

VEINTE AÑOS DE TRANSFORMACIONES ECONÓMICAS*

Pablo Hernández de Cos

Gobernador, Banco de España

* Versión editada de la intervención del gobernador en el Ciclo de Conferencias XX Aniversario del euro

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.