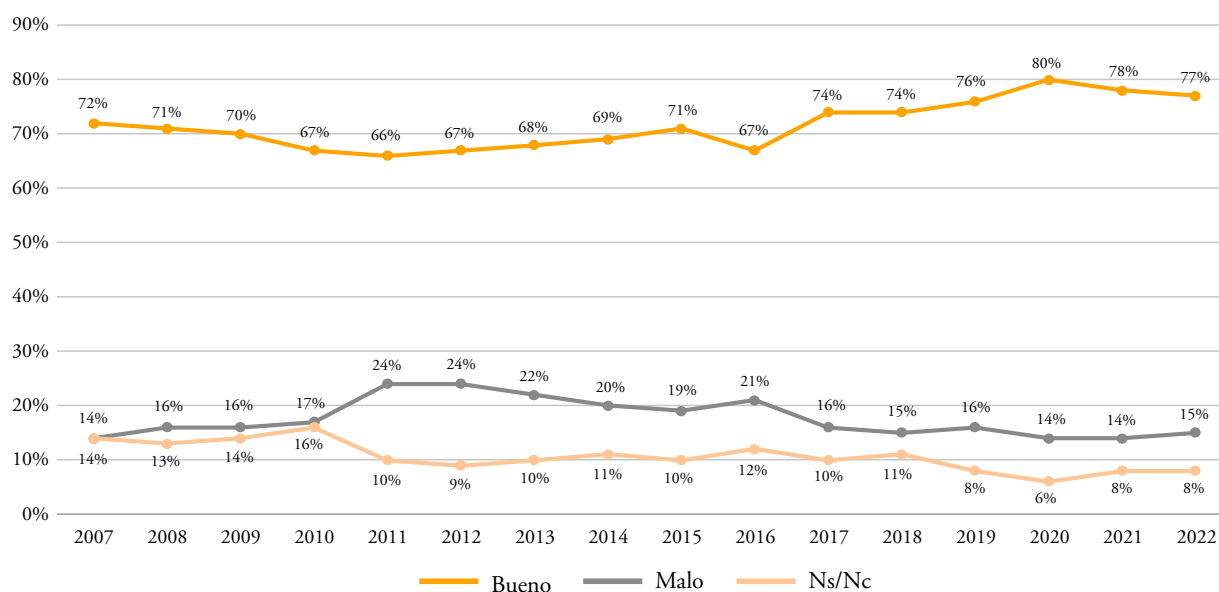
cobertura geográfica, de forma que proporciona datos con periodicidad regular y pertinentes para los expertos en opinión pública y la ciudadanía en general.

Así, en el Eurobarómetro se recoge la percepción respecto a la consideración del euro como algo beneficioso para el conjunto de la Unión Europea. La pregunta que se realiza es bien simple: ¿Piensa que el euro es bueno o malo para el conjunto de la UE? En el gráfico 2 se muestra la evolución de los últimos años, resultando interesante la correspondencia entre la percepción y las distintas situaciones de crisis y recuperación económica.

En el último Eurobarómetro consultado, correspondiente a la fecha de finales del año 2022, a la pregunta de la pertinencia o bondad del euro para la UE, el 77% de los encuestados confirma que tener el euro es algo bueno, sin cambios significativos respecto al periodo similar de encuesta de 2021, aunque inferior a la evaluación de 2020 (un 80% apoyaron el euro) donde las acciones conjuntas de la UE en la crisis de la covid-19, sin duda, mejoraron la percepción del posicionamiento

**Gráfico 2**  
**Percepción del euro como moneda única, 2007-2022**  
**¿Tener el euro es bueno o malo para el conjunto de la UE?**

Datos en porcentaje de encuestados



Fuente: Comisión Europea, Eurobarómetro.

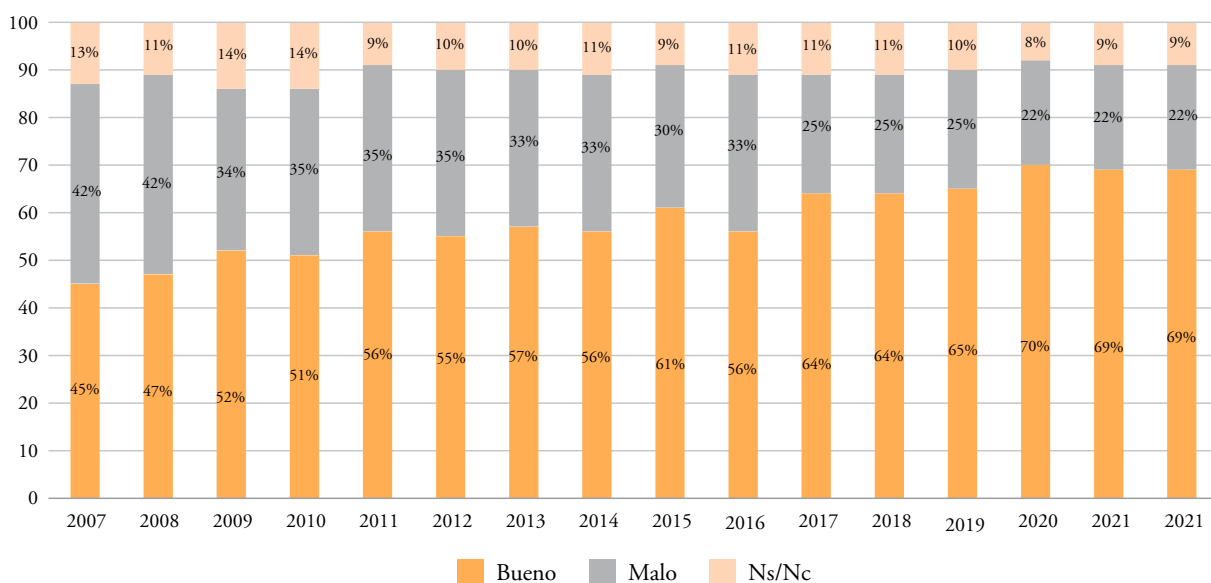


**Gráfico 3**

**Percepción del euro como moneda única, 2007-2022**

**¿Tener el euro es bueno o malo para su país?**

Datos en porcentaje de encuestados



Fuente: Comisión Europea, Eurobarómetro.

to del euro como algo bueno para la eurozona y frente al resto del mundo. Por el contrario, un porcentaje de encuestados del 15% mantiene que es algo malo, con ligero empeoramiento respecto a los dos años previos (el resto, un 8%, no se pronuncia).

Respecto a la misma pregunta, pero referida al ámbito de cada país, la evolución de los resultados del Eurobarómetro se muestra en el gráfico 3. En el caso de la encuesta de finales de 2022, se obtiene que los resultados del último Eurobarómetro muestran que el 69% de los encuestados de toda la zona del euro afirma que la existencia del euro es positiva para su país (sin cambios respecto a noviembre de 2021), valoración que contrasta con el 77% obtenido en la consideración aplicada al conjunto de la UE. Por tanto, aproximadamente siete de cada diez encuestados piensan que tener el euro es algo bueno para su país, mientras que el 22% opina que es algo malo.

Es significativo resaltar que, pese a la valoración negativa, la proporción de los encuestados que opinan que el euro es malo para su país se mantiene en su nivel más

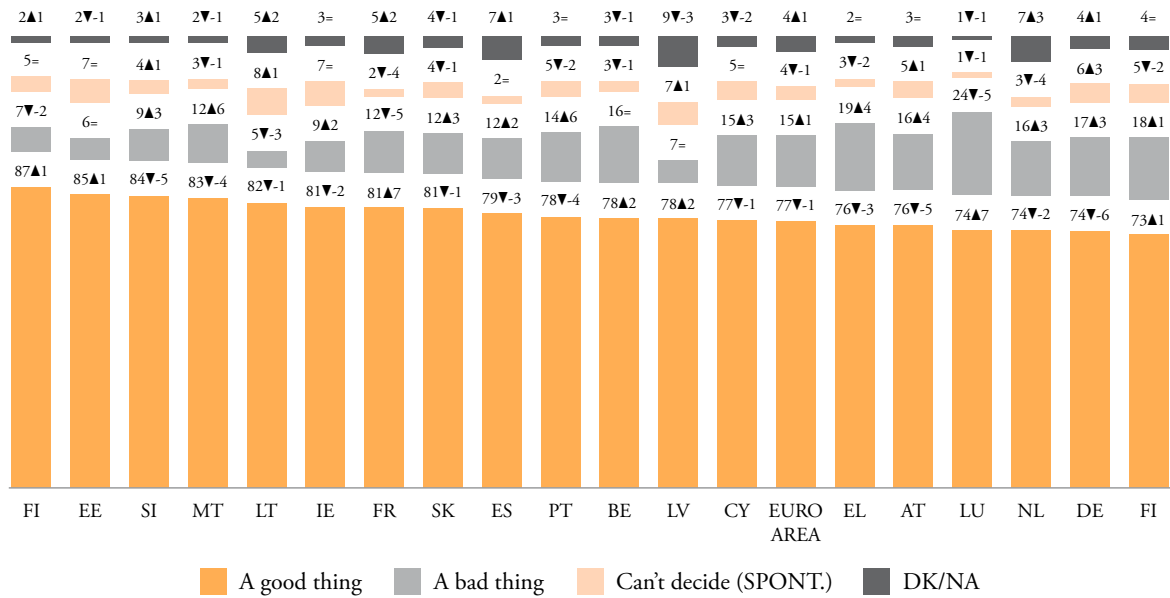
bajo desde el inicio de esta encuesta de tendencias. En el detalle por países (gráfico 4), la mayoría de los encuestados apoya el euro en los 19 países de la zona del euro recogidos en la encuesta, aunque el nivel de apoyo difiere significativamente de un país a otro, según se recoge en el último informe del Eurobarómetro, *Flash Eurobarometer 512* (Comisión Europea, 2022). Así, el mayor apoyo al euro se presenta en Finlandia, donde el 87% de los encuestados responden que tener el euro es positivo para la UE, seguido de Estonia (85%) y Eslovenia (84%). El menor apoyo se cuantifica en Italia (73%), así como en Alemania, los Países Bajos y Luxemburgo (todos con un porcentaje del 74%). España presenta un porcentaje de apoyo del 79%, superior al 77% contabilizado para el conjunto de la zona euro. En comparación con los resultados de noviembre de 2021, los mayores descensos en el apoyo al euro se observan en Alemania (-6 puntos porcentuales), Eslovenia (-5 puntos porcentuales) y Austria (-5 puntos porcentuales). Por su parte, la percepción positiva ha aumentado significativamente en Francia (+7 puntos porcentuales) y Luxemburgo (+7 puntos porcentuales).

**Gráfico 4**

**Percepción del euro como moneda única, 2022.**

**¿Tener el euro es bueno o malo para el conjunto de la UE?**

Datos en porcentaje por países



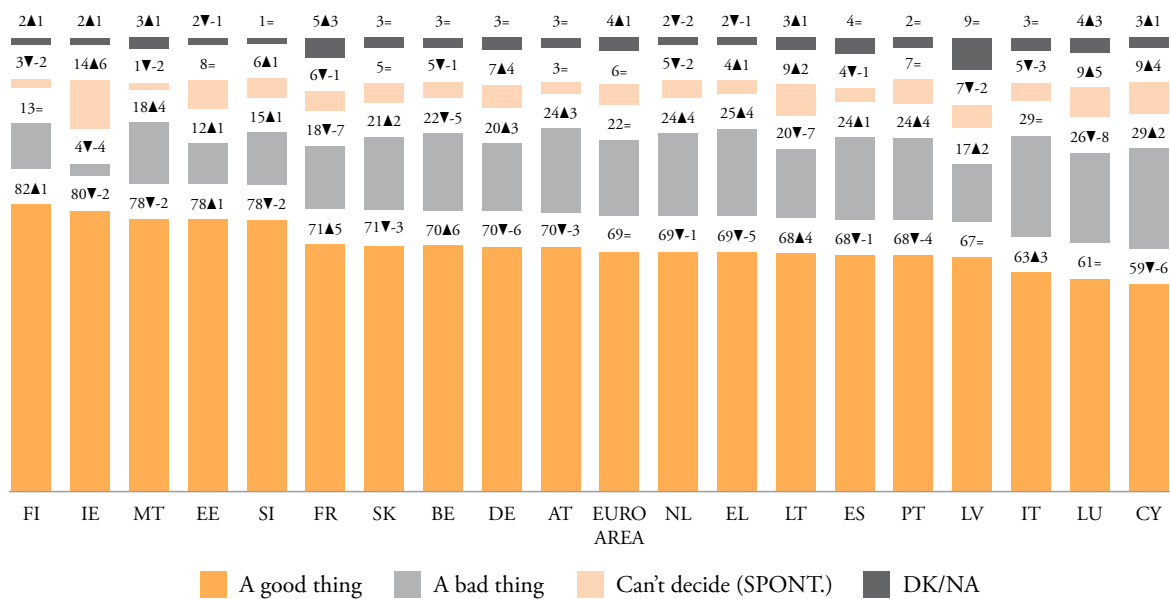
Fuente: Comisión Europea, Eurobarómetro 512

**Gráfico 5**

**Percepción del euro como moneda única, 2022.**

**¿Tener el euro es bueno o malo para su país?**

Datos en porcentaje por países



Fuente: Comisión Europea, Eurobarómetro 512

Siguiendo con los resultados referidos al año 2022, en el caso de referirse a la bondad respecto a cada país se aprecia un empeoramiento general en la valoración. Así, mientras las respuestas de encuestados de España señalan un porcentaje del 79% al referirse al efecto positivo para el conjunto de la UE, este valor desciende a un porcentaje del 68% al indicar que el euro es bueno para España, posicionándose ligeramente por debajo del valor para el promedio de la eurozona.

Realmente, se constata que en todos los países de la zona del euro la proporción de los encuestados que afirman que el euro es positivo para la UE es superior a la proporción de los que afirman lo mismo para su país. De este modo, la mayoría de los países de la zona del euro piensa que el euro es positivo para su país, con una proporción que oscila entre el 59% de Chipre y el 82% de Finlandia, siendo un 69% el valor correspondiente a la eurozona.

Es importante señalar que en las últimas ediciones se ha incorporado la pregunta relativa a la consideración del euro como refuerzo del sentimiento de identidad europea: ¿El euro le hace sentirse personalmente más

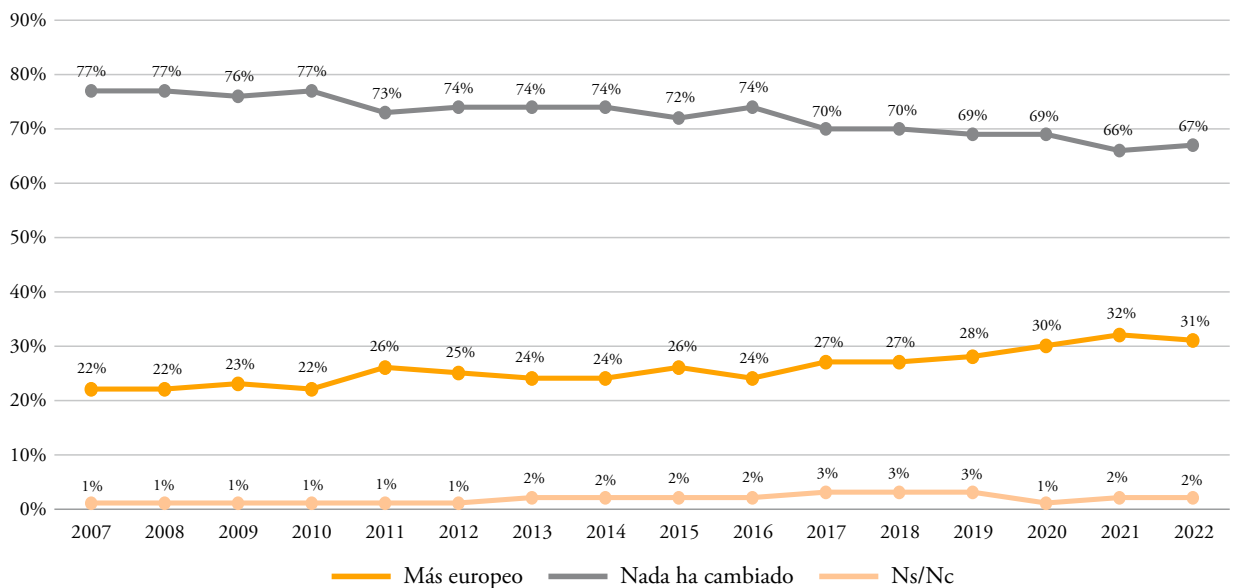
européo que antes, o diría que su sentimiento de ser europeo no ha cambiado? Resulta interesante comprobar que en noviembre de 2002 el 80% de los ciudadanos de la eurozona (entonces integrada por Alemania, Austria, Bélgica, España, Finlandia, Francia, Grecia, Irlanda, Italia, Luxemburgo, Países Bajos y Portugal) consideraban que no había cambiado nada con el euro respecto al sentimiento de identidad europeo, es decir, que la nueva moneda común no lo había reforzado. Un porcentaje que en los encuestados residentes en España se elevó al 83%. A finales de 2022 (gráfico 6), un 67% de los ciudadanos de la eurozona consideran que no se sienten más europeos por el hecho de utilizar el euro como moneda común y un 75% en España. Luego, en comparativa, los datos han evolucionado a mejor posición pese a que en la actualidad tan solo el 23% de los españoles se siente más europeo por identificarse con el euro (un 31% en el conjunto de la eurozona).

En definitiva, dos tercios de los ciudadanos europeos (67%) afirman que la introducción del euro no ha cambiado su sentimiento de ser europeos, frente al 31% que afirma que el euro les hace sentirse más

**Gráfico 6**

**Percepción del euro como afianzamiento de la identidad europea, 2007-2022**

Datos en porcentaje de encuestados



Fuente: Comisión Europea, Eurobarómetro.

Europeos que antes. En comparación con el año anterior (2021), los resultados no representan apenas ningún cambio significativo.

#### 4. Conclusiones

La mayoría de los ciudadanos de la Unión Europea están a favor del euro, y su apoyo no ha perdido posiciones pese a la crisis financiera y económica, *tanto en los países acreedores del Norte como en los más endeudados del Sur* (Otero, 2017). No solo por el temor a abandonar lo ya conocido después de veinte años, o por asumir los costes derivados de su desmantelamiento, también por las ventajas (la UE y el euro aportan estabilidad) o beneficios materiales, no siempre contemplados por sus detractores o por quienes lo calificaron de experimento fallido de unión monetaria o incluso señalaron la conveniencia de abandonar el euro para salvar una Europa con problemas, especialmente agudizados con la crisis financiera (Krugman, 2012; Stiglitz, 2016; VV.AA., 2016).

La reciente incorporación de Croacia desde el 1 de enero de 2023 como vigésimo país de la eurozona supone un nuevo efecto de apoyo a la consideración de las bondades de la moneda europea. No obstante, y como ya ocurriera con los países fundadores, comienza el proceso con los mismos temores ante un alza en los precios de consumo, aunque se espera una transición apacible pues la moneda ya está integrada en su economía. La Comisión Europea ha realizado ya una encuesta para acercarse a la valoración de los primeros días de transición al euro que destierra la moneda nacional, la kuna, que dejará de tener curso legal, destacando que Croacia ha introducido un Código Ético Empresarial *para garantizar la estabilidad de los precios de bienes y servicios, ayudando a las empresas a recalcular y exponer correctamente los precios, sin aumentos injustificados*. Una gran parte (51%) de los pagos en efectivo efectuados en los comercios ya se hacían únicamente en euros, recibiendo el cambio correspondiente en euros.

Un aspecto importante acerca del euro, aparte de su consideración como apoyo en la fortaleza y sostenibilidad de cada país, es la percepción como moneda estable que atrae a inversores como lugar de refugio frente a monedas de otras áreas, como los dólares de Estados

Unidos o los yenes de Japón (Todorova, 2000; Beckmann y Scheiber, 2012). Pero aún queda camino por recorrer y en ello influirá la eficaz salida de la UE de la reciente crisis derivada de todos los acontecimientos después de la covid-19 y consiguientes empeoramientos y desequilibrios macroeconómicos unidos a la intensificación actual de la incertidumbre.

No obstante, en esa percepción también influye la consideración propia que realice la ciudadanía europea. Por ello, a partir de los resultados directos del Eurobarómetro recogidos en el gráfico 2, que proceden de respuestas cualitativas (porcentajes de valoración buena o mala), se procede a concentrar la información en un único indicador. Para ello, se adopta la metodología de elaboración de indicadores similares a los índices de confianza o de sentimiento sobre los que, por ejemplo, se informa en el sitio web del Centro de Investigaciones Sociológicas CIS (5).

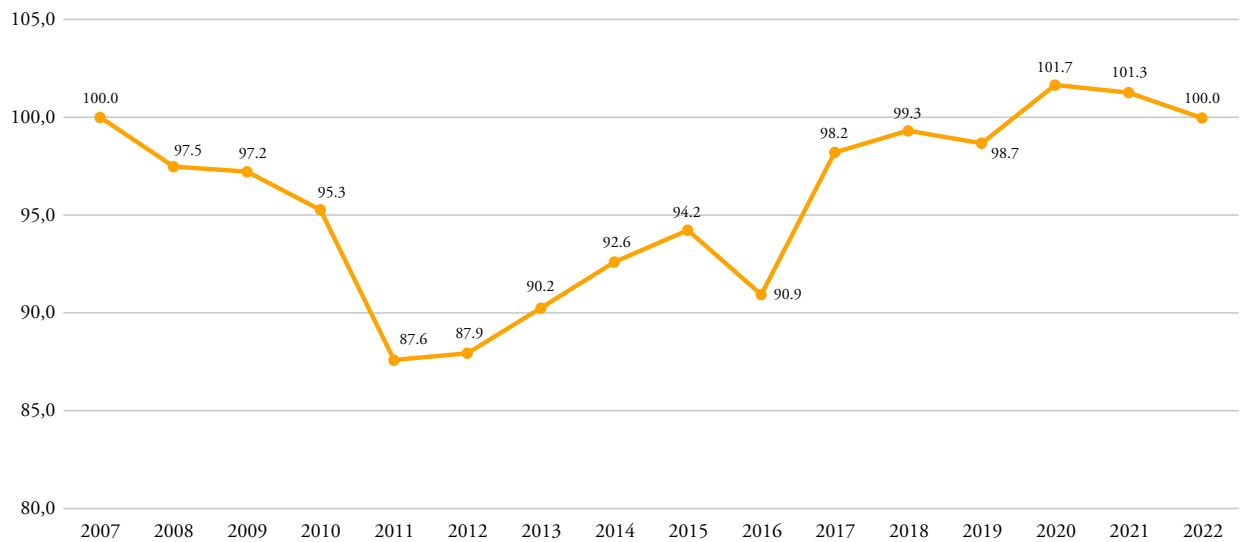
El indicador de evolución de la percepción del euro como elemento positivo para la UE se obtiene a partir del cociente entre los porcentajes de respuestas positivas y la suma de las valoraciones positivas y negativas para obtener el valor relativo o proporción (Rey, 2004). Estas proporciones de respuesta se dividen por la proporción media del primer año analizado, 2007, que coincide con ser el año previo a la crisis financiera desencadenada en el año 2008 y de la que aún se estaba recuperando el mundo cuando apareció el cisne negro de la covid-19. De este modo, se obtiene un indicador referenciado al año 2007 que posibilita analizar la evolución de la percepción del euro como algo positivo para la UE (gráfico 7). Los datos de 2022 reflejan una situación similar a la de 2007, recuperando la confianza en la aportación significativa del euro.

De igual modo, se calcula un indicador que concentre la información referida al sentimiento de europeización derivado de la utilización del euro como moneda única europea. Para ello, se parte de los datos reflejados previamente en el gráfico 6, donde se ponderan con el valor 100 los porcentajes referidos a la percepción de sentirse más europeo y con el valor 50 los porcentajes de respuesta que no implican ningún cambio, similar al proceso de cálculo de un indicador de expectativas (Rey, 2004), se construye una ratio

### Gráfico 7

#### Indicador de evolución de la percepción del euro como elemento positivo para la UE, 2007

Valor del indicador 2007=100

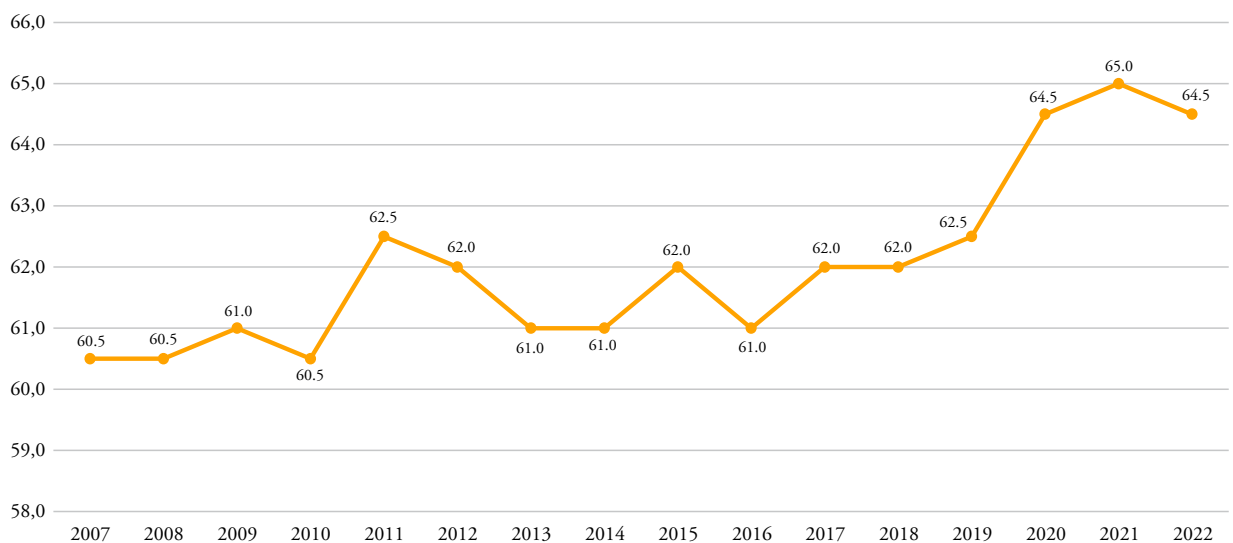


Fuente: Elaboración propia a partir de Comisión Europea, Eurobarómetro.

### Gráfico 8

#### Indicador de evolución del sentimiento de europeización en la UE

Datos en valor del indicador



Fuente: Elaboración propia a partir de Comisión Europea, Eurobarómetro.

con el numerador ponderado y el denominador con la suma de los porcentajes sin ponderar. En este caso, el valor máximo que se puede alcanzar con este indicador es 100 (elevado sentimiento de europeización promovido por el euro) y la evolución muestra una tendencia creciente (gráfico 8).

En todo caso, este sentimiento de pertenencia a Europa se ha visto acrecentado y, de hecho, *la última crisis ha dado un fuerte impulso a la profundización de la integración europea, particularmente en los ámbitos de la unión bancaria y la coordinación de políticas económicas*, pese a las continuas desavenencias entre algunos de los países europeos derivadas del deseo de avanzar en el proceso y la rémora de otros que son reacios o contrarios a ceder una mayor cuota de soberanía a instituciones supranacionales (VV.AA., 2016).

Finalmente, queda contemplar la valoración que se realice respecto a la controversia referida a la introducción del euro digital como moneda digital del Banco Central Europeo que se constituya como el equivalente electrónico al efectivo y la progresiva sustitución, aparte de otras consideraciones acerca de su soberanía (Hinojosa, 2021). Pese a cierta mirada negativa en lo que concierne a la desaparición del dinero en efectivo que suscita un mayor control en la población, en opiniones del ámbito bancario propondría una cierta estabilidad en la era digital.

## NOTAS

- (1) Acordados en 1992 en el Tratado de Maastricht, referidos a la estabilidad de precios, finanzas públicas saneadas, estabilidad de los tipos de cambio y durabilidad de la convergencia en los tipos de interés a largo plazo.
- (2) La Ley 46/1998, de 17 de diciembre, sobre introducción del euro, que tenía por objeto completar el régimen jurídico aplicable para la introducción del euro como moneda única en España, pretendía, precisamente, evitar ciertos problemas derivados del cambio de la valoración en pesetas a euros con la aplicación del tipo de conversión de 166,386 pesetas/euro, que como resultado debían redondearse, en su caso, por exceso o por defecto al valor del céntimo más próximo. Por su parte, la Ley 9/2001, de 4 de junio, establece los criterios para la conversión a euros de los valores de los precios, tasas o aranceles y tarifas (telefónicas o eléctricas).
- (3) Alemania, Austria, Bélgica, Croacia, Chipre, Eslovaquia, Eslovenia, España, Estonia, Finlandia, Francia, Grecia, Irlanda, Italia, Letonia, Lituania, Luxemburgo, Malta, Países Bajos, Portugal.
- (4) <https://europa.eu/eurobarometer/screen/home>.
- (5) [https://www.cis.es/cis/opencms/ES/11\\_barometros/metodologia.html](https://www.cis.es/cis/opencms/ES/11_barometros/metodologia.html).

## BIBLIOGRAFÍA

- Álvarez, L. J. y Jareño, J. (2002), «Implicaciones para la inflación de la conversión de precios a euros», *Documento de Trabajo* núm. 0202, Banco de España, Madrid.
- Álvarez, L. J.; Cuadrado, P.; Jareño, J. y Sánchez, I. (2004), «El impacto de la puesta en circulación del euro sobre los precios de consumo», *Documentos Ocasionales* núm. 0404, Banco de España, Madrid.
- Arslanalp, S.; Echengreen, B. J. y Simpson-Bell, C. (2022), «The Stealth Erosion of Dollar Dominance: Active Diversifiers and the Rise of Nontraditional Reserve Currencies», *IMF papers*, marzo, *Working Paper* núm. 2022/058, <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2022/03/24/The-Stealth-Erosion-of-Dollar-Dominance-Active-Diversifiers-and-the-Rise-of-Nontraditional-515150>.
- Beckmann, E. y Scheiber, T. (2012), «Not So Trustworthy Any-more? The Euro as a Safe Haven Asset in Central, Eastern and South-eastern Europe», *Focus on European Economic Integration*, Austrian Central Bank, issue 2, págs. 65-71, <https://ideas.repec.org/a/onb/oenbf/y2012i2b2.html>.
- Chinn, M. y Frankel, J. (2008), «Why the Euro Will Rival the Dollar», *International Finance* 11, págs. 49-73.
- Comisión Europea (2001), *Flash Eurobarometer 115*, Euro attitudes wave 6 euro zone, EOS Gallup Europe, noviembre.
- Comisión Europea (2021), *Flash Eurobarometer 501*, The euro area report, IPSOS European Public Affairs, diciembre.
- Comisión Europea (2022), *Flash Eurobarometer 512*, The euro area report, IPSOS European Public Affairs, noviembre.
- Eliás, J. (1997), *El desafío de la moneda única europea*, *Colección de Estudios e Informes*, núm. 7, Servicio de Estudios de La Caixa, Barcelona.
- Hinojosa, L. M. (2021), «Euro digital o criptoeuro: ¿Está en juego la soberanía monetaria europea?», *Revista de Derecho Comunitario Europeo*, 69, págs. 471-508. doi: <https://doi.org/10.18042/cepc/rdce.69.01>.
- Krugman, P. (2012), *¡Acabad ya con esta crisis!*, Ed. Crítica, Barcelona.
- López, A. M.; Pena, B. y Pulido, A. (1997), *El Euro y sus implicaciones para el futuro de la economía española*, Temas para debate, Centro de Predicción Económica CEPREDE, junio, 88 páginas, Madrid.
- Malo de Molina, J. L. (1997), Los mercados en la moneda única, Mesa redonda en el Seminario sobre «El sector financiero español ante el reto de la UME: el euro, la moneda europea del siglo XXI», Organizado por APIE en la Universidad Internacional Menéndez Pelayo, Santander 23/27, junio, <https://www.bde.es/fl/webbde/GAP/prensa/intervenpub/diregen/estudios/ficheros/es/estu230697.pdf>.

- Rey, P. (2004), «Nota metodológica sobre los indicadores del Barómetro», *Revista Española de Investigaciones Sociológicas* núm. 108, Centro de Investigaciones Sociológicas, octubre-diciembre.
- Stiglitz, J. E. (2016), *El euro, Cómo la moneda común amenaza el futuro de Europa*, Ed. Taurus, Barcelona.
- Todorova, V. (2000), *Safe haven currencies*, *Economic Alternatives*, issue 4, págs. 579-591, <https://www.unwe.bg/doi/eajournal/2020.4/EA.2020.4.05.pdf>.
- VV.AA. (2016), *La búsqueda de Europa, Visiones en contraste*, OpenMind, BBVA, La Fábrica, Madrid, <https://www.bbvaopenmind.com/wp-content/uploads/2017/11/BBVA-OpenMind-libro-la-busqueda-de-europa-visiones-en-contraste-1.pdf>.
- Vidal, E. (dir.) (1998), *El impacto del euro en los mercados financieros*, Servicio de Estudios La Caixa, colección de estudios e informes, núm. 14, Barcelona.

**Consulta nuestro programa de beneficios**  
**Estas son algunas de sus ventajas<sup>(\*)</sup>:**

En **MOTOR** (con descuentos entre un 2 y un 30%, además de atención personalizada):



En **CARBURANTE** y **SERVICIOS** al **AUTOMOVILISTA**:



Con descuento de hasta 7,5 céntimos/litro  
(acumulable a otros descuentos)



En **VIAJES** y **HOTELES** (con descuentos entre un 5 y un 15%, además de otras ventajas):

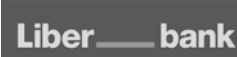


...

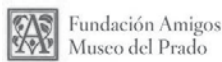
En **FORMACIÓN** (con descuentos en estudios de Grado y Postgrado entre un 10% y un 20%):



En **SEGUROS** (Vida, Salud, RC,...) y **PRODUCTOS FINANCIEROS** (Cuentas de ahorro, Financiación,...):



En **OCIO** y **RESTAURACIÓN** (Museos, Restaurantes, Espectáculos, Actividades deportivas,...):



En **SALUD** y **BIENESTAR** (Oftalmología, Odontología, Psicología, Fisioterapia,...):



En **RECURSOS** y **PUBLICACIONES** (Centros de Negocio, Software empresarial, Suscripciones,...)

**¡Aprovéchalos y disfruta de una 'cuota colegial cero'!**



## JUAN VELARDE, A HOMBROS DE JOVELLANOS. SALVE A LOS MAESTROS

**Javier Morillas**

*Consejero del Tribunal de Cuentas. Catedrático de Estructura Económica. Economista*

A veces hay que detenerse en la vorágine de los acontecimientos económicos del momento. Y recordar a los maestros. Muy especialmente en nuestra profesión honrando a quienes nos orientaron, enseñaron e hicieron en parte ser como somos. Y si es Juan Velarde, que tanto hizo por recuperar y poner en valor a los economistas precedentes, mucho más.

Cuando a vuela pluma tuve que dedicar unas líneas a Juan Velarde a las pocas horas de su fallecimiento, desde Sevilla y en minúsculo portátil ajeno, no dudé del titular que fue reproducido con mi autorización en varios medios de comunicación. Y lo mantengo como consta al final de este artículo.

Un mal movimiento en una escalera en medio del trajinar con sus libros provocó la caída que le llevó al hospital con fatal desenlace. Catedrático de Estructura Económica desde 1960. Un académico investigador, divulgador y humanista. Hasta el último día escribiendo, planeando y organizando. Precisamente el 14 de febrero, apenas unos días después de su muerte, había quedado en la Real Academia de Ciencias Morales y Políticas con él y con el consejero de Economía de la Comunidad de Madrid, Javier Fernández-Lasquetty, quien quería que nos reuniéramos. No pudo ser. Me había planteado, entre otras cosas, participar de nuevo en un curso sobre la economía española y el Tribunal de Cuentas, dentro de la 46 edición de los Cursos de la Granda-2023, en su siempre querida Asturias.

Decenas de catedráticos de economía de las más diversas tendencias le hemos considerado nuestro maestro. Desde los Arturo López Muñoz o los Campos Nordmann de los años setenta y ochenta, a los inmediatos y posteriores Terceiro, Tamames, Requeijo, García Alonso, Cándido Muñoz, García Delgado, Serrano, Bécquer, Lobo, Mikel Buesa, Ángel Martínez, Pedreño, Pamp-



*Juan Velarde. Colegiado de Honor del Colegio de Economistas de Madrid (2007).*

llón, Iranzo, Lorences, Cansino, Sáez Lozano o Rocío Lissen... También los Hernández de Cos, Salvador Marín, García-Legaz, Gregorio Izquierdo, Sanz-Magallón, Thomas Baumert, Fernández Rodera, Antonio M. Carmona, Rotellar, Santacruz, Muñoz Puigserver, Aguilera, Rodríguez Luengo, Benito Cadenas y un largo etcétera de nombres del presente y futuro de nuestra vida económica. Y tengo que decir, como el exministro Enrique Barón, que siempre era el mismo. En cualquier entorno

y a lo largo del tiempo. Sencillo, amigable, intelectualmente curioso, directo y gracioso en sus infinitas anécdotas. Ya fuera estando en un ministerio, en el aula, con los Planes de Desarrollo, o con *Petón*—el futbolero Martín Otín— hablando de Kipling o de la relación entre Keynes, la princesa Bibesco y José Antonio.

En mi caso, desde que siendo apenas un estudiante en la Facultad de Somosaguas me encuentro sorprendentemente citado en el pie de página de una de sus famosas *libretillas* y uno de sus libros; hasta luego orientando mi doctorado; charlando en casa de Narciso Perales o Patricio González de Canales; dirigiendo la Universidad Internacional de la Rábida donde le conocí, por cierto junto a quien hoy es mi esposa. También en los varios años que coincidimos como profesores en la Escuela Diplomática del Ministerio de Asuntos Exteriores. O en su despacho del Tribunal de Cuentas, donde solíamos encontrarnos sin saber que años después yo mismo formaría parte del mismo. O en la Universidad CEU San Pablo con la que siempre estuvo vinculado. Pasando por los años en que contribuimos al nacimiento el 4 de octubre de 1994 de Radio Intereconomía—creada por Jesús Gasulla— y los programas *La hora de...* O cuando preparábamos alguno de los cursos de verano que—al mismo tiempo que él dirigía los de la Grandacodirigíamos sobre la economía española en La Granja de San Ildefonso, que tantos recuerdos le traía de sus milicias universitarias y otras reuniones. Dentro de su importante faceta divulgadora compartimos varios años micrófono en La Linterna de la economía de COPE; una tertulia que dirigía Juan Pablo Colmenarejo, quien luego nos honraría con su tesis doctoral sobre el tema. Sin embargo nunca integró ninguno de mis tribunales de oposición, aunque sí el de alguno de mis doctorandos, como el de Miguel Ángel Solana Campins, junto a la exministra Isabel Tocino y Guillermo Velarde Pinacho, artífice en el campo energético del *Plan Islero*. Pero sí que años antes había integrado sorprendentemente el tribunal ante el que concurrí durante el examen oral obligatorio de fin de carrera, previo al doctorado. Lo integraba con Cossío y Gonzalo Anes, y lo realicé sin posibilidad de preparación alguna viniendo de la Academia Militar de Intendencia, por un imprevisto permiso el día anterior, mientras cursaba el segundo ciclo de IMEC. Al menos no lo hice como contó Tamames el suyo, que en su tiempo acudió al tribunal vestido de Alférez, *para impresionar*.

Alumno brillante desde sus primeros estudios en el mismo Colegio Valdés de Salas, que su padre había creado como alcalde. Destacó luego en el Instituto Ramiro de Maeztu, de Madrid, adonde aquel se trasladó trabajando en una empresa de material ferroviario. Ahí terminó el bachillerato con premio extraordinario. Y ya no dejaría de sobresalir y publicar, empezando a los 22 años en *La Hora*, la crítica revista universitaria del SEU. Y lo mismo tras sus oposiciones a la Inspección de Trabajo, con el número 1 de su promoción, en 1951.

En 1992 recibió el Premio Príncipe de Asturias de las Ciencias Sociales, solo después de pelear porque antes lo recibiera uno de sus referentes académicos: Román Perpiñá Grau. Y eso porque ya habían fallecido sus Flores de Lemus, Bernis, Zumalacárregui, Luis Olariaga, Valentín Andrés Álvarez, Manuel de Torres, José Castañeda, o Larraz... Gran estudioso de la economía española y, siempre poniéndola en contexto, de la historia del pensamiento económico español. Él nos enseñó a honrar, apreciar y tomar lo bueno de quienes nos precedieron. Y sentimos que no llegue a ver la estatua que en homenaje a su gran Jovellanos nos tiene prometido el alcalde de Madrid, José Luis Martínez-Almeida, tras la reunión que un grupo de catedráticos de economía, con el decano Ricardo Palomo y yo mismo, tuvimos en su despacho de la alcaldía, y a la que Velarde no pudo incorporarse en el último momento.

Habían pasado demasiados años desde que tanto Ortega como Unamuno, en los inicios del siglo XX, insistieran en la necesidad de que en España se desarrollaran los estudios de economía y se crearan institutos y centros de investigación y de estadística económica. Tantos que, si se hubieran tenido a tiempo, podría quizás haber evitado una guerra civil entre una clase política y unas personas que no entendían nada de economía y no supieron interpretar (el propio Ortega lo reconocía para sí mismo), a dónde nos conduciría la gran depresión fruto del crack de 1929, coincidente con los arriesgados cambios políticos de la época, cuyas lamentables consecuencias Velarde vivió de niño en su pueblo natal en 1931 y posteriores. Cercana como estaba en Rusia la revolución bolchevique de 1917, que intentó imitarse aquí con

la revolución armada antirrepublicana de 1934 que prendió la mecha de la contienda ulterior. Una cruel enseñanza que sirvió de aviso para los posteriores Pactos de la Moncloa, que tan decididamente impulsó con Fuentes Quintana.

Por fin, creada la facultad de Ciencias Políticas y Económicas de Madrid en 1942-1943, Velarde inicia sus estudios perteneciendo a su primera promoción. Y pronto se convirtió en uno de los abanderados de aquellos miles de economistas que, desde 1948, salieron al mundo profesional, de la empresa, la administración, la academia y la sociedad. Y que contribuyeron a cambiar y dar la vuelta a España como un calcetín. Ya nada sería igual en España, sin los Enrique Fuentes, Luis Ángel Rojo, los hermanos Alcaide, los Varela Parache, Arnaiz, Sardá, Barea, Ramiro Campos, Sampetro, Cortiña, Estapé, Sánchez Asiain, Schwartz, Lagares, Lluch, Albiñana, Boyer, Solchaga... que contribuyeron a insembrar y fecundar de racionalidad la sociedad española. Siempre acudía sin pedir nada cuando se le invitaba a participar en cualquier conferencia o mesa redonda.

Director de la sección de Economía del diario *Arriba*, tan singularmente crítica con la situación social dominante y en cuyas páginas coincidiría con Fuentes, con personajes como Máximo, Forges, Cela, Eugenio D'Ors o Perich. Mejoró también los estudios económicos sobre Guinea Ecuatorial y el bloque hispanoportugués. Analizó la doctrina social de la Iglesia y especialmente la *Centesimus Annus* de Juan Pablo II, señalando cómo vino a actualizar, renovar y fijar de forma definitiva el mensaje económico pontificio. Siempre junto a su inseparable Enrique Fuentes, impulsó asimismo los estudios de economía desde el Centro de Estudios Sociales del Valle de los Caídos, organizando jornadas y mesas redondas que tanto contribuyeron al éxito de la transición. Teniendo que decir a este respecto cómo le apenaba extraordinariamente la llamada Ley de Memoria Democrática, cuya derogación consideraba necesaria. Recuerdo que cuando me felicitó por mi nombramiento como consejero del Tribunal de Cuentas me dijo que era *la única noticia positiva* que últimamente había visto en los medios. Fue también director de la propia revista *Control Externo* del citado Tribunal.

En los últimos años coincidíamos quincenalmente en el consejo editorial de *El Economista*. Y formaba también parte del Centro de Economía Política y Regulación del Instituto de Estudios de la Democracia-CEU, cuya dirección me encomendaron tras Pedro Schwartz. Me quedo también con la satisfacción de que prorrogara uno de mis últimos libros *De Isabel II a Felipe VI. El economista, más de 160 años de la economía de España*.

Si decimos que solo fue un auténtico maestro de economistas, quizás suene a tópico. Porque fue más cosas. Con su andar y su voz otrora rotunda. Siempre con curiosidad intelectual y permanente vocación pedagógica orientada a la acción. De gran honestidad intelectual, podemos decir que si en algún momento tuvo que rectificar, o no vio del todo la verdad, no se le podrá negar que destruyó a cuchilladas muchos espantapájaros cargados de mentiras. Maestro en la vida personal y familiar. Y comandante en jefe, batallador incansable en el campo de las ideas. En definitiva, un auténtico *Master and Commander*.

### 1. Algunos datos biográficos y distinciones

- ✓ Nace en Salas (Asturias), 26-6-1927. Fallece en Madrid el 3-2-2023
- ✓ Premio Extraordinario de doctorado en 1956
- ✓ Decano de la Facultad de Económicas de la Universidad Complutense 1967-1973
- ✓ Secretario General Técnico del Ministerio de Planificación del Desarrollo en 1973, y del Ministerio de Educación en 1974
- ✓ Miembro del Consejo Superior de Estadística del Ministerio de Economía y Hacienda
- ✓ Consejero del Tribunal de Cuentas en 1991 durante dos períodos, Director de su revista *Control Externo* y consejero emérito
- ✓ Catedrático emérito de la Universidad Complutense y de la Universidad CEU San Pablo hasta su fallecimiento
- ✓ Rector de la Universidad Hispanoamericana de la Rábida, 1974 a 1977
- ✓ Presidente de la Real Academia de Ciencias Morales y Políticas, y Presidente emérito
- ✓ Presidente de la Real Sociedad Geográfica

- ✓ Vicepresidente de la Real Sociedad Económica de Amigos del País
  - ✓ Miembro de la Academia de la Historia de Portugal y otras academias internacionales como las de Argentina, Chile, Bolivia, Paraguay, Perú, Colombia, Venezuela, o la Europea de Ciencias y Artes
  - ✓ Oficial de l'Ordre de Mérite
  - ✓ Gran Cruz de la Orden de Balboa
  - ✓ Medalla al Mérito en el Trabajo
  - ✓ Doctor Honoris Causa por las Universidades de Oviedo, Sevilla, Alicante, Pontificia de Comillas ICAI-ICADE, Valladolid, UNED, y Rey Juan Carlos.
  - ✓ Premio Rey Jaime I de Economía
  - ✓ Premio Rey Juan Carlos de Economía
  - ✓ Premio Internacional Menéndez Pelayo
  - ✓ Premio Campomanes
  - ✓ Premio Nacional de Literatura de Ensayo
  - ✓ Premio Ortega y Gasset de Ensayo y Humanidades
  - ✓ Gran Cruz del Mérito Agrícola
  - ✓ Gran Cruz de la Orden Vaticana San Gregorio Magno
  - ✓ Gran Cruz de la Orden de Alfonso X el Sabio
  - ✓ Legionario de Honor
  - ✓ Gran Cruz de la Orden de Cisneros
  - ✓ Gran Oficial de la Orden de África
  - ✓ Cruz del Mérito Militar
  - ✓ Cruz de Plata de la Seguridad Social
  - ✓ Cruz del Mérito Aeronáutico
  - ✓ Colegiado de Honor del Colegio de Economistas de Madrid y otras muchas distinciones
- 2. Entre sus obras y escritos (solo o en colaboración)**
- ✓ *Testigo del gran cambio. Conversaciones con Mikel Buesa y Thomas Baumert*
  - ✓ *El libertino y el nacimiento del capitalismo*
  - ✓ *Cien años de economía española*
  - ✓ *Sobre la decadencia económica de España*
  - ✓ *La política económica de la dictadura*
  - ✓ *Economistas españoles contemporáneos. Primeros maestros*
  - ✓ *Los años perdidos*
  - ✓ *Jovellanos, el hombre que soñó España*
  - ✓ *Cambio climático y retos energéticos*
  - ✓ *Preparación y estallido de una crisis. De 2004 a 2010. Seis años de peregrinación de Cassandra*
  - ✓ *Economía y Sociedad de la transición*
  - ✓ *Introducción a la historia del pensamiento económico español en el siglo XX*
  - ✓ *Historia de un esfuerzo colectivo, La economía española, 1900-2000*
  - ✓ *Principales aspectos de la economía energética española*
  - ✓ *Política económica y mercado: de la Rerum Novarum a la Centesimus Annus*
  - ✓ *Manuel Azaña*
  - ✓ *Indalecio Prieto. Ministro de Hacienda*
  - ✓ *Antonio Bermúdez Cañete: economista periodista y político*
  - ✓ *Las aportaciones económicas de Valentín Andrés Álvarez*
  - ✓ *José Antonio y la economía*
  - ✓ *Fraga o el intelectual y la política*
  - ✓ *Oscar Luigi Scalfaro. Memoria*
  - ✓ *La economía iberoamericana como drama e ilusión*
  - ✓ *Gibraltar y su campo. Una economía deprimida*
  - ✓ *Estado del Bienestar*
  - ✓ *España ante la socialización económica, primera aproximación*
  - ✓ *La vieja generación de economistas y la actual realidad económica española*
  - ✓ *El nacional sindicalismo, cuarenta años después*
  - ✓ *Flores de Lemus ante la economía española*
  - ✓ *Liberalismo, pensamiento cristiano y bien común*
  - ✓ *La larga contienda sobre la economía liberal. ¿Pre-ludio del capitalismo o de la socialización?*
  - ✓ *Los años en que no se escuchó a Cassandra*
  - ✓ *Lecturas de economía española*

## EL COLEGIO DE ECONOMISTAS DE MADRID

**Esther García García**

*Secretaria Técnica, Colegio de Economistas de Madrid*



**Presentación del número 179 de la revista *Economistas* «Economía de la conducta. Una visión actual»**

El pasado diciembre se presentó el número 179 de la revista *Economistas*: «Economía de la conducta. Una visión actual», coordi-

nada por Pedro Cortiñas, presidente del Observatorio de Economía de la Conducta. En el acto, junto con el coordinador, participaron Diego Valero, presidente de Novaster, y Rafael López, rector y presidente de Evidentia University (USA).

La decana del Colegio de Economistas de Madrid y directora de la revista, Amelia Pérez Zabaleta, participó mediante un vídeo en el que expresó su agradecimiento al Observatorio de Economía de la Conducta por el monográfico, comentando que este número sienta las bases para seguir trabajando en esa disciplina, la economía de la conducta, que viene a contribuir a una mejor comprensión del comportamiento humano y,



en nuestro caso, ligarlo a las decisiones que se toman relacionadas con la economía.

En este monográfico se muestran diferentes facetas de la aportación que supone la economía de la conducta y de lo que ha supuesto su irrupción en el ámbito económico. Según palabras del coordinador, son los propios artículos los que van guiando por ese camino, por el conocimiento de una disciplina que ha supuesto una disrupción en el tratamiento tanto en la economía teórica como en el ámbito empresarial y de las políticas públicas de uno de los agentes principales de todo el corpus económico, el propio ser humano. La prioridad de este número es mostrar el estado del arte de la economía de la conducta desde una perspectiva multidisciplinar.



## Ciclo Cine y Economía

Con la proyección de *La casa Gucci* –dirigida por Ridley Scott–, se desarrolló en noviembre la última sesión del año del ciclo de Cine y Economía. Su presentación fue realizada por la decana del Colegio, Amelia Pérez Zabaleta, y por el prestigioso crítico cinematográfico Eduardo Torres-Dulce. Este último dirigió el posterior e intenso debate con los asistentes, centrado en el protocolo de gestión y sucesión de las empresas familiares. Como fondo del mismo contaron con el complejo guion de *La casa Gucci*, en la que se cuentan los recovecos de esa saga familiar caracterizada por los vicios de una estructura económica, de poder y de despiadados planes. El ciclo tendrá continuidad en febrero.



## Comisiones, Foros y Observatorios

### *Observatorio de Sostenibilidad y Economía Circular:* «Mójate por los ODS, cada gota cuenta»

En noviembre tuvo lugar el taller dedicado al agua *Mójate por los ODS, cada gota cuenta*, organizado conjuntamente con la UNED y la Cátedra AQUAE. Contó con la participación de Ester Méndez, directora del Dpto. de Economía Aplicada de la UNED, Sofía Tirado, investigadora de la Cátedra AQUAE y Gemma Durán,

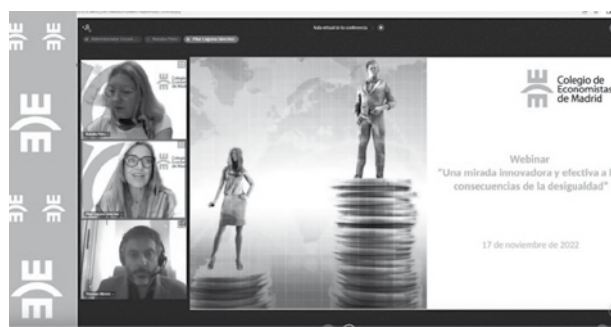


presidenta del Observatorio de Economía Circular y Sostenibilidad del Colegio. Amelia Pérez Zabaleta, decana del Colegio, realizó la presentación y la clausura.

En el acto se puso de manifiesto el valor económico, ambiental, social y cultural del agua, así como su encaje en la Agenda 2030 (ODS 6. Agua limpia y saneamiento), y se arrojó luz sobre el desarrollo sostenible. Además, el taller contó con una parte interactiva en la que tanto los asistentes presentes en el salón de actos como los que estaban conectados en directo a través del canal Youtube pudieron participar en las distintas pruebas y desafíos relativos al tema central del acto como, por ejemplo, el cálculo de nuestra *Huella hídrica*.

### *Observatorio de Género y Economía.*

#### «Una mirada innovadora y efectiva en las consecuencias de la desigualdad»



La secretaria general de Cáritas España, Natalia Peiro y Thomas Ubrich, del Equipo de Estudios de Caritas y la Fundación FOESSA, participaron en noviembre en la conferencia *Una mirada innovadora y efectiva en las consecuencias de la desigualdad*, organizada por el Observatorio de Género y Economía del Colegio y moderada por su presidenta, Pilar Laguna.

Natalia Peiro expuso la situación estructural de la desigualdad social, alertando de la cronificación de la pobreza y cómo está aumentando en las partes más excluidas de la sociedad. Además, expuso que el colectivo de las mujeres está sufriendo doblemente las consecuencias de las últimas crisis.

Por su parte, Thomas Ubrich presentó el informe *El coste de la vida y estrategias familiares para abordarlo*, de la Fundación Foessa, y explicó la propuesta de

construir un nuevo sistema de medición de la pobreza que recoja la situación actual y las necesidades de los hogares con menos ingresos: el presupuesto de referencia para unas condiciones de vida dignas.

***Foro de Empresa y Emprendimiento.  
«Evento sobre Financiación del Hidrógeno Verde»***

En noviembre también tuvo lugar la jornada sobre la *Financiación del Hidrógeno Verde*, organizada por la Iniciativa Financiera de ONU Ambiente (UNEP FI) y el Foro de Empresa y Emprendimiento del Colegio.



En ella se abordó la contribución del hidrógeno verde en el proceso de transición a una economía más verde y sostenible, así como los principales desafíos que existen para su financiación.

Participaron Enrique Castelló, presidente del Foro de Empresa y Emprendimiento del Colegio; Carolina López, representante en Chile y coordinadora a nivel mundial de Capacitaciones, UNEP FI; María José Rovira, de Ceca Magán Abogados; Pablo Pérez-Montero, Head of Sustainable Finance & ESG Advisory de Caixabank-CIB&IB; Germán González, CFO de Acciona-Plug; y Beatriz Almena Muñoz, gerente de Desarrollo de Negocio de Hidrógeno de Repsol Iberia.

Todos los ponentes coincidieron en considerar al hidrógeno verde como uno de los vectores de descarbonización más relevantes tanto en la industria como en el transporte.

***Foro de Empresa y Emprendimiento y Observatorio de Economía Circular y Sostenibilidad.***

***«Sostenibilidad e innovación en el ecosistema del emprendimiento»***

En noviembre se desarrolló la jornada *Sostenibilidad e innovación en el ecosistema del emprendimiento*, moderada por Gemma Durán, presidenta del Observatorio de Economía Circular y Sostenibilidad del CEMAD, y en la que participaron Pedro Rivero, vicepresidente de AECA; Manuel Espinosa, director general de NEXT TIP, y Enrique Castelló, presidente del Foro de Empresa y Emprendimiento del Colegio.

El debate giró en torno al concepto de la sostenibilidad en la empresa y su evolución, y cómo el cambio de paradigma de un modelo lineal a un modelo circular está abriendo nuevas oportunidades laborales a los jóvenes economistas. Además, se recordó la relación directa de la inversión privada en I+D+i para liderar el cambio tecnológico.

***Foro de Economistas Inmobiliarios.***

***«Las nuevas licencias urbanísticas y la declaración responsable»***

La jornada *Las nuevas licencias urbanísticas y la declaración responsable*, celebrada a finales de noviembre y organizada por el Foro de Economistas Inmobiliarios del Colegio, fue moderada por su presidente, Julián Salcedo



y contó con la participación de Mariano Fuentes Sedano, concejal delegado del Área de Gobierno de Desarrollo Urbano del Ayuntamiento de Madrid; Carolina Roca Castillo, presidenta de ASPRIMA (Asociación de Promotores Inmobiliarios de Madrid); Juan José Perucho Rodríguez, presidente de AGV (Asociación de Gestores de Vivienda) y vicepresidente-director general de Grupo Ibossa; y Rosa Gallego, directora de Q Living Tectum Locare Real Estate.

En la mesa se abordó la *Ordenanza de Licencias y Declaraciones Responsables Urbanísticas de Madrid (OLDRUM)* que entró en vigor el pasado 17 de junio. Esta ordenanza introduce numerosas novedades y persigue como objetivos principales la simplificación y la disminución de las cargas urbanísticas y establece la declaración responsable como medio de intervención general para las actuaciones urbanísticas sujetas a control municipal, aplicable tanto a las personas físicas como a las personas jurídicas, públicas y privadas, relegando el control por licencia a las actuaciones en que concurre interés general que justifica la necesidad de un control previo.

Todos los participantes expresaron su visión positiva de la nueva ordenanza, una normativa que todos los del sector estaban esperando y que ha supuesto un cambio de paradigma que agiliza los trámites.

#### *Foro de Empresa y Emprendimiento y Foro de Unión Europea. «Pasado, presente y futuro del Banco Europeo de Inversiones»*

En diciembre contamos con la participación de Fernando Torija, director de la Oficina de España del Grupo Banco Europeo de Inversiones, en la conferencia *Pasado, presente y futuro del Banco Europeo de*



*Inversiones*, organizada por el Foro de Empresa y Emprendimiento y el Foro de Unión Europea del Colegio. En ella también participaron sus presidentes, Enrique Castelló y José María Aznar, respectivamente.

Fernando Torija abordó las principales líneas de actuación presentes y futuras del Grupo Banco Europeo de Inversiones, que ofrece financiación para los proyectos de los agentes económicos en función del tamaño de la inversión, mediante el Banco Europeo de Inversiones (proyectos superiores a los 12,5 millones de euros), como a aquellos de menor importe mediante el Fondo Europeo de Inversiones. Por su parte, la participación de Enrique Castelló se centró en la financiación verde en el ámbito nacional, y la de José María Aznar, en los Fondos Europeos, concretamente con los asociados a la transición verde y la transformación digital.

#### *Comisión de Contabilidad. «La importancia de las concesiones administrativas»*

La jornada *La importancia de las concesiones administrativas*, que tuvo lugar en enero, fue moderada por Felipe Herranz, secretario de la Junta de Gobierno y presidente de la Comisión de Contabilidad del





Colegio de Economistas de Madrid, y contó con la participación de Julio Gómez-Pomar, miembro de la Junta de Gobierno del Colegio de Economistas de Madrid; Julián Salcedo, presidente del Foro de Economistas Inmobiliarios del Colegio de Economistas de Madrid, y Cleber Beretta, socio de Deloitte.

En ella se abordó el papel de las concesiones administrativas en la colaboración entre el sector público y el privado, así como su marco jurídico y el caso de la Comunidad de Madrid de concesión demanial en suelos de redes supramunicipales. También se expuso la evolución de la normativa internacional y nacional, así como la experiencia de las empresas adjudicatarias a la hora de reflejar en sus estados financieros las concesiones administrativas.

### Conferencias

#### *La Reestructuración Preconcurzal y operaciones de M&A –Venta de unidades productivas–*

La conferencia *La Reestructuración Preconcurzal y operaciones de M&A –Venta de unidades productivas–* se desarrolló en Guadalajara, en diciembre, organizada por la Sección de esta provincia.

El acto contó con la participación de Francisco Javier Vaquer Martín, juez del Juzgado de lo Mercantil nº 6 de Madrid; Ángela Sanz Rubio, jueza del Juzgado de lo Mercantil de Guadalajara y Gerard García, experto en operaciones M&A y socio de Deale.

Con la aprobación de la Ley 16/2022, de 5 de septiembre, de reforma del texto refundido de la Ley Concurzal se produce un cambio en la legislación concursal, que conlleva un nuevo paradigma en el tratamiento de las crisis empresariales.



En esta jornada se pretende mostrar de forma sencilla los instrumentos preconcursoales y exponer cómo realizar operaciones de venta de unidades productivas en sede preconcurzal y concursal.

#### *Nuevo sistema de cotización para los trabajadores por cuenta propia o autónomos*

Con el Real Decreto Ley 13/2022, entró en vigor el 1 de enero de 2023 un nuevo sistema de cotización para los trabajadores autónomos. Con este nuevo modelo, que se implantará de manera gradual en los próximos nueve años, las personas que trabajen por cuenta propia cotizarán a la Seguridad Social en función de sus rendimientos netos anuales, obtenidos en el ejercicio de todas sus actividades económicas, empresariales o profesionales.

Para poder conocer mejor las novedades que este sistema ha introducido, el Colegio de Economistas ha desarrollado diversas actividades en las que se ha contado con las autoridades en esa materia.



En diciembre, en Madrid, tuvo lugar la jornada impartida por Rodrigo Mares Ramírez, director provincial de la Tesorería General de la Seguridad Social de Madrid, y presentada por Esther García, secretaria técnica del Colegio.

Asimismo, la Sección de Guadalajara del Colegio, en colaboración con la Delegación Provincial de la Tesorería General de la Seguridad Social, organizó la conferencia y contó con la presencia en el salón multiusos de las instalaciones de la Diputación de Guadalajara en el Colegio San José de Pedro Urbano Niño, del delegado provincial de la Tesorería General de la Seguridad Social (TGSS); Andrés Asenjo Martínez, subdirector provincial de la TGSS y Francisco



Martínez Casado, decano de la Sección de Guadalajara del Colegio.

Por su parte, en enero, en la Sección de Segovia tuvo lugar otra conferencia impartida por el director provincial del Instituto Nacional de la Seguridad Social (INSS) y la Tesorería General de la Seguridad Social en Segovia, y en la que también intervinieron Luis Aurelio Martín, decano de la Sección de Segovia del Colegio y Valentín del Pozo, subdirector de Prestaciones de Ibermutua.



### Día del Economista

El 29 de noviembre se celebró el *Día del Economista* en la Sección de Toledo del Colegio. El acto que se desarrolló en el aula magna de la Facultad de C.C. Jurídicas y Sociales de la Universidad de Castilla-La Mancha (UCLM), fue inaugurado por Jesús Santos, decano de esta Sección. Además, contó con la participación de Santiago Gutiérrez, vicerrector de Postgrado y Formación Permanente de la Universidad de Castilla-La Mancha; Juan Alfonso Ruíz Molina,

consejero de Hacienda y Administraciones Públicas de la Junta de Comunidades de Castilla-La Mancha y José María Marín Quemada, expresidente de la Comisión Nacional del Mercado de la Competencia, quien impartió la conferencia *Mercado, competencia y regulación*. El acto fue clausurado por Amelia Pérez Zabaleta, decana del Colegio.

En el acto, además, se rindió homenaje a los colegiados de esta sección que llevan treinta y cinco años en el Colegio y se dio la bienvenida a los recién colegiados.



El 20 de diciembre la Sección de Ciudad Real celebró el *Día del Economista* con una jornada de actividades en la Facultad de Derecho y Ciencias Sociales de Ciudad Real. Por la mañana, el profesor Juan José Rubio impartió la conferencia *Balance y Perspectivas de la economía de Castilla-La Mancha*. Por la tarde, José Antonio Negrín, decano de esta Sección, presentó la conferencia fiscal *Planificación de la empresa familiar. Cierre renta y sociedades. Novedades 2023*. En ella participaron Rubén Gimeno y Raquel Jurado, ambos del Servicio Técnico del REAF. También intervino Javier Navarrete (tesorero de la Sección).



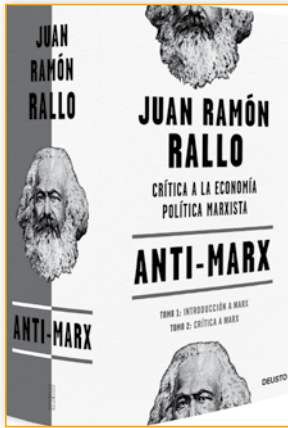
### Otras actividades

*La sección de Cuenca del Colegio de Economistas de Madrid inaugura un punto de información en la Facultad de Ciencias Sociales (UCLM)*

Los futuros economistas que se forman en la Facultad de Ciencias Sociales de Cuenca de la Universidad de Castilla-La Mancha tendrán ahora un contacto más directo con el Colegio de Economistas de Madrid (Sección Cuenca) que ha inaugurado un punto de información en el Edificio Gil de Albornoz. En esta inauguración han participado, *Germán Chamón Arribas* (presidente de la Sección de Cuenca) y *Montserrat Manzanque Lizano*, como miembros del Colegio, y el decano de la Facultad, *Ricardo Martínez Cañas*. Se

trata de acercar a los alumnos de las titulaciones que se imparten en este centro a las funciones que ejerce el Colegio y a la profesión de los economistas, y fomentar las acciones conjuntas en este entorno de formación.





**ANTI-MARX.  
CRÍTICA A LA ECONOMÍA  
POLÍTICA MARXISTA  
(1ª EDICIÓN)**

Juan Ramón Rallo  
Editorial Deusto, Barcelona  
Dos volúmenes, 575 págs. el 1º y  
1.197 págs. el 2º

*La fuerza mesiánica del marxismo  
se deshace cuando choca con  
la realidad*

Este libro nos ofrece un largo viaje por el pensamiento marxista. La obra se compone de dos volúmenes. En el primero (*Introducción a Marx*), se va desmenuzando la ideología marxista. Es decir, se presenta el edificio marxista diseñado por Karl Marx y Engels, paso a paso y sin prisa. La tesis que propone Marx es el materialismo histórico, que consiste en explicar cómo el comunismo terminará emergiendo de las cenizas de un capitalismo avanzado y decrepito. En concreto, cómo, a partir del fracaso del sistema capitalista, se llega al socialismo. De forma similar a como la oruga se convierte en algo distinto: la mariposa. Un primer tomo que se digiere bastante bien, y que evita la pesadez de leer las 3.183 páginas de que se compone *El capital* de Karl Marx.

En el segundo volumen, que lleva por título (*Crítica a Marx*) y que tiene una extensión de 1.197 páginas, se intenta rebatir las ideas de Karl Marx y Friedrich Engels. El autor va desmontando pieza por pieza todo el sistema económico y social marxista, que había construido en el tomo 1, y lo hace con bastante éxito. Deconstruye el modelo piedra a piedra, con una lentitud pasmosa propia de un orfebre.

¿Estamos ante una obra académica o de divulgación? La respuesta es complicada ya que, en la mayor parte de este largo ensayo, se divulga muy bien, se explican las teorías marxistas y se aclaran conceptos. Rallo utiliza ejemplos sencillos como recurso pedagógico que baña toda la obra. También las comparaciones son muy simples: la actividad productiva del carpintero para fabricar una mesa frente a la del sastre para confeccionar un traje; la hora de trabajo de un agricultor frente a la del cirujano; el intercambio entre cazadores de un castor por dos ciervos, etc.

Se trata de una labor de investigación muy detallista. Casi siempre el texto es llano y claro, pero, en otras ocasiones, muy pocas, el autor necesita utilizar ecuaciones y términos más complicados, más difíciles de entender para personas que no tienen una formación en Economía.

### 1. Una tesis doctoral

La investigación que firma Juan Ramón Rallo podría ser perfectamente una tesis doctoral (1). Se trata de un trabajo amplio, riguroso y novedoso, a la vez que divulga y profundiza en la ciencia económica. Se sirve para ello del sistema científico deductivo.

En los actos académicos de defensa de las tesis doctorales, los miembros del tribunal que juzgan una tesis, en ocasiones, saben menos del contenido de la tesis que el propio doctorando. Entre otros motivos, porque el doctorando ha pasado tres años o más investigando sobre un tema muy concreto y novedoso. Por su parte, los miembros del tribunal suelen tener un campo de conocimiento más amplio de la materia de la que se trata. Pero menos preciso sobre ese tema tan específico del que es objeto la tesis. Sin embargo, los miembros del tribunal, para cumplir con su obligación de juzgar la tesis, suelen poner objeciones que en muchas ocasiones se refieren a lo que el doctorando podría haber puesto y que no ha puesto. Y el doctorando no ha puesto aquello que se le dice porque su tesis, aunque esté relacionada con lo que se le comenta por parte del tribunal, es algo diferente y muy concreto.

### 2. Contrastación empírica

El supuesto tribunal alabaría el método hipotético deductivo en que se basa la investigación de Rallo. Dicho método solo considera verdadero, aquello que puede ser falsado, mediante contrastación empírica. En esto consiste, de forma muy simplificada, el método deductivo que utiliza Rallo. Es decir que, para aceptar teorías como científicas, ha de existir la posibilidad de que los resultados prácticos no estén de acuerdo con sus predicciones. Es el caso de países cuyo modelo socialista ha fracasado rotundamente. Pero algún miembro del tribunal, o cualquier doctor que hubiera en la sala, podría preguntarle por qué no aparecen en la tesis los experimentos económicos de Nicaragua, Corea del Norte, Venezuela

o el modelo aplicado por Salvador Allende en Chile en los años setenta del siglo pasado. O por qué a Cuba solo se le dedica una muy breve cita en la pág. 1.056 del segundo tomo. Modelos seguidos por esos países que, si se sometieran a un choque con la experiencia, serían como drones cargados de misiles que podrían destruir el modelo marxista leninista.

Al hipotético tribunal le parecería bien y se extendería en alabanzas sobre la originalidad de la voluminosa tesis de Rallo. En primer lugar, porque es una investigación que ofrece simultáneamente una revisión sobre Marx, y a la vez contra Marx, extensa y detallada. En segundo lugar, porque no existe una crítica integral a la teoría económica marxista tan metódica y ordenada como la que presenta Rallo.

Pero algún miembro objetaría que el doctorando podría haber volado más alto, y con menos minuciosidad destruir el edificio entero desde arriba, con una lógica hipotética deductiva más radical. Un método que permitiría rechazar todo el sistema marxista de una tacada. Podría haber elegido, por ejemplo, el criterio de comparación. Comparar dos países como Corea del Norte y Corea del Sur, que tienen el mismo idioma, idéntica historia, geografía y cultura. De repente, se separan y Corea fue dividida en dos esferas de influencia, siguiendo el paralelo 38. La zona del sur fue aliada de Estados Unidos, la del norte de la URSS. Y los resultados económicos obtenidos son diametralmente opuestos (2). La concepción marxista de la política económica de Corea del Norte no supera la prueba ni de la lógica deductiva ni de su comparación con los resultados de Corea del Sur.

Junto a la experiencia de Corea, es bien conocido que, a partir de 1989, el descontento de los ciudadanos de las economías de planificación central, pertenecientes a las denominadas experiencias europeas del comunismo, pidieron a gritos un cambio político y económico. Las revoluciones de 1989 recorrieron Europa central y oriental, ocasionando la caída del Muro de Berlín y el derrocamiento de los estados satélite de la URSS en muy poco tiempo.

John Maynard Keynes (3), en una visita que hizo a la URSS, constató algo que también está en la obra de Rallo. En aquel país, la población trabajadora industrial y urbana tenía un nivel de vida más alto de lo que podía justificar su productividad. Esta renta en exceso de la población del sector industrial se cubría con la explotación del campesinado. Efectivamente, el método oficial para beneficiar al proletariado industrial, en perjuicio de los agricultores, no radicaba tanto en los impuestos (aun siendo el impuesto sobre la tierra una partida muy importante del presupuesto de la URSS) como en la política de precios. Las autoridades comunistas compraban el trigo a los agricultores muy por debajo del precio mundial, y les vendían los textiles y otros bienes manufacturados a esos agricultores por encima del precio mundial.

Esta política se debió a que Vladimir Ilich Lenin ganó la Revolución Rusa sin reparar que, según el materialismo histórico de Marx, la victoria del proletariado solo era posible en la plenitud del desarrollo capitalista. Como no había suficiente proletariado industrial, entonces el gobierno de la URSS, y en concreto Lenin, forzó el advenimiento de ese proletariado para que se cumpliera el determinismo histórico: una insensatez.

Otra de las cuestiones que se podrían reprochar a Marx fue el tipo de régimen político que sus seguidores crearon. Los regímenes autoritarios, como las dictaduras del proletariado, dificultan, en general, el libre mercado y la actividad económica. Y, además, allí donde el comunismo se llevó a la práctica, los Estados tuvieron un carácter represor y no respetaron los derechos fundamentales de las personas. Esta mentalidad totalitaria queda bien descrita en un diálogo entre Lenin y un socialista español, Fernando de los Ríos, en 1920. Lenin le pregunta al español, ante sus objeciones democráticas, *¿Libertad para qué?* A lo que contesta Fernando de los Ríos: *Libertad para ser libres.*

### 3. Defectos formales

Desde el punto de vista formal, algo que nunca perdonan los tribunales en los trabajos académicos, como el que se reseña, son las faltas de sintaxis y ortografía y el uso de palabras que no están en el diccionario. Y, en este último punto, Rallo traspasa todos los límites, utilizando muchas palabras que no pueden encontrarse en el Diccionario de la Real Academia Española como, por ejemplo: plusproducto, sobreproporcionalmente, inerradicablemente, incuestionablemente, descentralizadamente, interrelacionadamente, proceso civilizatorio, hiperproductivamente, metaheurísticas, amplificadamente, naturalizadora, desalienarse, desalienar, autoalienación, autorreconocerse, transhistórica, etc. Quizá le recordarían que nuestra lengua es uno de los tesoros más importantes que tenemos y que está al alcance de todos. Por tanto, hay que fijarla, cuidarla y amarla. A ello se une la ausencia de un glosario o índice alfabético que permita conocer

al lector qué significan algunas de esas palabras.

Juan Ramón Rallo llega a las mismas conclusiones que Luis Ángel Rojo (4): Marx fracasa al querer proporcionar una base científica al socialismo, y ello se debe a que su visión de la dinámica del capitalismo es falsa. Es decir, las leyes enunciadas por Marx (que se detallan en el tomo 1 y que también señala Luis Ángel Rojo) no desembocaron en el colapso del capitalismo como Marx predijo. Efectivamente, desde 1867, año en que se publica *El capital*, Marx no acierta. Más bien se puede afirmar lo contrario de lo que afirmó Marx. Así: *a)* la miseria del proletariado no ha aumentado, sino que ha disminuido; *b)* las crisis económicas que él profetizaba no se han hecho más frecuentes y profundas, sino más suaves y distanciadas en el tiempo; *c)* la aparición de las clases medias ha reducido el antagonismo creciente, que Marx pronosticaba, entre capitalistas y proletarios; *d)* la propiedad del capital productivo, lejos de concentrarse, se ha dispersado en empresas de mediana y pequeña dimensión. En definitiva, después de una breve deliberación, es probable que el tribunal que juzgase la tesis doctoral le concediera a Juan Ramón Rallo, por esta investigación, la nota máxima de sobresaliente cum laude por unanimidad.

### Rafael Pampillón Olmedo

*Catedrático de la Universidad CEU San Pablo y del IE Business School.*

#### NOTAS

- (1) Es más, solo el análisis marxista de la *Teoría del Valor* (págs. 65 a 130 del tomo 1 con su crítica correspondiente en las págs. 17 a 323 del tomo 2) ya justificarían una tesis o un trabajo de fin de máster en Economía.

- (2) D. Acemoglu y James Robinson (2012) *Por qué fracasan los países*. Capítulo 3: «La Creación de la Prosperidad y la Pobreza». Deusto. Barcelona. Este libro no se cita en la bibliografía del libro de Rallo.
- (3) John Maynard *Ensayos de Persuasión*. Capítulo 20 titulado «Breve Panorama de Rusia (1925)». Editorial Crítica, Barcelona 1988. Este libro no aparece en la bibliografía del libro de Rallo.
- (4) Rojo, Luis Ángel «La crítica de Marx a la economía clásica». *Papeles de Economía Española* núm. 17, 1983. Este artículo no está en la obra que reseñamos.



### POLÍTICA ECONÓMICA DE LA SEGUNDA REPÚBLICA. ESPAÑA EN LA GRAN DEPRESIÓN INTERNACIONAL

Luis Peral Guerra

CEU Ediciones. 2022

443 páginas

Luis Peral Guerra (Madrid, 1950) es economista (colegiado desde 1973) y abogado (colegiado no ejerciente). Doctor, con Mención Internacional, en Historia por la Universidad CEU San Pablo de Madrid.

El libro que reseñamos pretende ofrecer una nueva lectura de los acontecimientos que condicionaron la economía española durante los años de la Segunda República y también en el periodo 1919-1930, tanto en España como a nivel internacional, analizados a la luz de los datos macroeconómicos más recientes en series largas. La obra está estructurada en cuatro partes bien definidas: la economía mundial y española en el periodo 1919-1929; la Gran Depresión internacional y sus consecuencias económicas, políticas y sociales; la política económica de la Segunda República y un capítulo especial dedicado a la España de 1935, cuando, en opinión del autor, se perdió una gran oportunidad de futuro, en un pro-

ceso que culminó en la tragedia de la guerra civil.

Al estudiar las políticas económicas de la Segunda República se hace hincapié en las políticas agrarias, fiscal, monetaria y de comercio exterior. Dentro del gasto público, se consideran con detalle, por su relevancia ideológica tras la llegada de la República, las políticas de reforma agraria, de educación y de defensa, y también otras, como la de seguridad ciudadana, que el deterioro del orden público obligó a incluir en las prioridades en el gasto del Estado.

Para Luis Peral, si se tuviese que definir de alguna manera la orientación predominante en la política económica de la Segunda República dos palabras serían las más adecuadas: ortodoxia y continuidad. La ortodoxia económica prevaleció en las respuestas de los Gobiernos republicanos frente a la depresión internacional, a pesar de que otros países se fueron apartando de esa orientación ortodoxa al ver muy dañadas sus economías por la crisis mundial. De otra parte, se aprecia una notable continuidad en las políticas fiscales (tanto en ingresos como en gastos públicos) y monetarias de todos los gobiernos de la Segunda República. Esa continuidad se extiende a esas mismas políticas realizadas por todos los Gobiernos españoles entre 1920 y 1935 e incluso al Régimen de Franco en ciertos aspectos (control de cambios y monopolio estatal del comercio de divisas, protección al carbón y al trigo nacionales, monopolio de petróleos, así como en la política hidráulica y de transformación en regadío).

Por otra parte, ha parecido imprescindible al autor considerar la situación de España dentro del ámbito político, económico y so-

cial europeo durante esas décadas y, especialmente, realizar un análisis comparativo con España del impacto de la Gran Depresión en otros países del sur de Europa (Francia, Italia, Portugal y Grecia). Países cuya estructura económica y social tenía elementos comunes con la de España, como, por ejemplo, la importancia económica y demográfica del sector agrícola. Sin embargo, hubo notables divergencias en las políticas económicas que cada país adoptó ante la Gran Depresión, divergencias que se debieron fundamentalmente al régimen político imperante en cada Estado y al grado de su vinculación con el patrón oro.

En la investigación se acredita que en el periodo 1929-1935 la depresión económica en España fue menos severa, en general, que en la mayoría de los países europeos. Entre 1931 y 1935 la renta nacional a precios constantes tuvo un crecimiento anual medio del 1,4%. En 1935, el PIB superó al de 1929 y España podía considerar superada la crisis económica.

La obra destaca hechos históricos no excesivamente conocidos del público en general: la expansión poco ortodoxa del gasto público en inmuebles y equipamientos de Alemania en la segunda mitad de los años veinte, financiada por créditos norteamericanos a un interés elevado; la magnífica reputación de España como deudor que, durante esos años y durante la Segunda República, jamás incumplió sus compromisos de deuda pública; la eficaz actuación del Banco de España (al contrario que lo que hicieron otros bancos centrales) como banquero en última instancia en 1931; la notable estabilidad de los precios en España entre 1921 y 1935 (en contraste con las deflaciones en otros países occidentales); las men-

cionadas ortodoxia y continuidad en las políticas fiscales y monetarias de los Gobiernos de la Segunda República, fuesen de centro-izquierda o de centro-derecha (personificados, respectivamente, por dos grandes ministros de Hacienda, Carner y Chapaprieta)...

Luis Peral apunta la hipótesis de los resultados positivos que hubiera tenido para la economía española –si no se hubiera iniciado antes la guerra civil– el abandono en octubre de 1936 del patrón oro por Francia (a cuya divisa estaba vinculada de hecho la peseta a partir de 1933), como ocurrió en los demás países del Bloque del Oro.

Este libro, constituye, en mi opinión, una aportación positiva a un mejor conocimiento, sin los condicionamientos ideológicos hoy tan frecuentes, de una etapa decisiva en la historia de España, que será de utilidad para otros investigadores de la historia económica y para los amantes de la historia en general.

La obra incluye 70 cuadros estadísticos, 80 gráficos y 275 referencias bibliográficas.

**Rafael Pampillón Olmedo**

*Catedrático de la Universidad CEU San Pablo y del IE Business School.*









# ECONOMISTAS

COLEGIO DE  
MADRID

13 euros

[www.cemad.es](http://www.cemad.es)

