

ANUARIO DEL
EURO
2013



FUNDACIÓN DE
ESTUDIOS FINANCIEROS

fundación





FUNDACIÓN DE
ESTUDIOS FINANCIEROS

fundación



ANUARIO DEL EURO 2013

Dirección

**Fernando Fernández Méndez de Andrés
IE Business School**

**Con la colaboración de Carlos Poza Lara
Universidad Antonio de Nebrija**

ISBN: 978-84-616-7949-2
Depósito Legal: M. 1255 - 2014
Edita: Fundación de Estudios Financieros
Imprime: Global F. Marketing C.S.L.



ÍNDICE

EQUIPO DE TRABAJO	7
PRESENTACIÓN	9
RESUMEN EJECUTIVO	11
1. Introducción	11
2. Un esquema básico del libro: el euro se ha salvado de una muerte anunciada	12
3. La fragmentación financiera de la Eurozona	14
4. La reforma institucional de la Unión Monetaria Europea	19
5. A modo de conclusión: diez lecciones para refundar la Unión Monetaria Europea	38
PARTE A. EL USO DEL EURO Y LA FRAGMENTACIÓN FINANCIERA DE LA ZONA	
1. Una panorámica del papel del euro en el mundo	
<i>Calos Poza Lara</i>	43
1.1. El euro como medio de pago	44
1.1.1. Evolución del tipo de cambio nominal de la moneda única en 2013	44
1.1.2. El euro como moneda de pago en el comercio internacional	47
1.2. El euro como activo de reserva	50
1.2.1. La evolución de las reservas internacionales en euros	50
1.2.2. El euro como ancla nominal de los tipos de cambio	55
1.2.3. El euro como moneda paralela: depósitos, préstamos y otros indicadores de confianza del euro	61
2. El euro y los mercados financieros: la utilización de la divisa europea en los mercados internacionales	
<i>Pedro Antonio Merino y Mauricio A. Ortega Hinojosa</i>	69
2.1. Introducción	69
2.2. Origen de los activos denominados en Euros	71
2.2.1. Mercado Financiero Único	72
2.2.2. Plan de Acción de la Comisión de Servicios Financieros	73
2.3. Desarrollo y estado actual de los mercados financieros en Euros	75
2.3.1. Mercados Monetarios: interbancario, repos y papel comercial	75
2.3.2. Mercado de deuda privada y pública de largo plazo	86
2.3.3. Mercado de deuda internacional	93
2.3.4. Mercado de tipo de cambio	95
2.3.5. Derivados de tipo de interés en mercados no organizados	99
2.3.6. Mercado de Renta Variable	102
2.4. Conclusiones	105

**3. ¿Se ha reducido la fragmentación financiera en la zona euro?**

<i>José Ramón Díez</i> _____	111
3.1. Introducción _____	111
3.2. ¿Qué entendemos por integración financiera? _____	112
3.3. ¿Por qué es importante avanzar en el grado de integración financiera? _____	112
3.4. Principal enemigo de la integración financiera _____	113
3.5. Indicadores del grado de integración financiera en los mercados financieros _____	114
3.5.1. Mercados monetarios _____	115
3.5.2. Mercados de deuda _____	121
3.6. Indicadores de fragmentación en el sector bancario _____	124
3.6.1. Préstamos _____	124
3.6.2. Depósitos _____	127
3.7. Conclusiones _____	129

PARTE B. LOS AVANCES HACIA UN ÁREA MONETARIA ÓPTIMA

4. La política monetaria común _____	135
4.1. De la política monetaria convencional a la no convencional _____	135
4.2. La política monetaria convencional en la eurozona _____	137
4.3. El funcionamiento de Target2 _____	143
4.4. Las políticas monetarias no convencionales en la eurozona: evolución y resultados _____	146
4.4.1. Evolución de la liquidez extraordinaria: LTRO especiales y ELA _____	146
4.4.2. Compra de activos _____	149
4.4.3. Políticas de colaterales _____	152
4.5. El status de las <i>Outright Monetary Transactions</i> _____	153
5. La armonización de la regulación bancaria europea	
<i>Ana García Rodríguez y Pilar Lluésma Rodrigo</i> _____	163
5.1. Principales novedades en materia de regulación bancaria: capital, liquidez, remuneración, SIFIs _____	164
5.2. La coordinación europea: las relaciones entre la EBA y el BCE _____	174
5.3. La coordinación internacional: la EBA y el FSB _____	179
6. Avances en la unión bancaria _____	181
6.1. Introducción: la construcción de la unión bancaria _____	182
6.2. La puesta en marcha de la Autoridad de Supervisión Europea _____	184
6.2.1. La posibilidad de recapitalización directa _____	185
6.2.2. El reglamento del supervisor europeo _____	186
6.2.3. La auditoría de los balances bancarios previa a la entrada en funcionamiento del SSM _____	196
6.3. De la supervisión común al Mecanismo Europeo de Resolución Bancaria _____	200



6.3.1. La Directiva Europea de Reestructuración y Resolución Bancaria	201
6.3.2. La propuesta de la Comisión sobre el Mecanismo Único de Resolución	202
6.3.3. La decisión in extremis del Consejo de diciembre	205
6.4. La larga marcha hacia un Mecanismo Europeo de Garantía de Depósitos	207
7. Unión Fiscal y constitución de un Tesoro Europeo	211
7.1 Contexto macroeconómico: la política fiscal en la Unión Monetaria	211
7.2. Las reglas fiscales en la Unión Monetaria	216
7.3. Hacia un activo europeo para la gestión de la política monetaria común	229
7.4. La sostenibilidad de la deuda pública	232
8. Unión Económica	237
8.1. Desequilibrios de la balanza de pagos en la eurozona	238
8.2. Más allá del procedimiento de desequilibrios excesivos	242
8.3. Las reformas estructurales y el procedimiento comunitario	251
8.4. La reforma de las pensiones	254
9. El gobierno del euro	
9.1. La crisis del euro y sus soluciones: implicaciones jurídicas e institucionales para la integración europea <i>Marie-José Garot</i>	257
9.1.1. Estabilizar la zona Euro	257
9.1.2. Gobernar la Unión Monetaria y Económica	267
9.1.3. El papel de las instituciones de la Unión europea en la nueva arquitectura de la UEM	272
9.1.4. Los riesgos de esas soluciones: ¿hasta dónde puede el sistema ser flexible sin romperse?	274
9.2. La nueva geografía política del euro <i>José Ignacio Torreblanca y Jose Piquer</i>	281
9.2.1. Introducción	281
9.2.2. Gobernanza del euro en crisis	282
9.2.3. Realineamientos institucionales, nuevos autores	285
9.2.4. La fractura del espacio político europeo	288
9.2.5. ¿Qué quieren los europeos?	291
9.2.6. El euro y la unión política	297
ENTIDADES PATRONO DE LA FUNDACIÓN DE ESTUDIOS FINANCIEROS	301



EQUIPO DE TRABAJO

DIRECCIÓN

Fernando Fernández Méndez de Andés

Doctor en Ciencias Económicas y Profesor de Economía y Estabilidad Financiera del IE Business School. Consultor internacional. Ha sido director del Servicio de Estudios del Banco Santander Central Hispano y Economista Principal del Fondo Monetario Internacional.

COLABORADORES

José Ramón Díez Guijarro

Licenciado en Ciencias Económicas y Empresariales por la Universidad Complutense de Madrid y Máster en Finanzas por ICADE con más de 20 años de experiencia en diversos campos del análisis macroeconómico. Es Director del Servicio de Estudios de Bankia y profesor de IE Business School y CUNEF.

Ana García Rodríguez

Asociada principal en la oficina de Madrid. Su práctica profesional y su especialización se centran en el Derecho mercantil, Derecho bancario, financiero, regulatorio y Derecho del mercado de valores.

Marie-José Garot

Profesora de Derecho Europeo de IE Law School. Es titular de la Catedra Jean Monnet-IE y directora del Centro de Excelencia de Estudios Europeos de IE University. Ha desarrollado su actividad investigadora en el Instituto Universitario Europeo de Florencia, el Centro Europeo de Derecho Público (Atenas) y la Universidad Carlos III de Madrid.

Pilar Lluesma

Asociada coordinadora en la oficina de Madrid. Inició su trayectoria profesional en la oficina de Valencia de Uría Menéndez y trabajó, posteriormente, en Ramón y Cajal Abogados y en Linklaters Madrid. Su práctica profesional se centra en el ámbito bancario y financiero y en el Derecho del mercado de Valores, con especialización en Derecho regulatorio financiero (entidades de créditos y empresas de servicios de inversión).

Pedro Antonio Merino García

Técnico Comercial y Economista del Estado, MBA por el Instituto de Administración de Empresas (I.A.D.E.) y Director de Estudios y Análisis del Entorno de Repsol. Ha ocupado diversos cargos en el Tesoro español y el FMI y publica regularmente sobre temas monetarios y el mercado del petróleo.

Mauricio A. Ortega Hinojosa

Ingeniero comercial, Master en Administración de Empresas en la Universidad de Santiago de Chile y Master en Dirección de Entidades Financieras en el IEB. Ha trabajado en el sector bancario y como consultor en mercados financieros de materias primas.

Jose Piquer

Asistente de investigación en la Oficina en Madrid del Consejo Europeo de Relaciones Exteriores (ECFR). Licenciado en Ciencias Políticas y de la Administración, licenciado en Periodismo y Master en International Relations por el Instituto de Empresa (IE).

Carlos Poza Lara

Doctor en Ciencias Económicas por la Universidad Complutense de Madrid. Profesor Titular de Análisis Económico de la Universidad Nebrija. Profesor Asociado del Centro de Estudios Económicos y Comerciales - UIMP. Profesor Asociado de la Universidad Carlos III.

José Ignacio Torreblanca

Investigador Principal y Director de la Oficina en Madrid del Consejo Europeo de Relaciones Exteriores (ECFR). Es Profesor Titular de Ciencia Política y de la Administración en la UNED y Miembro del Instituto Juan March de Estudios e Investigaciones. Entre sus libros destaca La fragmentación del poder europeo.



GRUPO DE CONSULTA

Mónica de Linos Escofet
Directora Fundación ICO

Carlos Gómez
Servicio de Estudios ICO

Blanca Navarro
Servicios de Estudios ICO

Silvia Consuegra Rodríguez
Técnico Fundación ICO

Juan Carlos Ureta Domingo
Presidente FEF-IEAF

Javier Méndez Llera
Director General – Secretario General FEF-IEAF

Alfredo Jiménez Fernández
Director de Análisis y Estudios FEF



PRESENTACIÓN

La Fundación ICO y la Fundación de Estudios Financieros decidieron en el año 2012 la iniciativa conjunta de publicar un estudio periódico denominado «Anuario del Euro» cuyo objetivo fuera contribuir al conocimiento de la relevancia y el papel que representa la moneda única y sugerir nuevas propuestas e ideas para reforzar su alto nivel de aceptación.

El objetivo de esta colaboración se traduce en la elaboración de una publicación anual a la que ambas instituciones pretenden darle una alta difusión en los ámbitos social, económico-financiero, empresarial y de la administración pública. Se trata de poner a disposición del lector los importantes cambios que se han producido en el último año en la unión monetaria, fiscal, económica y política, señalando los aciertos, las limitaciones y las posibles insuficiencias de esos cambios.

Para responder a este objetivo, el informe que presentamos correspondiente al año 2013, se articula en nueve capítulos que recogen aspectos esenciales de la construcción europea. Los tres primeros describen la realidad actual de la Unión Monetaria y cuantifican la utilización del euro en las operaciones de comercio internacional y en los mercados financieros. A su vez, se analiza si se ha avanzado en el proceso de integración financiera europea. Los seis siguientes estudian la construcción de una nueva Unión Monetaria Europea. Así se analizan la evolución de la política monetaria de la Eurozona, la unión bancaria, cuya principal novedad y aspecto más significativo ha sido la puesta en marcha del supervisor único, y los retos que representan la unión fiscal, la unión económica y la unión política.

El trabajo incluye un resumen ejecutivo que sistematiza las diferentes aportaciones realizadas por los colaboradores que han participado en él y un decálogo de conclusiones que remarca las principales cuestiones que queremos transmitir.

En el estudio se señala que el avance ha sido espectacular y hoy la Eurozona está mucho más cerca de ser un área monetaria óptima. Ahora bien, en esta reforma la Unión ha ido cambiando su naturaleza acercándose a un modelo multinacional en el que el método comunitario inicial ha perdido atractivo y legitimidad. En este contexto, recuperar al ciudadano europeo, perdido ante tanto discurso excesivamente técnico, parece una prioridad. Y para ello, nada mejor que explicar con rigor y detalle a lo largo de este volumen los múltiples cambios que se han producido en la Unión Monetaria, analizar lo que significan y cómo van a influir en nosotros.

El estudio ha sido dirigido por D. Fernando Fernández Méndez de Andés, Profesor del IE Business School y Director de la Cátedra del Sistema Financiero Internacional. A su vez ha contado con un equipo de competentes colaboradores vinculados al mundo académico y profesional. A todos ellos queremos transmitirles nuestro agradecimiento y felicitación por el excelente trabajo realizado.

La Fundación de Estudios Financieros y la Fundación ICO esperan que el anuario correspondiente al año 2013 suponga una importante aportación al actual debate sobre el euro y la construcción europea y que sea del interés de todos sus lectores.



RESUMEN EJECUTIVO

1. INTRODUCCIÓN

Cuando hace dos años la Fundación de Estudios Financieros me encargó un libro sobre la crisis en Europa¹ nunca pensamos, yo desde luego no, que se iba a convertir en un encargo recurrente. Simplemente nos limitamos a identificar la naturaleza del problema y a concluir que estábamos ante una crisis de la Unión Monetaria Europea que amenazaba con convertirse en endémica si las autoridades la seguían tratando como una crisis cambiaria más, como un problema típico de exceso de endeudamiento público y privado en países con disciplina económica laxa. No debíamos estar muy desencaminados porque la crisis se contagió rápidamente y acabó precipitando un proceso de reforma institucional para superar los olvidos voluntarios o necesarios en el Tratado de Maastricht. El resultado es que la Fundación nos encargó el segundo libro², esta vez sobre la nueva arquitectura institucional europea que entonces apenas se dejaba intuir. Y gracias a la Fundación ICO ese encargo puntual se acabó convirtiendo en un tercer libro, este Anuario del Euro en el que he contado con la intensa y eficiente colaboración del profesor Carlos Poza.

El año 2013 es sin duda el año en que la Unión Monetaria más ha cambiado desde su entrada en funcionamiento en 1999. Es el año en que definitivamente las autoridades políticas y económicas europeas han demostrado que la Unión Monetaria es una construcción política con pretensiones de permanencia y que para ello están dispuestas a cambiar todo lo que sea necesario. Es el año en que conceptos como unión bancaria, unión fiscal, unión económica e incluso unión política han dejado de ser códigos secretos utilizados en reuniones académicas para convertirse en parte del discurso oficial y de la agenda política. Con resultados espectaculares. Siempre insuficientes porque el camino por recorrer es mucho, y la impaciencia justificada si pensamos en la recesión europea, pero resultados impresionantes si echamos la vista donde estábamos hace apenas un año. Es el año en que ha desaparecido el riesgo de ruptura del euro, el llamado riesgo de redenominación; el año en que se ha detenido la fragmentación financiera de la Eurozona y se han recuperado los diferenciales de deuda; el año de la mutualización de la deuda fiscal y bancaria, vergonzosa e indirectamente pero mutualizada al fin, a través de la puesta en marcha del Mecanismo Europeo de Estabilidad, de la aprobación del

¹ «La crisis en Europa, crisis soberana o crisis del euro», Fundación de Estudios Financieros, Madrid 2012.

² «La arquitectura institucional de la refundación del euro», Fundación de Estudios Financieros, Madrid 2013.



supervisor bancario único y de la propuesta de Mecanismo Único de Resolución. Un año lleno de novedades de las que este Anuario intenta dar cuenta sistemática y críticamente. Porque este resumen ejecutivo, como los anteriores, es también una versión deliberadamente sesgada y provocadora de las opiniones de los distintos colaboradores en esta obra colectiva.

Este tercer informe, o primer Anuario como se prefiera, es diferente de los anteriores porque ya no se trata de identificar un problema al que las opiniones públicas informadas de los países europeos permanecían deliberadamente ajenas, ni tampoco de contribuir desde la realidad económica española a perfilar sus posibles soluciones, aunque algo de ambos objetivos sigue habiendo pues el proceso constituyente de la refundación del euro no ha hecho más que comenzar y como se argumenta en este libro solo puede acabar en un nuevo Tratado de la Unión Monetaria Europea. Este Anuario tiene un objetivo más inmediato y concreto, y a la vez fundamental, poner a disposición del lector español los inmensos cambios que se han producido en el año 2013 en la unión monetaria, fiscal, económica y política. Y al hacerlo señalar las limitaciones e insuficiencias de esos cambios con el doble objetivo de evitar consecuencias previsibles y huir de la complacencia que tanto daño ha hecho a Europa, y a España. Porque es cierto que el avance ha sido espectacular; hoy la Eurozona está mucho más cerca de ser un área monetaria óptima. Pero también que en la vorágine de la reforma continua, la Unión ha ido cambiando su naturaleza acercándose a un modelo multinacional en el que el Consejo se ha ido imponiendo a la Comisión, las negociaciones bilaterales al método comunitario, y Europa difuminando su atractivo y legitimidad. Recuperar al ciudadano europeo, perdido ante tanto discurso extremo, innecesariamente técnico o deliberadamente populista, parece una prioridad. Y para ello nada mejor que contar con todo rigor y detalle, los múltiples cambios que se han producido y analizar lo que significan y cómo van a influir en nosotros.

La Unión Monetaria Europea es un proceso histórico sin precedentes, en el que una serie de países democráticos, por la voluntad de sus ciudadanos expresada libremente, acuerdan renunciar a parcelas básicas de su soberanía nacional y transferirla a un nuevo espacio político en construcción. Una transferencia de soberanía que dibuja una realidad europea radicalmente distinta. Un diseño abierto pero irreversible, cuyas consecuencias solo ahora empezamos a entender plenamente. Un proceso que necesitamos conocer y entender –como consumidores, trabajadores, inversores, empresarios o simplemente ciudadanos–, para opinar e influir, pero también para anticiparnos y responder ante él, porque recordemos que toda crisis es también una oportunidad.

2. UN ESQUEMA BÁSICO DEL LIBRO: EL EURO SE HA SALVADO DE UNA MUERTE ANUNCIADA

Con esta idea en mente, el libro se estructura en nueve capítulos que son nueve miradas a aspectos esenciales de la construcción europea. Los tres primeros constituyen un conjunto en sí mismos, pues describen la profunda realidad actual de la Unión Monetaria, más allá de toda retórica. Los seis siguientes estudian la superación de la realidad actual, la construcción de una nueva Unión Monetaria Europea. El análisis de la



realidad comienza con una visión panorámica del uso del euro en las tres funciones tradicionales del dinero, como medio de pago en las transacciones internacionales, como depósito de valor en la acumulación de reservas internacionales y como activo financiero sujeto a la ley de oferta y demanda, a la especulación. Pasa luego a describir el uso del euro en los mercados financieros desbrozando sistemática y exhaustivamente las distintas estadísticas internacionales al respecto. Para cerrar esta primera parte, intentamos responder a una pregunta que todos nos hemos hecho estos años, ¿se ha reducido en 2013 la fragmentación financiera del área euro?, que es lo mismo que preguntarnos si estamos más cerca del final de la crisis europea.

La segunda parte del libro comienza con un análisis de la evolución de la política monetaria de la Eurozona, un análisis que no busca dar una opinión sobre su adecuación a las circunstancias macroeconómicas de la Eurozona –ya lo hacen analistas, inversores y políticos cada vez que tienen oportunidad y un Anuario no puede aportar mucho a ese debate intrínsecamente pegado a la actualidad– sino describir cómo el Banco Central Europeo (BCE) también ha ido girando hacia posiciones cada vez menos ortodoxas, y al hacerlo ha generado nuevos problemas que requieren análisis y soluciones. Lo que nos lleva a adentrarnos en la armonización de la regulación bancaria y analizar las novedades legislativas desde la óptica de los derechos de deudores, acreedores, depositantes y accionistas de las entidades bancarias. Sigue luego un amplio capítulo sobre la unión bancaria, la principal novedad y el aspecto más significativo del año con la puesta en marcha del supervisor único, pero un capítulo que está en cierta medida sin acabar, como la propia unión bancaria, pues a la fecha del cierre de edición eran muchas las cuestiones aún pendientes referidas sobre todo a la evaluación sistemática de los bancos europeos y al mecanismo de resolución común. Analizamos a continuación la unión fiscal, un aspecto complejo y poco conocido donde la opacidad del proceso legislativo europeo y sobre todo el ruido de la intervención en algunos países ha eclipsado la reflexión sobre los cambios fundamentales en la naturaleza del control presupuestario en Europa y sobre la cesión de soberanía a las autoridades europeas con la que se ha saldado el año cinco de la crisis del euro. Finalmente estudiamos la unión económica, quizás la parte más controvertida del diseño institucional de la nueva unión europea porque existen dudas académicas sobre su conveniencia y políticas sobre su oportunidad. Pero es cierto que la crisis europea es también una crisis de flujos privados de capital y de falta de crecimiento y en ese sentido, los equilibrios fundamentales y los aspectos estructurales han merecido una creciente atención este año.

El libro termina con un capítulo doble dedicado a la unión política, donde dos autores distintos intentan responder a dos preguntas diferentes pero que en el fondo son la misma. Primera, ¿hace falta un nuevo Tratado de la Unión Monetaria?, para lo que se estudia la compleja inter-relación jurídica entre la Unión Europea y la Unión Monetaria Europea, un tema que irá cobrando protagonismo a medida que la Eurozona se vaya consolidando política y jurídicamente. Segunda, ¿cómo construir una nueva unión política, una personalidad propia que ayude a la Unión a recuperar la legitimidad política y el apoyo de los ciudadanos? Aspecto difícil donde el cumplimiento de lo pactado ha de ser la norma, donde los sacrificios y los ajustes han de complementar a las transferencias y donde crecen peligrosamente los nacionalismos. Ambos concluyen que hace falta una nueva voluntad política europea plasmada en nuevo Tratado constituyente de la Unión Monetaria Europea.



3. EL USO DEL EURO Y LA FRAGMENTACIÓN FINANCIERA DE LA EUROZONA

El primer capítulo, *una panorámica del euro en el mundo*, parte de un análisis de la utilización del euro en el comercio internacional pues no cabe duda que uno de los objetivos de la Unión Monetaria era precisamente la sustitución del dólar como medio de pago en el comercio y, por tanto, avanzar en la independencia relativa de Europa respecto al tipo de cambio y al dólar. La principal conclusión que se extrae es la sorprendente estabilidad del uso del euro en el comercio internacional, estabilidad que ha sobrevivido a la crisis, pero la crisis sí ha hecho que el euro haya perdido algún terreno ganado al dólar. La utilización media del euro en todos los países de la zona euro es más o menos la misma para los bienes primarios y los productos manufacturados (alrededor del 50% para las importaciones y más del 66% de las exportaciones). Sin embargo, la participación del euro es considerablemente menor en el caso del petróleo, productos derivados del petróleo y materiales relacionados: 43% en las exportaciones y el 12% en las importaciones, lo que refleja el papel dominante que continúa teniendo el dólar en ese y otros mercados cruciales de *commodities*.

El euro ha experimentado desde su creación en 1999 un crecimiento paulatino como moneda de reserva que le ha permitido llegar a ser la segunda divisa depósito de valor del mundo. En 1999 el volumen de reservas internacionales en euros alcanzaba los 247.000 millones de dólares y en 2012 1,4 billones de dólares, ambos a tipo de cambio corriente. En términos porcentuales, esto supone que en 1999 el 17,9% de las reservas mundiales estaban en euros y en 2012 el 24,3%. Estos mismos porcentajes a tipo de cambio constante, serían del 22% en 1999 y 24,6% en 2012. Sin embargo, esta tendencia creciente como moneda de reserva se ha visto también truncada a partir de 2009 como consecuencia de los efectos de la crisis soberana europea en la credibilidad del euro.

Del mismo modo que se ha producido un incremento del volumen de reservas en euros a nivel mundial, se ha producido un mayor uso del euro como ancla nominal de los tipos de cambio en distintos países. En 1999, 37 países en el mundo ligaban el valor de su moneda a la divisa europea de manera explícita o implícita, mientras que son ya 46 en 2013. Actualmente existen 5 países euroizados, 2 economías con régimen de convertibilidad con el euro, 17 economías que utilizan el tipo de cambio fijo con el euro como moneda ancla, 5 países que determinan su tipo de cambio con bandas de fluctuación cuya moneda de referencia es el euro, 9 economías que incluían al euro en la cesta de monedas ancla, 1 país que tiene establecido un acuerdo de tipo de cambio especial con el euro con un límite de apreciación y 7 países con tipo de cambio formalmente flotante que afirman intervenir en función del tipo de cambio del euro.

Los depósitos denominados en euros fuera de la eurozona han crecido a tipo de cambio corriente desde la constitución del euro, desde los 77 mil millones de dólares en el año 2000 hasta los 379 mil millones de dólares en 2012. Es obvio que en esta evolución ha influido la apreciación del euro, pero no solo. La crisis de la deuda soberana europea han neutralizado un cierto crecimiento de los depósitos internacionales en euros que se venía observando con anterioridad a 2007. Análogamente, los préstamos concedidos en euros con respecto al total de préstamos en divisas a prestatarios no pertenecientes a la



eurozona han crecido levemente entre 1999 y 2011 (15,2% y 16,2%), con una tendencia clara y fuertemente creciente en el periodo pre-crisis y otra ligeramente decreciente durante la crisis. El máximo histórico del euro llegó en 2004 con un casi 30% de los préstamos en moneda extranjera. Pero el dólar vuelve a mostrarse dominante como divisa vehículo en créditos en moneda extranjera.

Los datos que se presentan en este capítulo, y que acabamos de resumir, dejan un sabor agrídulce, pues no se cumple la gran ambición europea de que su moneda fuera sustituyendo progresivamente al dólar. Pero hay sin duda motivo de satisfacción en cuanto que los excepcionales acontecimientos económicos, sociales e institucionales de estos últimos años, y que no han sido especialmente favorables a un uso creciente del euro, no han afectado a su proceso de consolidación como divisa internacional en todas sus manifestaciones.

La gran emergencia internacional del euro se produjo con su puesta en circulación hace ya catorce años. Fue en los años inmediatamente siguientes cuando los principales actores del comercio de mercancías y divisas reconfiguraron sus carteras y estrategias para hacer frente a esa nueva realidad. Desde entonces el euro se ha convertido en normal, en habitual, en necesario pero también en nada excepcional. Su futuro está asegurado como divisa alternativa, no depende de factores económicos, de la gestión de la política monetaria o cambiaria, pero su triunfo como divisa dominante ni siquiera del devenir de la banca europea, sino que es cuestión geoestratégica y geopolítica. Y no cabe esperar que el siglo XXI sea precisamente europeo.

La aceptación generalizada del euro es un activo muy importante de Europa. Un activo que no se puede perder sin costes dramáticos para todos los agentes afectados. Conviene también recordarlo cuando desde algunos sectores se cuestionan las bondades del euro. Su desaparición implicaría la necesidad de redenominar millones y millones de transacciones internacionales, de contratos de activo y pasivo, de títulos financieros. Un escenario de pesadilla que nadie quisiera contemplar y que parece prácticamente imposible a finales de 2013. Pero no lo era al comienzo el año.

Pedro Antonio Merino y Mauricio A. Ortega Hinojosa estudian en el capítulo 2 la evolución de los volúmenes de negociación en euros en los distintos mercados financieros y concluyen afirmando que se han alcanzado muchos de los objetivos planteados en el momento de adoptar la moneda única. Sin duda alguna ahora la Eurozona es mucho más que la suma de sus partes y los beneficios logrados en cuanto a disponibilidad de la financiación y su coste respaldan esta afirmación.

Analizando los distintos mercados financieros se observa que en los mercados monetarios la actividad interbancaria, que había aumentado de 2 billones de dólares en el 2000 a 9 billones en 2008, máximo alcanzado previo a la crisis, se contrajo luego en 3 billones. No puede, sin embargo, hablarse propiamente de un *credit crunch*, de una restricción crediticia global de la Eurozona, porque la expansión del balance del BCE en € 1,7 billones y el aumento de los repos en € 1,5 billones han compensado la caída de la financiación interbancaria. En lo que se refiere al papel comercial, la moneda única trajo consigo un fuerte crecimiento de las emisiones y ya en 2003 la financiación de las empresas a corto plazo en euros superó el saldo de emisiones en dólares, alcanzando su máximo también en 2008, equivalente a US \$ 600.000 millones. A partir de entonces este saldo



vivo de emisiones ha caído un 50%. La deuda pública de corto plazo en la Eurozona –que había tenido históricamente un crecimiento más modesto– se duplicó de € 400.000 a € 800.000 millones entre 2008-2011, pues en los peores momentos de la crisis los distintos gobiernos europeos o bien no podían captar a plazos más largos o no estaban dispuestos a pagar el sobre precio que se les exigía. La tendencia ha sido común a todos los mercados de corto plazo, un fuerte crecimiento en los años previos a la crisis, seguido de una drástica restricción financiera que solo parcialmente se va normalizando con la actitud decidida y beligerante del BCE y los programas de estabilización puestos en marcha a nivel nacional con financiación europea.

Los mercados de deuda, pública y privada, en la Eurozona suman 22 billones de dólares de deuda viva a largo plazo y se aproximan en tamaño a los cerca de 35 billones de dólares del mercado en EE.UU. La crisis financiera puso fin a un largo periodo de liquidez abundante. El apetito por deuda internacional denominada en euros, en su medida amplia, cayó un 14% de 2009 a 2011. Como corresponde a la importancia de la financiación bancaria al sector corporativo, la particularidad del mercado de deuda en la zona euro es el peso de las emisiones bancarias, que suponen el 90% del total, en comparación con el de EE.UU., donde un tercio de las emisiones son de empresas no financieras que acuden directamente a los mercados. Peculiaridad que aumenta en Europa, y notablemente en España, el grado de dependencia entre el ciclo económico y el ciclo del crédito bancario. El proyecto de unión monetaria buscaba, y en cierta medida ha conseguido, desarrollar el incipiente mercado de deuda privada de corporaciones no financieras en Europa, un mercado que actualmente crece a tasas en torno al 10% interanual. Un mercado que todo gobierno dice fomentar y que será muy importante para evitar que el necesario desapalancamiento bancario afecte drásticamente al sector privado corporativo y castigue desproporcionadamente el empleo.

En los mercados de tipo de cambio el cruce más importante es el Euro-dólar, el precio más importante de la economía mundial. La moneda más negociada es el dólar con un 87% de participación; la segunda moneda más negociada, es el euro que históricamente tenía una proporción del mercado de 38%, y que ha cedido cuota en los últimos años al caer al 33% como efecto de la crisis del euro y como consecuencia del auge de algunas monedas emergentes que han ganado importancia a medida que su crecimiento se prolongaba en el tiempo, y mejoraban su estabilidad macro.

Los contratos sobre tipos de interés negociados en mercados no organizados en euros han superado la negociación en dólares americanos, lo que se explica por la mayor importancia del sector bancario europeo cuya gestión de riesgo de mercado es intensiva en la utilización de dicho instrumento. Los contratos sobre tipos de interés en euros pasaron de una media diaria de US\$830.000 millones en 2010 a US\$1,15 billones en 2013. En 2001, primer año de referencia, el volumen negociado fue sólo de US\$ 0,2 billones.

La capitalización bursátil de las acciones que cotizan en dólares supera los US\$20 billones y representa prácticamente el doble de la capitalización en euros. Sin embargo, en tasas de crecimiento las acciones denominadas en la moneda europea han aumentado más de un 100% mientras que aquellas en dólares solo han crecido un 40%. Pero no cabe hacerse ilusiones, no solo la crisis explica este atraso relativo, también juegan un



papel importante factores estructurales y técnicos como dinamismo, eficiencia, innovación, segmentación y falta de liquidez.

En definitiva, y cumpliendo uno de los objetivos fundacionales de la Unión Monetaria, el euro tiene un gran protagonismo en los mercados financieros internacionales. Pero la magnitud de la contracción financiera en los cinco años de crisis, entre un 30% y un 50% según los distintos mercados, ha cuestionado esa importancia y ralentizado su consolidación. Porque la fragmentación de la Eurozona ha supuesto una contracción que no ha tenido parangón en ninguna otra zona monetaria, ni siquiera en Estados Unidos, epicentro de los problemas bancarios. Una contracción que refleja la imperiosa necesidad de completar el edificio institucional del euro. Ciertamente los inversores se han recuperado del pánico, pero están condicionando su confianza y credibilidad a que la Eurozona ponga en marcha los cambios estructurales necesarios para dar estabilidad y permanencia al euro.

José Ramón Díez dedica el capítulo 3 precisamente a analizar distintos indicadores de fragmentación financiera. Un proceso de renacionalización del ahorro que se agudizó desde mediados de 2011 hasta el verano de 2012, cuando los mercados descontaron con una elevada probabilidad la ruptura del euro. Desde entonces, las dudas sobre el futuro de la Unión se han ido disipando, aunque el ahorro sigue sin moverse dentro de la UEM exclusivamente con criterios de búsqueda de la mayor rentabilidad, con la consiguiente pérdida de crecimiento potencial y perjuicio para los países tradicionalmente «importadores» de ahorro externo, un perjuicio solo parcialmente compensado por la decisiva actuación del BCE como redistribuidor de la liquidez dentro de la zona euro³.

En toda unión monetaria digna de tal nombre, el riesgo sectorial o el propio de la compañía son los únicos que deberían determinar las condiciones de financiación de los agentes económicos y no el riesgo país. Un mercado financiero integrado supone que: (i) todos los participantes están sujetos a una regulación común, (ii) se cumple la ley del precio único, es decir, el tipo de interés de productos homogéneos (en vencimiento, riesgo, etc.) debe ser idéntico, (iii) se produce una elevada negociación *cross-border*, y (iv) no se detecta un sesgo doméstico en las carteras de los inversores, sobre todo institucionales porque los inversores minoristas tienen barreras de información. Estas cuatro leyes económicas están muy lejos de ser una realidad en la Eurozona. Es más, esta primera crisis de la UEM se ha llevado por delante una parte importante del mercado financiero único que tan laboriosamente venía construyéndose desde los inicios de la negociación del Tratado de Maastricht. Los europeos hemos tardado en sacar las lecciones oportunas, por eso la crisis está siendo innecesariamente larga y dolorosa, pero 2013 ha sido el año del reconocimiento de la realidad. Con ese reconocimiento, y con la puesta en marcha de la unión bancaria, se ha conseguido detener parcialmente la fragmentación y disminuir los diferenciales y la preferencia doméstica.

³ Una función inevitable y necesaria de todo banco central preocupado por la estabilidad de su área de control monetario pero que, sin embargo, le ha generado críticas despiadadas de algunos economistas alemanes más preocupados de salvar el ahorro alemán que de salvar al euro. Como si ambos objetivos fueran separables y como si Mario Draghi hubiera cometido una herejía al sostener la obviedad de que tan importante como la inflación en la Eurozona era la propia supervivencia de la unión monetaria.



En concreto, en los mercados monetarios, se ha producido una mejora notable desde julio de 2012. El punto más débil es que no han regresado los volúmenes de actividad existentes antes de la crisis financiera y los plazos a los que se presta siguen siendo mucho más reducidos. Además, gran parte de la operativa que antes se desarrollaba en mercados privados ahora se efectúa con el BCE, lo que ha provocado una «centralización» y «politización» de la intermediación financiera. No será hasta que el BCE empiece a jugar un menor papel como suministrador de liquidez a las entidades financieras cuando se pueda testar si realmente se está normalizando la situación. Ya en 2013 han empezado a reducirse los saldos deudores en Target2 de los países sometidos a tensiones en la UEM⁴, hecho que refleja la disminución de sus desequilibrios de balanza de pagos y el gradual desapalancamiento de sus sistemas financieros. La normalización completa de estos saldos y el retorno operativo del mercado interbancario europeo es el principal reto de política monetaria al que se enfrentará el BCE en 2014. Un reto complicado por la persistente debilidad de las economías europeas y la fragilidad de sus entidades bancarias. Pero un reto que se hace más factible al asumir el BCE también la supervisión de las entidades financieras.

En cuanto al mercado de bonos soberanos de la UEM, la recuperación de los niveles de integración financiera queda reflejada en los descensos de las primas de riesgo entre países y de las primas de los CDS. Un descenso que ha sido muy notable en el caso español, donde hemos acabado el año en niveles cercanos a los 200 p.b., que parecen configurar un nuevo equilibrio, un nuevo *steady state*, al menos hasta que se corrijan sustancialmente los desequilibrios fiscales y ganen credibilidad los mecanismos de disciplina fiscal aprobados por la Unión Europea como consecuencia también de su reforma institucional.

En los mercados de financiación minoristas se han producido avances moderados en los últimos meses, aunque todavía las empresas españolas (especialmente pymes) pagan un diferencial elevado en sus préstamos frente a las de países del centro de Europa. El problema en este caso es separar qué parte del diferencial vendría explicado por la fragmentación financiera (riesgo soberano y riesgo de solvencia del sector financiero) y que por lo tanto debería continuar corrigiéndose con la puesta en marcha de la unión bancaria y fiscal, y qué parte se debe sin embargo a la situación del ciclo económico nacional y al propio riesgo de las empresas ante sus peores perspectivas de ventas y beneficios.

En definitiva, de la lectura de estos tres primeros capítulos se obtiene una inequívoca conclusión común: la integración de los mercados en la UEM no está funcionando como sería deseable en un área monetaria óptima pero, al menos, en los últimos meses se empieza a constatar una moderación de la fractura producida como consecuencia de los errores cometidos en la respuesta política a la crisis. Una respuesta incierta y cambiante que generó desconfianza sobre la viabilidad de la Unión Monetaria y subrayó los problemas de información asimétrica en la zona euro. Desde julio de 2012, el BCE ha conseguido reducir la inestabilidad financiera en toda la región y reabrir poco a poco los mercados de financiación mayorista, desatascando parcialmente algunas de las cañerías

⁴ También es importante resaltar la menor dispersión entre los tipos de interés negociados (medida por su desviación estándar), gracias a la disminución de las primas de riesgo exigidas a las contrapartidas de los países periféricos de la UEM.



que estaban obstaculizando la transmisión de la política monetaria en la zona euro. Probablemente hemos dejado atrás los mayores niveles de fragmentación financiera, pero aún queda un largo camino para hablar de normalización, para alcanzar una situación en la que no exista discriminación entre agentes económicos dentro de la zona euro en su acceso al capital debido a su localización geográfica. Un camino que depende crucialmente del acierto en la reforma institucional de la Unión Monetaria; reforma que es el núcleo central de este libro y al que dedicamos toda la segunda parte.

4. LA REFORMA INSTITUCIONAL DE LA UNIÓN MONETARIA EUROPEA

Comienza esta segunda parte con un capítulo dedicado a la política monetaria común que analiza el camino a la heterodoxia emprendido por todos los bancos centrales de los países desarrollados para evitar que la recesión se convirtiese en una nueva gran depresión. Camino que también ha emprendido definitivamente el BCE, no hay más que ver la evolución de su balance y el volumen y calidad de sus activos, pero con las limitaciones propias de su tradición y sus características institucionales. De su tradición, porque cualquier banco central europeo será siempre más anti-inflacionista que sus homólogos americanos o asiáticos, más sujeto a reglas y menos intervencionista. Y de su institucionalidad, porque el BCE sigue expuesto a la necesidad de legitimarse, necesidad que junto a su compleja estructura de gobierno condiciona sus decisiones y limita su creatividad y activismo.

La crisis ha desafiado el modelo tradicional de política monetaria hasta el punto que condiciones extremadamente adversas indujeron a los principales bancos centrales a responder de manera completamente heterodoxa, primero, para restablecer el funcionamiento de los mercados financieros e intermediación, y segundo, extremando la acomodación monetaria hasta alcanzar tipos de interés cero o incluso negativos. Había que evitar la gran depresión saltándose el manual tradicional de intervención monetaria. Así, todos los bancos centrales modificaron drásticamente su función de prestamista de última instancia a tipos penalizadores a bancos en dificultades transitorias y se convirtieron en creadores de aquellos mercados que habían colapsado ante la súbita desaparición de la liquidez. Así, se respondió al escenario de riesgo de colapso del sistema financiero con inyecciones masivas y muy agresivas de liquidez, ampliando el número y características de los receptores directos de liquidez, el de mercados financieros en los que se intervenía, los plazos a los que se prestaba, la calidad de los colaterales exigidos, etc.

El BCE, pese a la creencia generalizada en su ortodoxia, también ha adoptado agresivas políticas no convencionales. Primero, mediante la compra esterilizada de activos, bien sean bonos garantizados, *covered bonds*, en mayo 2009 y octubre 2011, o luego bonos soberanos, deuda pública de los países en dificultades en 2010 con el inicial *Securities Markets Program* (SMP) para el rescate de Grecia y sustituido en septiembre 2012 por las *Outright Monetary Transactions* (OMT) que implican además un programa de asistencia financiera y que, pese a no haber sido utilizadas, han producido una mejora significativa en todos los indicadores de stress: diferencial de los tipos de la deuda soberana a 10 años, de los CDS bancarios y de los diferenciales de los bonos corporativos. Segundo, con la utilización agresiva de las facilidades permanentes con criterios de política mone-



taria (i) reduciendo a mínimos el tipo marginal de crédito de 1,5% a 0,75% en 2013, o (ii) llevando el tipo de depósitos al 0% y considerando la posibilidad de aplicar tipos negativos para desincentivar/penalizar la colocación de saldos excedentarios en el BCE. Tercero, instrumentando inyecciones extraordinarias de liquidez a largo plazo (LTRO), mediante el procedimiento de lote completo a tipo fijo (FREFA, *Fixed Rate Full Allotment*) a 1 año, conocido como «barra libre» de liquidez, o las operaciones también de cuantía ilimitada a 3 años a tipo fijo y las operaciones de financiación en moneda extranjera. Cuarto, extremando la interpretación de una política descentralizada y aceptando un mecanismo extraordinario de provisión de liquidez (ELA) de los bancos centrales nacionales para entidades de crédito consideradas solventes o nacionalmente sistémicas que no dispongan de colaterales válidos suficientes. Y finalmente mediante una sustancial flexibilización de su política de colaterales, rebajando los niveles de calidad más allá de lo obligado por las rebajas de las agencias de calificación y llevando al BCE a asumir un cierto riesgo de crédito.

Además, el BCE bajó los tipos de intervención nuevamente en noviembre de 2013 sin una explicación convincente. Probablemente porque no hay uno sino múltiples factores concomitantes: unas expectativas de inflación tan bajas en la Eurozona que obligan a países necesitados de una devaluación interna a acercarse peligrosamente a la deflación; una recuperación económica desigual, incierta, concentrada en pocos países e insuficiente para animar el empleo; un tipo de cambio del euro que se ha apreciado significativamente complicando la reducción de los desequilibrios ahorro inversión; una cierta voluntad del BCE por colocarse por delante de la curva del mercado e indicar una actitud más *americana* del nuevo presidente; y, por último, una preocupación sostenida por la fragmentación financiera que aunque amortiguada sigue en niveles preocupantes.

Aún así el BCE ha sido duramente criticado. Por unos, porque ha abandonado la ortodoxia y amenaza con adentrarse en el terreno prohibido de la financiación a los gobiernos. No debe subestimarse como novedad que algunas de las decisiones más trascendentales de su Consejo de Gobierno se hayan adoptado con el voto en contra del gobernador alemán. Para otros, porque sigue obsesionado con la inflación e ignora que su objetivo del entorno del 2% condena a muchos países a una espiral deflacionista que complica la devaluación interna y la consolidación fiscal. En la nueva etapa que se abre de consolidación de la unión bancaria, el BCE habrá de extremar la prudencia y la imaginación para hacer compatible este objetivo fundamental con la normalización de la política monetaria y la estabilidad financiera. No son tiempos fáciles para los bancos centrales y menos para una institución como el BCE siempre necesitada de legitimación política y celosa de su independencia en un contexto institucional cambiante.

En el capítulo siguiente, Pilar Lluesma Rodrigo y Ana García Rodríguez pasan revista a la armonización de la regulación bancaria desde la doble perspectiva europea e internacional, que no son siempre compatibles aunque se hayan hecho grandes esfuerzos de coordinación. La crisis financiera ha supuesto uno de los mayores retos jurídico-económicos a los que se han tenido que enfrentar los diferentes Estados en los últimos años. Los miembros del G-20 incluyeron en sus sesiones de trabajo la gestión internacional de las crisis bancarias y encargaron al Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (CSBB) una serie de recomendaciones que desembocaron en diciembre de 2010 en la



propuesta conocida como Basilea III. Supone como es bien sabido, requerimientos de capital más exigentes e introduce un nuevo marco global de liquidez que se aplicarían de manera gradual hasta el 1 de enero de 2019. Pero los mercados están adelantando sus exigencias de aplicación plena, especialmente en lo que se refiere a las entidades bancarias de países en crisis, mientras que los reguladores nacionales siguen precisando la definiciones concretas de los criterios generales y buscan la manera de aplazar algunos aspectos especialmente conflictivos, en particular los que se refieren a los coeficientes de cobertura de liquidez y de financiación estable neta.

La principal novedad en materia de regulación bancaria a nivel comunitario, es decir, la aprobación de la Directiva 2013/36/UE del Parlamento Europeo y del Consejo de 26 de junio de 2013, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a la supervisión prudencial de las entidades de crédito y las empresas de inversión (DRC), y del Reglamento (UE) 575/2013, del PE y del Consejo de 26 de junio de 2013 sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de servicios de inversión (RRC), es el resultado de la aplicación de Basilea III a la normativa de la Unión Europea. Es de destacar el hecho de que se haya utilizado la vía reglamentaria y no la de la directiva para definir los conceptos básicos de solvencia de las entidades de crédito, capital y riesgos, lo que garantiza una armonización plena a nivel comunitario.

Tanto el Reglamento como la Directiva recogen en su práctica literalidad los criterios de Basilea III, si bien la DRC introduce dos nuevos colchones de capital –para otras entidades de importancia sistémica y contra riesgos sistémicos– cuya fijación compete a los Estados miembros, previa comunicación a la Comisión, a la JERS y a la EBA. Los Estados miembros no podrán exigir mayores requisitos de los señalados, si bien mantienen cierta flexibilidad para ampliarlos en caso de riesgo macroprudencial o sistémico y en caso de exposiciones garantizadas con hipotecas sobre bienes inmuebles. A su vez, la Comisión Europea puede también imponer requisitos prudenciales más estrictos. Este margen discrecional, de los Estados miembros y de la Comisión, ha sido un punto muy controvertido, por la dificultad de compatibilizar la facultad de los Estados para evitar crisis idiosincráticas con la necesidad de evitar el arbitraje regulatorio y asegurar una competencia leal, un «*level playing field*» sin proteccionismos nacionales. No es seguro que se haya conseguido.

Un aspecto en el que la normativa comunitaria precisa y desarrolla las recomendaciones de Basilea se refiere a la política de remuneraciones de las entidades de crédito. La norma europea tiene como eje central la idea razonable de que la remuneración debe ser acorde con la propensión al riesgo y a los valores e intereses a largo plazo de la entidad de crédito. Adicionalmente, la Directiva contiene novedades significativas: (i) una clara distinción entre los criterios para el establecimiento de la remuneración de base fija y la remuneración variable. La primera debe reflejar principalmente la experiencia profesional y la responsabilidad en la organización, mientras que la segunda, un rendimiento sostenible y adaptado al riesgo, así como un rendimiento superior al requerido para cumplir con las funciones que le corresponden al empleado; (ii) una prohibición de la remuneración variable garantizada; (iii) el componente variable no podrá ser superior al 100% del componente fijo, o del 200% si es autorizado expresamente por los accionistas; (iv) el 100% de la remuneración variable total estará sometida a cláusulas «malus»



de reducción de la remuneración o de recuperación de las remuneraciones ya satisfechas. El RRC regula además la información que las entidades de crédito deben divulgar sobre sus políticas y prácticas de remuneración en aras a una mayor transparencia y prevé que los Estados puedan exigir la publicación de la remuneración total de cada miembro del órgano de dirección o de la alta dirección.

La remuneración de los banqueros ha sido objeto de controversia académica y escándalo social. En algunas ocasiones da la impresión que los políticos y legisladores europeos han sido más sensibles al segundo. El debate académico ha girado más sobre la necesidad y dificultades de encontrar una estructura de incentivos adecuada que, sin penalizar la necesaria asunción de riesgos, no promueva comportamientos excesivamente cortoplacistas, y sobre las formas de regular el conflicto de interés entre propietarios y gestores, o incluso entre propietarios y demás grupos de interés, *stakeholders*, particularmente en el contexto de unas legislaciones fiscales que promueven el endeudamiento como forma de crear valor para los accionistas. El escándalo social ha estado ligado a la cuantía absoluta de la compensación global de los banqueros que se ha llegado a calificar de inmoral. La investigación académica relaciona la estabilidad financiera, el bien público a proteger, y las crisis bancarias, con la estructura de incentivos y no con los sueldos percibidos.

Por último, este capítulo se ocupa de la relación entre la Autoridad Bancaria Europea (EBA) y el Banco Central Europeo (BCE). Relación que constituye un aspecto especialmente delicado y complejo de la regulación bancaria en Europa, sobre todo después que el BCE se ha convertido en supervisor bancario. Delicado porque es un área de conflicto potencial entre los miembros de la Eurozona y los países *out*, en especial para el Reino Unido por su sensibilidad al sistema financiero. Y complejo porque es una manifestación de las dificultades legales y prácticas de construir la unión bancaria en el seno de una Unión Europea a dos velocidades financieras pero que no renuncia a construir en paralelo un mercado financiero único. En concreto y con el fin de permitir una adecuada convivencia entre el BCE y la EBA se aprobó la modificación del Reglamento (EU) No 1093/2010, de creación de la EBA. La principal novedad es el sometimiento del BCE a la EBA en materias de regulación bancaria. A pesar de todo lo que se ha articulado para evitar conflictos de interés y garantizar que cada institución desempeñe el cargo y las funciones que le han sido encomendadas, solo la práctica permitirá observar si se ha acertado.

Cuando los economistas empezamos a hablar de unión bancaria allá por el año 2009, el mundo político ignoró completamente el debate y lo consideró una ocurrencia más de pensadores académicos alejados de la realidad. Pero la realidad es tozuda y se acaba imponiendo, porque la historia era concluyente. Nunca ha habido una unión monetaria sostenible sin un prestamista de última instancia para todo el territorio de la Unión, un territorio sujeto a procedimientos de regulación, supervisión y liquidación común de las entidades financieras. Una moneda común exige no solo una política monetaria única, sino también una política financiera y bancaria común. A este tema que ha sido central durante el año 2013 se dedica el capítulo 6 del libro.

La política monetaria común conlleva por su propia naturaleza, y el Tratado de Maastricht así lo recoge, la mutualización de las pérdidas que pueda registrar el banco



central como consecuencia de esa política única. Pero de una manera insuficiente, porque el Tratado ignora deliberadamente que una política monetaria común exige para ser sostenible una política bancaria común y con ello necesariamente la mutualización de la deuda bancaria. Porque si el gobierno no puede imprimir dinero, tendrá que suspender pagos y al hacerlo, o simplemente al temer unos inversores históricos que pueda hacerlo⁵, se alimenta la espiral deuda bancaria deuda soberana que asoló Europa cual tormenta perfecta.

Tuvo que venir una crisis externa que disparó la aversión al riesgo de los inversores y que puso de manifiesto la insostenibilidad de los niveles de endeudamiento de algunos países de la Eurozona, para que Europa afrontara finalmente el problema constitucional de la unión monetaria. Pero afortunadamente Europa reaccionó, y a partir de mediados de 2012 y sobre todo tras el Documento de los cuatro presidentes⁶, los avances han sido espectaculares. Hoy la unión bancaria es ya doctrina oficial de la Unión Europea. Una unión bancaria que supone irreversiblemente tres cosas: un supervisor común para todos los bancos europeos, un mecanismo común de intervención y, en su caso, liquidación bancaria y un sistema de garantía de depósitos común para todos los bancos de la Eurozona. En 2013 Europa ha acordado por abrumadora mayoría crear una unión bancaria a plazo fijo. Ya solo queda discutir el reparto de los costes durante el período de transición, lo que evidentemente no es un tema menor pero tampoco cuestión de supervivencia.

El mecanismo único de supervisión (SSM) es el primer paso hacia una unión bancaria y transfiere a nivel europeo las funciones supervisoras que tradicionalmente venían desarrollando las autoridades nacionales de supervisión. En síntesis, el BCE será el responsable de supervisar todos los bancos de la Eurozona y se aplicará el mismo reglamento a todos ellos. Aunque los bancos pequeños seguirán siendo competencia directa de los Bancos Centrales Nacionales (BCNs), salvo que el BCE decida explícitamente lo contrario. Asimismo, los países no miembros de la Eurozona podrán incorporarse de manera voluntaria al SSM.

El miedo a crear una autoridad monetaria excesivamente poderosa contagió el debate sobre el supervisor único europeo, pues provocó resistencias justificadas a una excesiva concentración de funciones en el BCE. Resistencia a la que se unieron las críticas a su falta de democracia y «*accountability*». Ambos temas son legítimos y no están resueltos en la literatura académica⁷, pero lo cierto es que la Unión Europea al final adoptó pragmáticamente la única decisión posible, encargar la supervisión al BCE. Porque crear una nueva institución europea hubiera exigido un nuevo Tratado y porque el BCE es la única institución existente con capacidad técnica y profesional para asumir esta función y desarrollar el *expertise* necesario para cumplirla con posibilidades de éxito. Y el conflicto de interés latente entre política monetaria y de supervisión se resolvió modificando la

⁵ Ver C. Reinhart y K. Rogoff, *Financial and Sovereign Debt Crises: Some Lessons Learned and Those Forgotten*, IMF Working Paper 13/266, Fondo Monetario Internacional, Diciembre 2013.

⁶ Von Rompuy, Herman (2012), *Towards a Genuine Economic and Monetary Union*.

⁷ Ver el excelente trabajo sobre cómo ha cambiado la doctrina y práctica de los bancos centrales con la crisis financiera en IMF (2010)a.



estructura interna del BCE y creando un nuevo Consejo de Supervisión dependiendo del Consejo de Gobierno.

Así pues, el reglamento europeo atribuye al BCE funciones plenas en relación a la supervisión bancaria microprudencial. Funciones que ejercerá de manera directa y exclusiva en lo que supone una transferencia completa al BCE de la facultad soberana de supervisión de las autoridades nacionales. No hay doble supervisión, no hay dos «*rule books*» diferentes para los bancos europeos dependiendo de su tamaño y de su supervisor directo, sino simplemente una delegación de funciones supervisoras para las entidades no significativas; una descentralización operativa donde las autoridades nacionales se convierten de facto en delegaciones funcionales del BCE a efectos de supervisión. Una descentralización inevitable dado el número de entidades bancarias en Europa, su desigual distribución nacional y la dispersión geográfica y lingüística. Es interesante subrayar que la transferencia de soberanía al BCE de las funciones de supervisión lleva también aparejada una transferencia importante de recursos económicos y humanos. Dada la diferente estructura bancaria de los distintos Estados miembros, y dado el número de bancos que seguirán bajo supervisión nacional, el impacto en las cuentas de los BCNs será muy desigual. Baste pensar que España transfiere la supervisión de 16 de las 314 entidades de crédito, mientras que Alemania por ejemplo sólo 24 de un total de 1.869 entidades.

No hay la misma transferencia de competencias macroprudenciales. Como no podía ser de otra manera, en la medida en que la supervisión macro tiene muchos componentes de política económica. Permanece como competencia directa de los BCNs la calibración de los colchones de capital de conservación y anticíclicos establecidos en Basilea III. Además, los BCNs tomarán las medidas que consideren oportunas para subsanar riesgos sistémicos o macroprudenciales. Pero el BCE se reserva el derecho a definir requisitos más elevados que los aplicados por las autoridades nacionales de los Estados miembros, así como a aplicar medidas más rigurosas para subsanar riesgos sistémicos o macroprudenciales de manera idiosincrática en cada país miembro en coordinación con su BCN.

El acuerdo de creación del SSM establece que el BCE llevará a cabo una evaluación completa y sistemática de los balances bancarios previa a hacerse cargo de su supervisión. Una auditoría que supone en realidad tres procesos diferenciados y complementarios: una revisión de la calidad de los activos bancarios (*Asset Quality Review*, AQR), una evaluación de los balances bancarios (*Balance Sheet Assessment*) y por último un análisis de resistencia de esos balances bancarios, los llamados stress test. El BCE publicó en noviembre algunos detalles de la metodología a seguir, pero los parámetros técnicos concretos de esta auditoría no son todavía conocidos a la hora de cerrar esta edición, lo que está generando tensiones innecesarias porque es evidente que está habiendo todo tipo de presiones de los distintos gobiernos y autoridades bancarias nacionales para mejorar la foto de sus bancos, y parece que la EBA está otra vez coqueteando con la absurda idea de imponer descuentos a las tenencias de deuda soberana. Pero al final las reglas de este ejercicio no se podrán despegar demasiado de las convenciones internacionales y las recomendaciones del Foro de Estabilidad Financiera. Pensamos que finalmente la auditoría del BCE constituirá el auténtico shock positivo que Europa necesita para dejar atrás su crisis bancaria.



Sobre todo si funciona el acuerdo de cómo cubrir las posibles necesidades de capital que pudieran detectarse, el *fiscal backstop*. Éste ha sido uno de los puntos más discutidos durante 2013 porque enfrentaba dos lógicas impecables pero contradictorias: la de aquellos países con sistemas bancarios saneados, o con suficiente ahorro doméstico como para sanear cualquier problema interno que pudiera plantearse, que se negaban a hacerse cargo de los problemas bancarios de otros; y la de los países inmersos en crisis bancarias, o con débiles posiciones fiscales que resultarían insuficientes para sanear sus sistemas bancarios, que alegaban que sus crisis eran tanto el resultado de los problemas institucionales en el diseño original de la Unión Monetaria como de sus propios errores domésticos.

La solución encontrada a este dilema fundamental, en el más puro espíritu europeo, no deja satisfecho a nadie, está llena de ambigüedades y riesgos, reparte los costes de transición entre todos los participantes y ofrece un seguro de último recurso en caso de grave crisis nacional a un precio en principio muy caro pero negociable. Está muy lejos de ser una solución técnicamente limpia, de un acuerdo político claro y definitivo, pero como siempre en la construcción europea crea un procedimiento para hacer frente a los posibles problemas que la indefinición actual pueda plantear si los mercados cuestionan el compromiso europeo. En síntesis, y como se puede ver en detalle en el capítulo correspondiente, consiste en que realizada la auditoría de los bancos europeos y definidas sus necesidades de capital por el BCE, los gobiernos habrán de cubrir con fondos privados o nacionales los posibles déficit y si esto no es posible, los Estados miembros se comprometen a negociar el reparto del coste entre todos los contribuyentes de la Eurozona siguiendo los criterios de activación del MEDE. Para algunos este acuerdo es una invitación a la especulación y la crisis; para otros un camino vergonzante a la mutualización de la deuda bancaria; para la mayoría de analistas, la única solución políticamente posible y que puede funcionar en la medida en que los inversores no se atrevan demasiado pronto a confrontar directamente la voluntad de mutualización. Para mí, además, una solución práctica y operativa aunque excesivamente lenta y burocrática que corre el riesgo de condenar a los países cuestionados a una larga etapa de bajo crecimiento, sobre todo si vacilan en el ajuste de sus desequilibrios internos.

El BCE se juega su credibilidad en este ejercicio, y la Eurozona la posibilidad de recuperar un crecimiento sostenido. Precisamente por eso es necesario que la autoridad monetaria esté preparada para suministrar toda la liquidez que sea necesaria a las entidades consideradas viables y muy claras las reglas de resolución para las no viables. Los distintos gobiernos europeos y la propia Eurozona han de estar preparados, han de tener suficiente espacio fiscal, para afrontar las posibles recapitalizaciones, aceptar las eventuales fusiones intra-europeas o internacionales que sean necesarias y la Unión Europea haber establecido reglas claras de reparto de costes, de *bail-in* de los distintos *stakeholders* privados y públicos. Precisamente por eso era tan urgente el acuerdo sobre el mecanismo de resolución bancaria finalmente aprobado en la Cumbre Europea.

El mecanismo único de resolución (SRM) es el obligado segundo paso hacia la denominada Unión Bancaria. Aprobado finalmente en diciembre de 2013, habrá de garantizar que si un banco sujeto al SSM se enfrenta a graves dificultades, se pueda proceder a su resolución (término que sustituye al tradicional de liquidación en la legislación



española), en igualdad de condiciones para todos y de una manera eficiente que suponga el mínimo coste para el contribuyente. Obviamente la cuestión clave, además de las institucionales y organizativas siempre un problema en Europa, es cómo articular un sistema que garantice esa igualdad de condiciones al margen de la calidad crediticia del soberano donde el banco tenga su sede. Cuestión que obliga a visualizar la mutualización de la deuda bancaria entre los distintos contribuyentes de la Eurozona, a acordar unas reglas explícitas de reparto entre los distintos países o a establecer una garantía solidaria ilimitada. En definitiva, obliga a definir el «*single fiscal backstop*», el garante de última instancia del coste de las eventuales liquidaciones bancarias, que ha de ser una autoridad europea con acceso a los contribuyentes de todos los Estados miembros, sin excepción ni limitación. No es pues de extrañar que las discusiones sobre este aspecto hayan llevado buena parte del año 2013 y se hayan resuelto en un acuerdo de última hora que deja flecos pendientes y que está lejos de ser definitivo.

La Unión Europea venía trabajando en un régimen específicamente europeo que regulase de manera clara y vinculante para todos los Estados miembros las condiciones, modalidades y circunstancias de la eventual intervención estatal en ayuda de los bancos en crisis. La Comisión propuso, y así fue aceptado, que ese régimen constase de varios componentes: una Directiva de Reestructuración y Resolución Bancaria (BRRD), una revisión sobre la normativa que regula las ayudas de Estado en caso de crisis bancaria y un Reglamento europeo que estableciese un Mecanismo Único de Resolución Bancaria (SRM), una Autoridad Europea de Resolución (SRA) y un Fondo Único de Resolución Bancaria (SBRF).

La Directiva Europea (BRRD) ya fue analizada en detalle en el estudio del año anterior. Supuso la aceptación del principio de «*burden sharing*» por el que acreedores privados, y eventualmente depositantes bancarios no asegurados, serían llamados a contribuir al coste de la recapitalización o eventual liquidación como ha sucedido en España con el MoU. Pero la Directiva se apoyaba en una red de autoridades y fondos de resolución nacionales; un enfoque que ha sido necesario superar, aunque se ha perdido un tiempo precioso. Finalmente Europa ha entendido que el mecanismo de resolución (SRM) debe ser gestionado al mismo nivel que la recién integrada supervisión. No solo porque podrían surgir discrepancias entre el supervisor único y las autoridades nacionales, sino porque las expectativas del mercado sobre la capacidad de los diferentes Estados para asumir la liquidación de sus entidades perpetuarían el círculo vicioso entre riesgo bancario y soberano y la fragmentación en la zona euro.

El calendario previsto por la Comisión no se ha cumplido. Pero la aprobación de un acuerdo de principios en la reunión del Consejo del 19 de diciembre de 2013 permite pensar todavía que el Reglamento pueda entrar en vigor en 2015, junto con la BRRD y pocos meses después del SSM. Hasta entonces, la liquidación de entidades continuará gestionándose conforme a los regímenes nacionales vigentes que, no obstante, están obligados a converger debido a la actualización de la normativa sobre ayudas públicas a entidades financieras en crisis y a la posibilidad de recapitalización directa a la banca a través del MEDE. Este nuevo esquema, vigente desde el 1 de agosto, exige previamente a la recepción de ayudas, la aprobación de un plan de reestructuración o resolución de la entidad (siguiendo el modelo español) y la asunción de pérdidas por parte de los accionistas y acreedores junior.



La propuesta de Reglamento de Resolución elaborada por la Comisión, muy ambiciosa y celosa de centralizar en ella competencias a costa del Consejo, adolecía sin embargo en otros puntos cruciales de una manifiesta ausencia de ambición europea. Primero suponía un procedimiento de reparto de costes muy rígido y que muy probablemente resultará inaplicable en caso de crisis. Segundo, la Comisión iba demasiado lejos en su intento por asegurar a algunos países que la mutualización de la deuda bancaria será siempre extraordinaria. Al acomodarles así, inútilmente por cierto porque Alemania rechaza tanto la mutualización como la centralización de la capacidad de decisión en la Comisión, se perdía una oportunidad para ganar legitimidad en los países en crisis, credibilidad entre los inversores y visibilidad política. Finalmente, esta propuesta no respondía al principal argumento alemán, que no existe actualmente base jurídica sólida para crear un SRM y que será necesario un nuevo Tratado Europeo. Un argumento que más pronto o más tarde habrá que confrontar.

Tras intensas negociaciones y una vez celebradas las elecciones alemanas que nuevamente supusieron un importante parón en la toma de decisiones europeas, el Consejo de diciembre acordó la creación de una Junta Única de Resolución y un Fondo Único (el SBRF) y aprobó el borrador del Reglamento del Mecanismo de Resolución (SRB) con el compromiso de llegar a un acuerdo intergubernamental sobre el funcionamiento del Fondo y con el Parlamento antes del 1 de marzo de 2014. El acuerdo se extiende también al diseño básico del *fiscal backstop* del SBRF. El SRM entrará en vigor el 1 de enero de 2015. Conocida la oposición del Parlamento e incluso la tibia recepción anunciada por el BCE en palabras de su presidente, es probable y deseable que el reglamento del SRM vea cambios significativos antes de su aprobación definitiva. Cambios que han de simplificar su operativa, disminuir el control que los grandes países se han reservado sobre su utilización, aumentar la independencia de la Junta de Resolución de los gobiernos respectivos, del Consejo y de la Comisión, aumentar el tamaño del Fondo y mejorar su articulación conjunta con el MEDE. Solo así se habrán puesto los cimientos para terminar con la crisis europea, romper el círculo vicioso de crisis bancaria crisis soberana que lastra la recuperación europea y hacer efectiva la unión bancaria.

El Fondo de Garantía de Depósitos europeo (DGS) se convertiría en el tercer y último paso hacia la Unión Bancaria. Pero es un componente necesario e ineludible del diseño final. El proyecto europeo se limita hoy a evolucionar gradualmente desde un sistema de garantía de depósitos nacionales hacia otro común europeo. Para ello es necesario unificar cobertura y método de financiación, así como llegar a un acuerdo sobre el tratamiento de los distintos niveles de capitalización y solvencia patrimonial con los que los diferentes sistemas nacionales de garantía llegarán a su coordinación y definitiva unificación. Es un tema que todavía asusta en muchas capitales europeas y se ha pospuesto a la espera de poner en marcha la supervisión y resolución europea única. Era probablemente una decisión táctica inevitable, pero se echa en falta más decisión europea. Porque con independencia del ritmo de ajuste y del reparto de los costes de transición, el diseño final no es negociable si no queremos que su inexistencia cuestione todo el edificio de la Unión Monetaria Europea.



En la discusión sobre la construcción europea, se observan dos posiciones opuestas relativas a la unión económica y monetaria⁸. Por un lado, se encuentran los que defienden una unión con un conjunto amplio de mutualización de las obligaciones fiscales de los actuales Estados miembros (Unión Fiscal), y por otro, quienes desean más o menos explícitamente una reversión de la UEM hacia un conjunto de Estados nacionales con mínimas contingencias fiscales comunes y con una Unión Monetaria mucho más restrictiva que la actual. Es decir, los planteamientos oscilan entre un sistema de Estados federales o confederales y otro basado en Estados nacionales con políticas monetarias y fiscales coordinadas pero propias⁹.

El planteamiento propuesto en este trabajo se acerca más al de la mayor coordinación e integración de las políticas comunes, reforzando la mutualización fiscal por parte de los Estados miembros para garantizar el funcionamiento de la Unión Monetaria. Planteamiento que sigue la línea de los dos trabajos publicados anteriormente. Aunque el grado de integración fiscal podría ser muy variado, parece necesario que dicha integración debe limitarse al área euro y ser consistente con la construcción de la Unión Monetaria.

En el contexto de la eterna discusión macroeconómica entre reglas y discrecionalidad, las reglas fiscales cobran importancia al objeto de dotar de credibilidad a la política fiscal más allá del ciclo político. Con el tiempo las reglas se han ido haciendo más complejas, y por tanto menos previsibles y más difíciles de interpretar. También en la Unión Europea. Esta tendencia a reglas «estructurales», complejas, de no lineal interpretación, solo conduce a ampliar el margen de discrecionalidad política y a erosionar la legitimidad europea, porque abrirá sin duda tensiones discriminatorias y acusaciones de trato desigual.

En 1997 se aprueba el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC o SGP por sus siglas en inglés). Pese a su aparente dureza, la Unión Europea ha carecido de una regla fiscal vinculante, de una restricción presupuestaria eficaz. Para demostrarlo baste decir que a finales de 2013 solo dos países no habían incurrido nunca en el procedimiento de déficit excesivo, Estonia y Suecia, y ninguno de los países incumplidores ha sido sancionado. La propia Comisión ha reconocido que «los Estados miembros no han cumplido el PEC y que éste carecía de mecanismos sólidos para garantizar unas finanzas públicas sostenibles»¹⁰.

La última cifra de déficit público de la eurozona (dato consolidado 2012) se sitúa en el 3,7% y la deuda pública en el 92,6% del PIB, por lo que en ambos casos se supera el límite establecido por el PEC. Las últimas estimaciones de la Comisión Europea para 2013 reflejan que los avances en la consolidación fiscal han reducido el déficit al 3,1% pero de manera aún insuficiente para evitar que la deuda pública siga creciendo hasta

⁸ Ver Pisani-Ferry, Vihriälä Y Wolff, 2013.

⁹ Ejemplo extremo de esta posición que podríamos calificar de *arrepentida* es el del profesor Simm que no se cansa de repetir que solo habrá mutualización de la deuda europea cuando haya un Parlamento europeo real, un sistema legal común y un ejército propio. Como evidentemente eso no es factible a corto plazo, propone como única solución para los países del sur de Europa una quita de su deuda y una retirada temporal del euro. Lo que no dice es qué entiende por temporal.

¹⁰ Comisión Europea, 2012: 4.



el 95,5%. Estas previsiones apuntan a que la deuda alcance su máximo en 2014 (95,9%). Los datos agregados esconden sin embargo importantes diferencias por países, pudiéndose distinguir cuatro grandes grupos en 2013: (i) Estados miembros que reducen sus déficit públicos y cumplirían las reglas fiscales: Austria y Bélgica; (ii) Estados miembros que aún reduciendo el déficit no cumplen las reglas fiscales: Francia, Irlanda, Holanda, Portugal, Eslovaquia y España (de 10,6% en 2012 a 6,8% en 2013 sin contar los gastos de la recapitalización bancaria); (iii) Estados miembros que pueden permitirse aumentar su déficit público porque cumplen las reglas fiscales y así realizar políticas expansivas: Estonia, Finlandia, Alemania y Luxemburgo; y (iv) Estados miembros que aumentan el déficit público y además no cumplen las reglas fiscales con lo que se arriesgan a que la Comisión les abra un procedimiento de déficit excesivo: Chipre, Grecia, Italia, Malta y Eslovenia.

En términos de ratio de deuda pública sobre PIB, éste solo descendería en 2013 Alemania. No es sorprendente que muy por encima de la media de la eurozona (87%) se sitúen los países que han experimentado dificultades de financiación en los últimos años: Grecia (176%), Italia (133%), Portugal (127%) e Irlanda (124%). En España, pasaría del 86% en 2012 a 94,8% en 2013.

Como respuesta a la incapacidad mostrada por el PEC en esta crisis, la Comisión Europea ha propuesto importantes iniciativas de reforma del marco de la disciplina fiscal en Europa. Reformas que se han ido aprobando y aplicando a lo largo de estos últimos meses y que parecen configurar unas reglas fiscales de nueva generación y un nuevo marco de supervisión. Se han aprobado medidas legislativas para reforzar tanto el brazo preventivo como el correctivo del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. La primera de ellas, el «*Six-pack*», entró en vigor el 13 de diciembre de 2011, la segunda, el «Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza» (TSCG por sus siglas en inglés), el 1 de enero de 2013, y la tercera, el «*Two-pack*», apenas el 30 de mayo de 2013. No se puede pues afirmar que la Unión haya permanecido ociosa. Cosa distinta es que haya acertado en el diagnóstico y en la solución.

El *Six-pack* se aplica a los 27 Estados miembros de la Unión Europea sin exclusión, con algunas reglas específicas para los países de la Eurozona, especialmente en lo que se refiere a las sanciones financieras. Dos son los temas más significativos: (i) activa el criterio de deuda, al aplicar el procedimiento de déficit excesivo también sobre nivel de endeudamiento superior al 60% del PIB que no tienda hacia el valor de referencia del Tratado a un ritmo satisfactorio, y (ii) introduce la votación por mayoría cualificada inversa, lo que en la práctica confiere el poder de decisión a la Comisión salvo que una mayoría cualificada de los Estados miembros en el Consejo vote en contra. En este sentido el *Six-pack* avanza en el camino de la federalización de la política fiscal y dificulta el veto de los gobiernos nacionales.

En marzo de 2012, los jefes de Gobierno de todos los Estados miembros de la UE, salvo el Reino Unido y la República Checa, firmaron el Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza, TCEG, en la Unión Económica y Monetaria (comúnmente conocido como «Tratado de Estabilidad»), que incluye el pacto fiscal («*fiscal compact*») que entró finalmente en vigor el 1 de enero de 2013. Un acuerdo ambicioso que sienta las bases de la gobernanza económico-fiscal de la Eurozona y dota de presencia institucio-



nal y de carácter legal formal a la Euro Zona, a las Cumbres de Euro y al Eurogrupo, que hasta ahora venían reuniéndose de manera informal. Los Estados firmantes se comprometieron a incorporar al Derecho nacional una regla presupuestaria que exija a las Administraciones Públicas equilibrio o superávit presupuestario, en la práctica con un límite para el déficit estructural del 0,5% del PIB. Las reglas nacionales específicas deben incluir además un mecanismo corrector automático en caso de incumplimiento. España incorporó a su Constitución por amplísima mayoría parlamentaria la regla de estabilidad europea en el verano de 2012, pero también se dotó de un horizonte de cumplimiento excesivamente largo, 2020. El Pacto fiscal también exige informar con antelación de los planes de emisión de deuda pública a la Comisión y al Consejo, lo que debería facilitar una mejor coordinación de la financiación soberana de los distintos países y la coordinación entre las política fiscal y monetaria de la Eurozona.

El 20 de febrero de 2013, el Consejo de la Unión Europea, el Parlamento Europeo y la Comisión Europea llegaron a un acuerdo sobre dos Reglamentos de la UE (de ahí el nombre popular de *Two-pack*) que entraron en vigor el 30 de mayo de 2013. El primero prevé un calendario presupuestario común, que exige a los Estados miembros de la zona euro publicar sus planes presupuestarios el 30 de abril. La Comisión Europea evaluará dichos planes presupuestarios y en caso de «incumplimiento especialmente grave» podría emitir un dictamen negativo. El cumplimiento de dicho dictamen, sin embargo, no es exigible y se confía en que funcione la disciplina de mercado y el «*name and shame*». El segundo reglamento contempla que la Comisión pueda decidir públicamente someter a un Estado miembro de la eurozona a una vigilancia reforzada, si el país está experimentando o está amenazado de sufrir graves dificultades financieras que puedan tener efectos adversos sobre el resto de países miembros, lo que será automático en caso de recibir ayuda financiera.

El BCE en su informe de abril de 2013 señalaba que el «*Two-pack*» podría haber sido más duro. En particular, indicaba que «habría sido beneficioso reforzar algunas de las disposiciones, por ejemplo, dándole al Consejo de la UE, al menos, la posibilidad de hacer una recomendación explícita a un Estado miembro de la zona euro para solicitar asistencia financiera». No cabe ignorar las implicaciones de dicha autorización: un Estado cuyo gobierno se resistiese a solicitar ayuda financiera y al que el Consejo recomendara pública y formalmente hacerlo, se vería obligado a ello o se arriesgaría a una crisis de deuda sin precedente. Esta cláusula, deseable en un contexto de avance decidido hacia la Unión Fiscal, hubiera supuesto de facto que sería el Consejo el que decide cuando un país se somete a una operación de salvamento. Una decisión que implica una considerable cesión de soberanía y que solo estaría justificada en caso de clara mutualización previa de la deuda pública y privada de ese país. Porque no puede ni debe haber cesión de autoridad sin la responsabilidad correspondiente. El éxito del *Two-pack* está supeditado a la forma y medida en que la Comisión Europea haga uso de sus nuevos poderes de recomendación y sanción y al apoyo que pueda recibir del Consejo.

Respecto a la sostenibilidad de la deuda pública, en el Tratado de Maastricht toda la responsabilidad de la estabilización económica recaía en los presupuestos nacionales, bajo los requisitos impuestos por el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. La idea central, que hoy es fácil criticar por simplista y equivocada, no estaba en síntesis muy alejada de



las posiciones federalistas americanas que suponían muy bajos niveles de nuevo endeudamiento para los Estados miembros. Pero muchos países no respetaron la regla fiscal, en su literalidad o espíritu, y otros vieron como ese colchón fiscal era demasiado pequeño para la acción de los estabilizadores automáticos así como para la irresponsabilidad política de algunos gobiernos que incrementaron el gasto público de manera desordenada e ingenua. Este panorama, de niveles de deuda pública altos con tasas de crecimiento preocupantes, no estaba previsto en el diseño original de Maastricht y deja a los Estados miembros en una posición cíclica mucho más vulnerable que obliga a plantearse de qué manera se pueden solventar las deficiencias de estabilización de los presupuestos nacionales. Dicho explícitamente, obliga a plantearse el tamaño del presupuesto de la Unión Monetaria Europea y sus funciones de estabilización, como se hace también en el capítulo 7.

La crisis del euro ha puesto de manifiesto problemas básicos en el diseño institucional de la Eurozona. A modo de simplificación, se puede afirmar que el caso de Grecia refleja las insuficiencias de las reglas fiscales en la Unión Monetaria y el caso de Irlanda demuestra que una unión monetaria que no es una unión bancaria es inherentemente inestable. El caso de Portugal es un poco más complicado, porque ese país no ha tenido un comportamiento fiscal especialmente irresponsable, ni ha experimentado una burbuja de activos que se haya llevado por delante una parte importante de su sistema bancario. Su problema ha sido básicamente que su tasa de crecimiento desde la entrada en el euro ha sido completamente insuficiente. Las razones hay que buscarlas en un problema de competitividad. En un área monetaria óptima con plena movilidad de factores, estos desequilibrios se resuelven de manera natural, aunque socialmente costosa, mediante la emigración masiva. Si a la falta de movilidad estructural del factor trabajo en la Unión Monetaria, le añadimos la escasa movilidad del capital agravada con la fragmentación financiera, la receta para una evolución crecientemente desigual y potencialmente desestabilizadora en el seno de la Euro Zona estaba servida.

En estas condiciones, la convergencia de los ciclos económicos entre los distintos países no está garantizada sino que requiere de medidas efectivas de política económica; en concreto de una política de reformas estructurales de la Euro Zona que incentive la competitividad de las distintas economías y el mantenimiento de su competitividad. Tema conocido y que estaba en la base de la formulación conjunta de las Grandes Orientaciones de Política Económica. Pero si algo ha demostrado esta crisis, es que la Unión Monetaria no puede simplemente descansar en genéricas recomendaciones de buenas prácticas sino que necesita un marco más estricto de definición y supervisión de políticas de competitividad. A esta necesidad pretende responder el nuevo procedimiento de desequilibrios macroeconómicos (PDM).

Los datos de balanza de pagos de la Eurozona vistos en su conjunto y en franco contraste con Estados Unidos parecen tranquilizadores, sobre todo porque desde finales de 2009 la balanza por cuenta corriente arroja un saldo positivo que además ha ido creciendo constantemente hasta alcanzar el 2,3% del PIB en 2013. Sin embargo, estas cifras globales esconden diferencias muy profundas entre países. Por un lado, las economías periféricas han registrado déficits corrientes elevados y persistentes, que experimentaron su mayor crecimiento en los periodos previos al agravamiento de la crisis en 2008 y



que nunca hubieran podido permitirse sin el ancla nominal del euro. Por otro lado, los países centrales mantuvieron intensos superávits. Esta dualidad europea convierte a la Unión Monetaria en una cuestión de muy difícil gestión porque el ajuste de sus cuentas externas ha de realizarse a través de políticas domésticas que recuperen la competitividad, medidas que han venido en denominarse de devaluación interna: léase reducciones de costes unitarios de producción, esto es recortes salariales o de beneficios que aumenten la competitividad de las exportaciones y encarezcan las importaciones, mejorando el tipo de cambio real. Medidas lentas y dolorosas que en un contexto de muy baja inflación conllevan casi con necesidad recortes de los salarios nominales.

En pura teoría, en un área monetaria óptima los déficit de cuenta corriente de los países miembros entre sí deberían ser irrelevantes. Pero para que sean económica y «políticamente» irrelevantes, los Estados miembros de la Eurozona deberían estar dispuestos a admitir, incluso a fomentar, fuertes desplazamientos de recursos productivos, trabajo y capital, de unos países a otros. Es obvio que éste no es el caso en la UEM. En estas condiciones, las diferencias de cuenta corriente no solo son significativas sino económica y políticamente intolerables, porque se manifiestan en muy elevadas diferencias de tasas de desempleo –entre el 6% de Alemania y el 27% de Grecia– y en problemas de financiación de los Tesoros, que siguen siendo nacionales. Es decir que los déficit de cuenta corriente se interpretan en el mercado como un indicador de solvencia de los respectivos Tesoros y se acaban convirtiendo en una crisis soberana. Crisis soberanas que son crisis de confianza en la permanencia en la Unión.

Los problemas en la financiación de los déficit externos y los desequilibrios de balanza de pagos llevaron finalmente a los países de la Eurozona a completar los mecanismos de disciplina económica en el TCGE. Se define así un Procedimiento de Desequilibrios Macroeconómicos que de manera análoga a la supervisión fiscal incorpora una vertiente preventiva y otra correctiva y que se describe en todo detalle en el capítulo 8 de este libro. Un procedimiento diseñado para prevenir y corregir situaciones macroeconómicas de riesgo, como déficits de cuenta corriente elevados, endeudamiento externo insostenible, niveles de desempleo excesivos o burbujas inmobiliarias o de activos financieros. Un procedimiento que supone un elemento complementario a la disciplina del mercado, pero también un complejo proceso institucional completamente desconocido en los Estados Federales consolidados que significa el reconocimiento de que la Euro Zona es una *rara avis*, un extraño invento institucional que requiere reglas novedosas. Puede, y debe criticarse, afirmando que persigue la cuadratura del círculo, el crecimiento equilibrado de los distintos Estados miembros, como objetivo deseable en sí mismo pero también como resultado de la falta de voluntad europea para crear una auténtica Unión de Transferencias. Sustituir transferencias automáticas por reglas ex-ante que las eviten o minimicen es también el objetivo no declarado del procedimiento de desequilibrios macroeconómicos.

Desde su implantación en 2011, la experiencia en la utilización del PDM ha sido intensa y polémica, sirviendo para llamar la atención sobre los insostenibles desequilibrios internos en la Euro Zona. La Comisión ha publicado en noviembre de 2013 el Informe del Mecanismo de Alerta 2014. En él se destaca que las economías de la Unión Europea progresan en la corrección de sus desequilibrios internos y externos. Pero tam-



bién considera necesario resaltar que persisten crecimientos excesivos del crédito interno, los déficit y superávit persistentes, las pérdidas de competitividad y la acumulación de deuda pública y privada. También señala que se están produciendo avances significativos como consecuencia de algunas reformas estructurales y de la presión de los mercados.

Este mismo informe mantiene a España en el escenario de desequilibrio macroeconómico excesivo, particularmente por los altos niveles de deuda pública y privada, que podrían generar dudas para la estabilidad financiera. La Comisión señala en su evaluación que a pesar de los intensos ajustes realizados, lo que ha permitido que no se active el brazo corrector del PDM, los desafíos ligados al crecimiento de la deuda soberana y los exorbitantes niveles de desempleo obligan a las autoridades nacionales a continuar con la acción política. La Comisión está preocupada por lo que percibe como una fatiga del ajuste reformista y por una aplicación insuficiente de la disciplina fiscal al conjunto de las Administraciones Públicas.

Pero sin duda alguna lo que más ha llamado la atención internacional del *Alert Mechanism Report* (2014) es que la Comisión Europea haya incluido a Alemania entre los países en desequilibrio. En particular, considera el superávit corriente alemán excesivo y le acusa de alterar la situación del resto de países del área euro. Sugiere a ese país que incremente su consumo privado y, en general, que «fortalezca los recursos domésticos relacionados con el crecimiento potencial»¹¹. Aunque la Comisión se alinee con el Fondo Monetario Internacional, y gran parte de la opinión académica, resulta cuanto menos sorprendente que se cuestione a un país por tener demasiado éxito. ¿Alguien se puede imaginar a la Reserva Federal o al secretario del Tesoro norteamericano alertando de que California es demasiado competitiva y debería moderar sus exportaciones, consumir más y aumentar su salario mínimo? No estoy convencido de que la mejor manera de crear un área monetaria óptima sea haciéndola menos competitiva internacionalmente para evitar la aparición de desequilibrios internos. Y no lo estoy porque el coste de tener más Europa no puede ser que Europa sea cada vez menos relevante en el escenario internacional. Porque el problema de la Eurozona no es la competitividad relativa de Alemania, Italia, Francia o España sino su pérdida de competitividad con las economías emergentes.

En el ámbito de las reformas estructurales, los Estados miembros de la Zona Euro se comprometieron, con la adopción del Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza, a coordinar globalmente las reformas económicas que se propongan emprender a nivel nacional, a fin de establecer criterios de referencia sobre las mejores prácticas y actuar de una manera que se maximice su impacto cíclico en el conjunto de la región. En una decisión muy significativa de la necesidad de una mayor coordinación económica en el seno de la Unión Monetaria, el Consejo ha reconocido en 2013 que la estrategia global de las políticas económicas de la Eurozona es competencia del Eurogrupo. Estas facultades de supervisión, propuesta y control convierten al Eurogrupo en el instrumento central de la política económica en la Zona Euro. No es pues sor-

¹¹ European Commission, 2013a: 14.



prendente que se configure ante la opinión pública como el embrión del gobierno económico del euro, como una especie de comité de dirección del futuro Ministerio de Economía y Hacienda de la Euro Zona.

He intentado dejar claro desde el principio que la Unión Monetaria Europea es y ha sido siempre un proyecto político. Además debe también resultar obvio que la crisis europea es una crisis política, en el sentido de que su superación definitiva exige solucionar los problemas del diseño original y completar la arquitectura institucional del euro. Hemos hablado hasta ahora de unión monetaria, bancaria, fiscal y económica, pero queda referirse a la unión política. Para ello hemos encargado a dos expertos externos que nos den su visión complementaria de las implicaciones jurídicas y políticas de la integración económica de la Eurozona. Implicaciones para el futuro de la Unión Monetaria y de la Unión Europea.

Marie-José Garot aborda en su estudio las implicaciones jurídicas e institucionales de la unión bancaria y analiza cómo la Unión Europea ha solventado esta crisis «existencial» del euro, con las limitaciones jurídicas y políticas que por supuesto han condicionado las respuestas brindadas. Estudia primero las soluciones encontradas para estabilizar la zona Euro, luego las soluciones relativas a la gobernanza económica, posteriormente valora el nuevo reparto de poder y de papeles en las instituciones de la Unión Europea y finalmente discute en qué medida esas soluciones han podido afectar al llamado «método comunitario». La sensación del lector es una mezcla de asombro por la imaginación y creatividad demostrada por los políticos europeos para enfrentarse a situaciones imprevistas como de estupor por la rigidez institucional y el peso de la inercia y los intereses nacionales.

La profesora Garot hace un repaso histórico minucioso de los fundamentos jurídicos, de su cuestionamiento por ciudadanos particulares y de la doctrina de los Tribunales europeos, que permitieron a la Unión Europea dar respuesta a los desafíos económicos que la crisis del euro le iba planteando. Bases jurídicas que fueron cambiando también a medida que la crisis empezó a ser entendida en toda su naturaleza y dejó de ser considerada una situación excepcional de algunos países para pasar a ser un problema institucional de la Unión Monetaria. Cambio conceptual que tuvo importantes implicaciones legales pues ya no valían procedimientos temporales y extraordinarios, como había sido por ejemplo el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera, sino que había que legalizar la nueva normalidad, de ahí la reforma del TFUE mediante la incorporación de un tercer apartado al art. 136 y el Tratado de Estabilidad, Cooperación y Gobernanza (TECG) que dieron carácter de legalidad al Mecanismo Europeo de Estabilidad. Las razones que pueden explicar la adopción del TECG son tanto políticas como jurídicas y en este caso, más políticas que jurídicas, dado que no añade nada sustancial al *Six-pack* y al *Two-pack*. Políticas porque le permitió a la canciller Merkel vender en Alemania «cosas que sabía que había que hacer pero a las que su opinión pública era reacia»¹² y porque el rechazo del Reino Unido hacía imposible modificar los Tratados de la Unión

¹² Véase Anna Hyvärinen, p 8 in Anna Kocharov, «Another Legal Monster? An EUI debate on the Fiscal Compact Treaty», *EUI Working Papers*, Law 2012/09.



Europea. Pero, hasta cierto punto, «la Unión da muestras de debilidad cuando tiene que recurrir a las Constituciones de los Estados miembros para hacer efectivas sus normas»¹³.

A la hora de hacer balance de los distintos instrumentos adoptados para remediar la crisis del euro y consolidar la Unión Económica y Monetaria, parece claro que las soluciones han tenido que encontrarse fuera del marco de la propia Unión Europea y fuera del derecho de la Unión Europea. Es una postura, entendible por las razones que se aportan en el estudio, pero que conlleva unos riesgos que pueden afectar al futuro mismo del proyecto de integración europea. Aunque se trata de instrumentos con bases jurídicas distintas, dentro o fuera de los Tratados de la Unión Europea, se puede resaltar un rasgo común, la preeminencia del Consejo Europeo, institución intergubernamental por excelencia.

Ese mayor protagonismo se ha hecho fundamentalmente en detrimento de la Comisión Europea –institución supranacional por excelencia– y del Parlamento Europeo. Es verdad que con esos nuevos instrumentos, a la Comisión Europea se le encomienda la tarea de controlar los presupuestos nacionales y de orientar las políticas nacionales, incluso de proponer sanciones en caso de déficits excesivos. Pero ha perdido parte de su poder de impulsar el proyecto europeo. En definitiva, con la crisis del euro hemos asistido a una redefinición de las tareas y competencias de las distintas instituciones europeas que ha llevado a cuestionar la evolución del llamado método comunitario.

Método comunitario que parece perderse no solo por la utilización de las instituciones sino también por la elección de los instrumentos. Dos de ellos son acuerdos internacionales en sentido estricto, incluso tres con el *Euro Plus Pact*. Es decir la UEM se consolida fuera del marco de la UE, emprendiendo un camino al revés de algunas políticas, como la migratoria o la política exterior, que han pasado de ser competencias exclusivas de los Estados a ser competencias compartidas con la Unión Europea. Se trata de un proceso arriesgado porque, primero, un instrumento firmado por algunos Estados miembros no gozará de los principios de primacía y efecto directo del propio Derecho de la Unión Europea, y segundo, porque el resultado es la división de los Estados miembros de la Unión Europea en tres grupos: los que están dentro, los que quieren estar y los que no quieren estar en la zona euro, con el consiguiente riesgo de fractura de la Unión. Un riesgo que se me escapa como puede evitarse dado que la crisis ha evidenciado una fractura fundamental en la Unión porque el euro exige un nivel de integración económica y política sin precedentes. Pero, para la profesora Garot, una opción menos arriesgada hubiera sido continuar el proceso de integración europea mediante el recurso a las cooperaciones reforzadas, tal y como resultan diseñadas en los Tratados de la Unión Europea.

El trabajo concluye afirmando que existen varias fórmulas jurídico-políticas para crear una verdadera unión fiscal y por lo tanto política, dependiendo del nivel de federalismo económico perseguido. Pero en cualquier caso, «parece obvio que en el estado

¹³ Víctor Ferreres Comella, «La crisis del euro y la regla de oro: problemas constitucionales», *Actualidad Jurídica Uribe y Menéndez*, Número extraordinario, 2012, p 100.



actual de la Unión Económica y Monetaria, un cambio de Tratado es necesario para integrar todas las disposiciones adoptadas en los últimos dos años. En caso contrario, estaremos hablando de des-integración europea en lugar de integración europea».

Torreblanca y Piquer adoptan un enfoque muy diferente, un enfoque político que no ocultan desde sus afirmaciones iniciales. El euro ha logrado sobrevivir al colapso y diseñar una hoja de ruta que le permitirá completar la unión monetaria con los elementos financieros, fiscales y económicos que pongan a salvo tanto el euro como el proyecto europeo. El problema, en su opinión, es que dicho salvamento ha dejado tras de sí un paisaje sumamente delicado. En lo institucional, hemos asistido a un realineamiento fundamental del poder en torno al Consejo Europeo y el Eurogrupo, pero también a la emergencia del BCE como actor central en el proceso, en detrimento de la Comisión y el Parlamento Europeo, lo que no hace sino agrandar el déficit democrático de la UEM. A su vez, desde el punto de vista político, los tradicionales equilibrios han dado paso a una UE articulada en torno a una Alemania que desempeña el papel de hegemon reticente y una periferia que se encuentra en un estado de postración político y económico. Por si fuera poco, ha aparecido una nueva y potente oleada de euroescepticismo entre la ciudadanía y profundas divisiones de opinión y percepción entre los ciudadanos de unos y otros países.

Tienen razón en parte, pero olvidan, creo, que el añorado pacto constitutivo de Europa no ha caído víctima de los egoísmos nacionales puestos de manifiesto por la crisis del euro, sino por la incapacidad de Europa para mantener su liderazgo tecnológico y de capital humano, por la pérdida de competitividad creciente, por el fin del excepcionalismo europeo-occidental que ha supuesto la globalización y la democratización del crecimiento económico en el mundo.

Parece existir unanimidad entre nuestros comentaristas en que el reguero de normas, instituciones y mecanismos que la crisis del euro ha dejado tras de sí, ha alterado de forma muy notable la naturaleza formal y material de la UE y, especialmente, de la zona euro. Todas las instituciones de la UE se han visto afectadas por este cambio. La Comisión Europea ha incrementado sustancialmente sus poderes de supervisión y sanción de los Estados miembros, pero dicho incremento no ha significado, sin embargo, que haya logrado reforzar su papel ejecutivo frente al Consejo. El Consejo Europeo, y especialmente el Eurogrupo, se han visto reforzados por la crisis, convirtiéndose en los verdaderos centros de poder y decisión de la Eurozona. Precisamente por la legitimidad política de la que goza el Consejo en razón de la presencia en éste de los gobiernos elegidos democráticamente. Por tanto, la Comisión ha visto ampliados sus poderes como delegado, no como agente principal. Y como delegado, en conjunción con el Parlamento Europeo, su tarea ha sido la de poner en marcha y desarrollar legalmente las iniciativas aprobadas por el Consejo Europeo.

En cuanto al Parlamento Europeo (PE), un nuevo jugador no siempre suficientemente considerado, ha desplegado su poder de codecisión mediante una ingente actividad legislativa, pero no ha sido actor protagonista ni en el gobierno de la crisis ni a la hora de obligar al resto de las instituciones europeas a rendir cuentas de su gestión, ni se ha convertido en el instrumento de legitimación democrática de las excepcionales medidas adoptadas por los Estados. Dado que una gran parte de la crisis se ha gestio-



nado por cauces intergubernamentales, por fuera de los Tratados, ese papel de exigencia de *accountability* ha quedado —cuando se ha producido— en manos de los Parlamentos nacionales. El Parlamento Europeo ha quedado así en una especie de tierra de nadie: empeñado en reforzar su papel frente a la Comisión, no ha percibido con claridad que los Estados, y en gran parte la ciudadanía, no han querido concederle el papel de garante democrático de la UE. De esa manera, vive bajo la contradicción que supone que sus ampliados poderes discurran en paralelo a su marginalidad creciente como elemento de legitimación de las medidas de carácter excepcional adoptadas por las instituciones europeas.

Más discutible es la evaluación que hacen del BCE, que de ser una institución tecnocrática, deliberadamente diseñada para ser anónima, se ha convertido en uno de los centros de poder y atención durante la crisis. El BCE ha sido el instrumento decisivo a la hora evitar el colapso de la zona euro y ha emergido, gracias a su capacidad de tomar decisiones pasando por encima de las divisiones de los Estados, como la institución más auténticamente federal de la UE, el lugar donde los intereses generales de la UE se han antepuesto a los intereses nacionales.

Junto a estos realineamientos, merece la pena constatar también la aparición de nuevos actores con capacidad de veto, como los Tribunales Constitucionales o los Parlamentos Nacionales. El activismo de estos nuevos actores ha alterado, ralentizado en exceso me atrevería a añadir, el proceso habitual de toma de decisiones en la UE. El ejemplo más evidente, pero no el único, lo ha ofrecido el Tribunal Constitucional alemán.

Opinan Torreblanca y Piquer que para lograr el apoyo ciudadano, sería necesario superar cuatro tipos de fracturas hoy existentes en Europa: (i) la que separa a la élite de los ciudadanos, (ii) la que enfrenta al Norte con el Sur, o el centro con la periferia, (iii) la que ha surgido entre los Estados miembros de la Eurozona y los que ni están ni se les espera, y (iv) la que se articula en torno al enfrentamiento entre democracia y eficacia. Y concluyen señalando, en una interpretación política que los economistas no siempre apreciamos en toda su dimensión que «hoy el mayor desafío no reside en encontrar las soluciones técnicas adecuadas, sino en lograr el apoyo público necesario para implementar esas reformas». En esa tesitura, la Unión Monetaria tiene ante sí dos salidas. Por un lado, puede optar por consolidar el modelo actual de una «unión de reglas» o puede convertirse en una «unión de políticas», es decir, en un sistema político que, además de reglas y mecanismos de supervisión y sanción, tenga a su disposición instrumentos de política económica parecidos a los que en la actualidad tienen los Estados. Huelga decir cual es su preferencia. Creo sin embargo que el tema es un poco más complejo. Como espero que quede meridianamente claro con la lectura de este libro, una unión de reglas en sentido estricto no es sostenible. La cuestión central es definir y consensuar cuales son exactamente esas políticas que hay que poner en común a nivel federal europeo¹⁴. Ese es el verdadero debate, y el que tendrá ocupada a Europa en los años venideros. A ilus-

¹⁴ Los autores señalan, por ejemplo, la necesidad de disponer de un Banco Central Europeo «cuyos objetivos sean políticos», algo que no solo repugna a la inmensa mayoría de los economistas sino que nunca sucederá si queremos mantener a Alemania como eje de la Unión.



trar ese debate, a mejorar el conocimiento de las distintas posturas y de sus consecuencias, a aportar argumentos sólidos y económicamente coherentes a la necesaria refundación de la Unión Monetaria Europa esperamos que contribuya este Anuario.

5. A MODO DE CONCLUSIÓN: DIEZ LECCIONES PARA REFUNDAR LA UNIÓN MONETARIA EUROPEA

Los dos libros anteriores acababan con diez lecciones de la crisis y parecía una buena idea intentar hacer lo mismo esta vez, aunque dada la naturaleza de este Informe se corre el riesgo de que el lector se centre en ellas en demasía. Porque el objetivo esta vez, insisto, no es tanto proponer soluciones a los problemas cómo explicar las consecuencias de las soluciones que se están barajando en el debate europeo. Pero vamos a intentarlo:

Primera, el euro es moneda de uso corriente en las transacciones comerciales internacionales y segunda divisa de acumulación de reservas internacionales. Se ha convertido en una moneda de referencia inevitable y su grado de utilización ha resistido bien la crisis en Europa. Lo que invita a pensar que no ha habido una crisis de confianza en el euro, salvo quizás en momentos puntuales, sino una crisis de confianza en algunos activos denominados en euros. Pero el euro no ha desbancado al dólar ni lo hará a corto plazo. Porque eso depende de factores más geoestratégicos que económicos y existe una incertidumbre política fundamental sobre el futuro de la Eurozona como Estado con políticas propias, incluidas la política de defensa y seguridad. Por eso conviene ser realistas sobre las posibilidades del euro como divisa internacional.

Segunda, la fragmentación financiera en la Eurozona se ha reducido pero no ha desaparecido. En concreto, el mercado interbancario sigue sin funcionar correctamente y sigue dependiendo en exceso de la garantía del BCE como redistribuidor de la liquidez dentro de la zona euro. El ahorro sigue sin moverse dentro de la UEM exclusivamente con criterios de búsqueda de la mayor rentabilidad. Recuperar la financiación interbancaria *cross-border* es un objetivo inmediato y urgente. La auditoría de los balances bancarios europeos previa a la asunción de la responsabilidad de supervisión por el BCE debería ser determinante a estos efectos.

Tercera, permanece un excesivo sesgo doméstico en las carteras de los inversores en el área euro para poder hablar plenamente de un mercado financiero integrado. Sesgo que tiene que ver tanto con cuestiones de información como de regulación y sobre todo con la percepción de que existen *fiscal backstops* muy diferentes en los diferentes Estados miembros que hacen que el domicilio de los activos no sea irrelevante. Adicionalmente, queda pendiente una reconfiguración europea del mapa bancario. Gobiernos y Bancos Centrales Nacionales han de estar dispuestos aceptar, y el BCE presto a exigir y fomentar, fusiones transnacionales de entidades financieras.

Cuarta, continúan existiendo debilidades fundamentales en el funcionamiento de los mecanismos de transmisión de la política monetaria en Europa que seguirán complicando la labor del BCE. Máxime cuando tenga que empezar a retirar la liquidez y revertir las medidas extraordinarias. Seguimos echando en falta un activo europeo que permita normalizar la política monetaria en Europa, un tema aparcado pero que habrá que



recuperar con cierta premura. Lo que obligará replantearse la cuestión del Tesoro Europeo.

Quinta, el BCE se juega su credibilidad, y la de toda la Unión Monetaria en el triple ejercicio de revisión de activos bancarios, evaluación de sus balances y pruebas de resistencia. Las metodologías y criterios concretos de ese ejercicio han de ser publicadas cuanto antes y ha de evitarse tanto la protección de los «campeones nacionales» como un ejercicio de masoquismo que estigmatice las tenencias de deuda pública soberana. Si los europeos aceptamos formalmente una quita, las posibilidades de que se produzca aumentan exponencialmente. Y también el coste para el contribuyente europeo.

Sexta, el mecanismo de resolución bancaria tiene que estar aprobado cuando concluya el ejercicio de auditoría y se publiquen las potenciales necesidades de recapitalización de los bancos europeos. Cualquier otra alternativa es una invitación al recrudescimiento de las tensiones financieras en la Eurozona y a una nueva espiral de crisis bancaria y soberana. Además, el mecanismo de resolución aprobado en la Cumbre de diciembre es insuficiente. Requiere cambios importantes que simplifiquen y agilicen su operativa, disminuyan el control que los grandes países se han reservado sobre su utilización, aumenten la independencia de la Junta de Resolución, amplíen el tamaño del Fondo disponible y mejoren su articulación conjunta con *el fiscal backstop* común, el MEDE.

Séptima, el marco de disciplina fiscal en la Unión Económica y Monetaria se ha reforzado considerablemente en los últimos años, avanzándose en el camino de la federalización. La Comisión ha recibido competencias de supervisión y sanción y el Eurogrupo se ha constituido en el auténtico gobierno fiscal del euro. Queda por demostrar cómo ejercerán esas competencias y cómo va a funcionar en la práctica la capacidad para imponer sus recomendaciones, que siguen sin ser de obligado cumplimiento. El mecanismo de decisión por mayoría inversa es un arma potencialmente muy poderosa. Pero los gobiernos de los Estados miembros siguen resistiéndose a ceder soberanía fiscal a un órgano supranacional y la mutualización de la deuda pública sigue siendo tabú, aunque se haya adoptado de facto con el MEDE. Pero se sigue considerando un procedimiento extraordinario, de cuantía limitada, a aplicar en última instancia, y sólo después de que los gobiernos nacionales hayan agotado su capacidad política de ajuste y endeudamiento. La idea de un régimen de excepción que penaliza a los Estados infractores ha ido ganando adeptos, pero es difícil de imaginar cómo puede ser sostenible una Unión Monetaria sin un único garante fiscal de última instancia. Habrá que seguir argumentando por una Unión de Transferencias durante bastantes años y recordar que una unión fiscal exige tres cosas: reglas sencillas de aplicación automática, capacidad para asegurar la aplicación de esos ajustes automáticos y un presupuesto federal de estabilización que amortigüe el coste social de los ajustes.

Octava, en un área monetaria óptima, con perfecta movilidad de trabajo y capital, los desequilibrios internos de balanza de pagos debieran ser irrelevantes. Pero en la Eurozona, una unión voluntaria de Estados soberanos largamente establecidos, no lo son ni lo serán en mucho tiempo. Lo que obliga a prestar atención a esos desequilibrios de ahorro-inversión porque se pueden convertir en diferencias socialmente insostenibles de crecimiento y empleo. Es necesaria una política europea de competitividad y de refor-



mas estructurales y una mayor supervisión, hasta probablemente injerencia, europea en estas cuestiones. Pero no estoy convencido de que la mejor manera de hacer frente a las cuestiones de competitividad de la Eurozona sea penalizar a los países más competitivos. Porque la Eurozona, Europa en su conjunto, compite y no necesariamente de manera favorable en una economía cada vez más globalizada. Un uso más eficiente y discriminatorio de las políticas de cohesión y de reformas estructurales, una combinación inteligente y decidida de palo y zanahoria, es un camino mucho más sensato y prometedor. Aunque lleva a plantearse el déficit de legitimidad democrático de la Unión.

Novena, los cambios necesarios en el diseño institucional de la Unión Monetaria conducen irremediamente a un nuevo Tratado casi constituyente. No solo porque probablemente sea necesario jurídicamente para la cesión de transferencias fiscales, financieras y económicas sino sobre todo porque la Eurozona requiere una nueva legitimidad que la acerque a los ciudadanos. Los debates sobre el grado y forma de unión política son inevitables y cuanto antes se produzcan de manera constructiva mejor. La manera de evitar el crecimiento del populismo no es cediendo ante él, sino contraponiendo un proyecto político europeo que respete las singularidades nacionales a la vez que garantiza la eficiencia económica. Ser capaces de tener ese debate mientras se avanza en la unión bancaria, fiscal y económica será la clave de la recuperación europea.

Y **décima**, la consolidación de la Eurozona como unión política crea un problema inevitable en la Unión Europea. Conseguir que se mantenga el mercado único, no solo un área de libre comercio, a la vez que la Eurozona se configura como un espacio políticamente integrado, es todo un reto. Pero es necesario intentarlo, porque el coste de salvar el euro no puede ser la fragmentación de la Unión Europea.

Fernando Fernández Méndez de Andés
Madrid, diciembre de 2013

PARTE A
EL USO DEL EURO Y LA FRAGMENTACIÓN
FINANCIERA DE LA ZONA



1. UNA PANORÁMICA DEL PAPEL DEL EURO EN EL MUNDO

CARLOS POZA LARA

Este capítulo presenta un análisis somero de la cotización del euro y el detalle de la utilización del mismo en las distintas operaciones de comercio internacional intentando descubrir tendencias, fortalezas o debilidades pues no cabe duda que uno de los objetivos de la Unión Monetaria era precisamente la sustitución del euro como medio de pago en el comercio y, por tanto, avanzar en la independencia relativa de Europa respecto al tipo de cambio, acercarse a la posición de «exorbitante privilegio del dólar», como la ha calificado Eichengreen¹. Privilegio que le permite practicar la negligencia benigna en su tipo de cambio, pues la evolución del mismo apenas tiene impacto en las variables reales de la economía como la producción y el empleo. La principal conclusión que puede extraerse de este análisis es la sorprendente estabilidad del uso del euro en el comercio. Lo que puede dejar un sabor agrídulce pues no se cumple la gran ambición, un tanto ingenua en mi opinión pero real en muchos observadores europeos, de sustitución progresiva del dólar. Pero también hay motivo de satisfacción en cuanto que los excepcionales acontecimientos económicos, sociales e institucionales que han tenido lugar en la Unión en estos últimos años, y que no han sido especialmente favorables a un uso creciente del euro, no han afectado a su proceso de consolidación como moneda de denominación de las transacciones en el comercio internacional.

Esta estabilidad era por otra parte perfectamente esperable, pues la gran emergencia del euro se produjo con su puesta en circulación hace ya catorce años. Fue en los años inmediatamente siguientes cuando los principales actores del comercio de mercancías y divisas reconfiguraron sus carteras y estrategias para hacer frente a esa nueva realidad. Desde entonces el euro se ha convertido en normal, en habitual, en necesario pero también en nada excepcional. Su futuro está asegurado como divisa alternativa. Su triunfo, por utilizar esa terminología tan querida para algunos europeos nostálgicos de la grandeza, no depende de factores económicos, de la gestión de la política monetaria o cambiaria, ni siquiera del devenir de la banca europea, sino que es cuestión geoestratégica y geopolítica. Y no cabe esperar que el siglo XXI sea precisamente europeo.

Pero esta estabilidad, la estable pero muy importante aceptación del euro y su cuota en el mercado internacional de divisas y mercancías, es un activo muy importante de Europa. Un activo que no se puede perder sin dramáticos costes, para todos los agentes afectados. Conviene también recordarlo cuando desde algunos sectores se cuestionan las

¹ Barry Eichengreen, *Exorbitant Privilege*, Oxford University Press, New York 2010.

bondades del euro. Su desaparición implicaría la necesidad de redenominar millones y millones de transacciones internacionales, de contratos. Un escenario de pesadilla que nadie quisiera contemplar y que parece prácticamente imposible a finales de 2013. Pero esto no era así al comienzo el año. Este es el principal logro de la Unión Monetaria en este año. Un logro no menor, para la estabilidad interna de la Eurozona, para la estabilidad de Europa y para la estabilidad del mundo.

1.1. EL EURO COMO MEDIO DE PAGO²

1.1.1. EVOLUCIÓN DEL TIPO DE CAMBIO NOMINAL DE LA MONEDA ÚNICA EN 2013: DE EURO DÉBIL A EURO FUERTE

El comportamiento del tipo de cambio nominal del euro frente al dólar en 2013 ha seguido un patrón similar al experimentado en 2012. Su evolución durante la primera mitad del año ha estado determinada por las dudas del mercado sobre la estabilidad de la Unión Monetaria y sobre la necesidad de inyecciones masivas de liquidez, que se han traducido en una tendencia bajista, mientras que en la segunda parte del año, conforme la Euro Zona salía de la recesión, se avanzaba en la unión bancaria y simultáneamente en Estados Unidos se retrasaban las expectativas de subida de tipos y contracción monetaria, se ha producido una continua apreciación del euro (ver gráfico 1.1). En 2012, el efecto se produjo básicamente por el anuncio de las *Outright Monetary Transactions* (OMTs) –explicado con detalle en el capítulo de la política monetaria– y, en 2013, por la mejora de los datos macroeconómicos y por los avances en la unión bancaria europea. A lo largo de 2013 se han alcanzado niveles de paridad euro-dólar que no se veían desde noviembre de 2011.

GRÁFICO 1.1. TIPO DE CAMBIO NOMINAL DEL EURO FRENTE AL DÓLAR



Fuente: Reuters EcoWin.

² Este apartado se apoya estadísticamente en la publicación del Banco Central Europeo, «The international role of the euro», para los años 2012 y 2013. ECB, Frankfurt.



Por el contrario, la tendencia del euro frente al yen ha sido creciente en todo momento (ver gráfico 1.2). La intensa expansión de la base monetaria consecuencia de una agresiva política económica que se ha venido a llamar «abonomics» en referencia al nuevo presidente del país, ha provocado, como era su objetivo declarado, una devaluación competitiva del yen, que ha permitido mejorar la competitividad internacional japonesa para impulsar su demanda externa. Estas intervenciones monetarias preanunciadas, sin disimulo, han sido motivo de fuerte controversia internacional y han sido calificadas por muchos analistas como el resurgir de una nueva «guerra de divisas» que ha hecho retroceder la cooperación macroeconómica internacional, uno de los grandes activos de la respuesta a la crisis financiera internacional, y cuestionado seriamente la utilidad de los organismos internacionales. Su consecuencia inmediata a nuestros efectos ha sido fortalecer la cotización del euro, a la vez que cuestionar la actitud condescendiente de un BCE sin voluntad o capacidad para hacer frente a una apreciación del euro que para un sector importante de la opinión pública europea, siempre partidaria de las devaluaciones competitivas, está poniendo en peligro la recuperación económica de la Unión, y lo que es igualmente relevante, su nivel de integración y consenso interno. En la agenda de las cumbres europeas ha reaparecido a lo largo de 2013 el debate sobre el tipo de cambio y el propio BCE se ha visto obligado a explicar públicamente, ante el escepticismo general, que alguna de sus decisiones se haya visto influida por una apreciación excesiva de la divisa europea³.

GRÁFICO 1.2. TIPO DE CAMBIO NOMINAL DEL EURO FRENTE AL YEN



Fuente: Reuters EcoWin.

China, que también ha sido acusada de participar, cuando no directamente de inventar, la guerra de divisas en 2012 y 2013, ha continuado con su política tradicional de flotación sucia del yuan para favorecer su demanda externa. Intervenciones que han ocu-

³ Véase la rueda de prensa de Mario Draghi en la que anunció la bajada de los tipos de intervención y su encomiable e inútil esfuerzo por deslindar esa decisión de la cotización del euro.

rido en paralelo a la liberalización gradual de los movimientos de capitales desde y hacia China y de la libertad doméstica e internacional para operar en divisa local, con el objetivo explícito de una plena convertibilidad a medio plazo y la consolidación del yuan como activo de reserva internacional⁴. En ese contexto, el comportamiento del euro-RMB ha sido similar al experimentado contra el dólar (ver gráfico 1.3). Primeros seis meses de depreciación y segunda mitad del año de apreciación.

GRÁFICO 1.3. TIPO DE CAMBIO NOMINAL DEL EURO FRENTE AL YUÁN



Fuente: Reuters EcoWin.

Aunque la tendencia del euro ha sido claramente alcista en la segunda mitad del año, conviene no olvidar los dramáticos sucesos acaecidos en Chipre en marzo de 2013. Puede resultar sorprendente que el llamado «marzo negro de la economía chipriota» afectase de manera brutal a la cotización del euro, depreciándola más de un 6% en apenas mes y medio (en los tres gráficos anteriores se observa una depreciación nominal del euro en marzo de 2013). Que una economía tan pequeña, que un mercado financiero tan marginal en el contexto internacional pueda afectar de esa manera al precio más importante de la economía mundial solo puede explicarse por la expectación y sensibilidad de los inversores internacionales hacia lo que allí estaba en juego. Nada menos que el mecanismo europeo de resolución de crisis, las reglas futuras de la restructuración de los problemas de deuda soberana y el peligro, luego confirmado como veremos al hablar de la Directiva Europea de Resolución, de que los gobiernos europeos interpretando el hartazgo de electores y contribuyentes, invitaran sin opción a negarse a acreedores y depositantes a participar en la asunción de pérdidas, lo que se conoce internacionalmente como *burden sharing* o reparto del coste de las restructuraciones de deuda. Una quita anunciada y posteriormente reglada que ha pasado a formar parte del acervo regu-

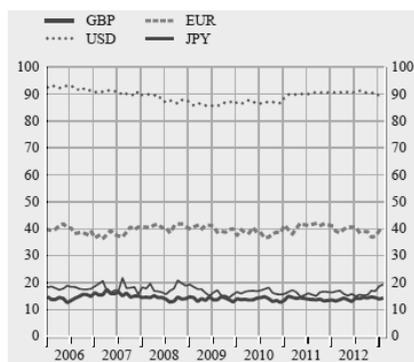
⁴ Véase BBVA Research, *China Economic Watch, RMB internationalization gains momentum from liberalization steps*, Hong Kong, Noviembre 2013.



latorio de la Euro Zona y que sin duda pasó factura en la cotización del euro. Un episodio que refleja más allá de toda discusión el problema estructural del euro para consolidarse como la gran divisa internacional, las incertidumbres institucionales que aún acechan, aunque en 2013 hayan disminuido notablemente, al proyecto de Unión Económica y Monetaria.

Finalmente, la utilización del euro en el mercado de divisas permaneció prácticamente invariable en 2012 (último dato aportado en ECB, 2013). Los datos muestran que la composición monetaria de las operaciones liquidadas en el CLS siguen estables: el dólar estadounidense fue contraparte en el 90% de los intercambios de todas las divisas, confirmando su papel de moneda dominante en el Forex, mientras que el euro mantuvo una participación del 40%⁵ (ver gráfico 1.4).

GRÁFICO 1.4. UTILIZACIÓN DEL EURO EN EL MERCADO DE DIVISAS (PORCENTAJE)



Fuente: ECB (2013).

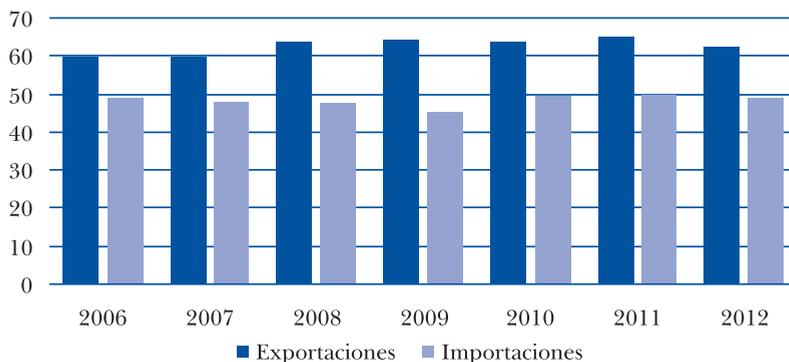
1.1.2. EL EURO COMO MONEDA DE PAGO EN EL COMERCIO INTERNACIONAL

Recordemos que la principal conclusión de este capítulo, y de este apartado es la estabilidad en la utilización del euro. No obstante es interesante analizar los distintos mercados y submercados para detectar tendencias y señales de alerta, para descubrir los mensajes enviados por inversores y usuarios del euro. Con los últimos datos disponibles, en el año 2012 la utilización del euro por parte de los países miembros en el comercio extracomunitario se mantuvo cerca de los niveles observados en años anteriores. La participación del euro en las exportaciones de mercancías con países no miembros se redujo alrededor de 2 puntos porcentuales con respecto a 2011, hasta el 62,5%, pero registró un crecimiento del orden de 3 puntos con respecto a 2007. La participación del euro en las importaciones de

⁵ Nótese que la liquidación *payment-versus-payment* incluye dos monedas, por lo que la suma de todas las divisas es igual a 200%.

bienes de los miembros de la eurozona con terceros países se mantuvo estable en un 49%, lo que supone más de un punto porcentual en comparación con 2007 (ver gráfico 1.5).

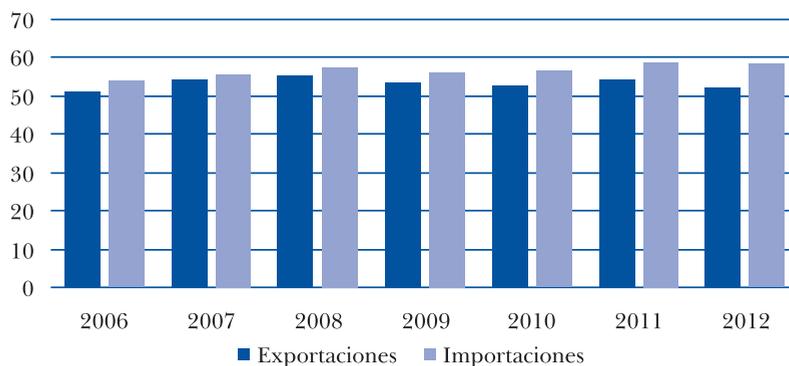
GRÁFICO 1.5. PARTICIPACIÓN DEL EURO EN LAS TRANSACCIONES DE MERCANCÍAS EXTRACOMUNITARIAS DE PAÍSES MIEMBROS (como porcentaje del total)



Fuente: ECB (2013).

En lo que se refiere al comercio extracomunitario de servicios de los países miembros de la eurozona, la utilización del euro en las exportaciones se redujo alrededor de 2 puntos porcentuales entre 2011 y 2012, pasando del 54,2% al 52,1% respectivamente. En el caso de las importaciones, las transacciones en euros permanecieron prácticamente estables en el 58% (ver gráfico 1.6).

GRÁFICO 1.6. PARTICIPACIÓN DEL EURO EN LAS TRANSACCIONES DE SERVICIOS EXTRACOMUNITARIAS DE PAÍSES MIEMBROS (como porcentaje del total)



Fuente: BCE (2013).



Desglosando la información anterior por países en 2012, se observa un uso del euro en las transacciones extracomunitarias heterogéneo. En el caso de las exportaciones de bienes, las economías que más utilizan el euro son Eslovaquia (96,6%), Eslovenia (81,6%) y Estonia (71,5%) y las que menos Grecia (32,3%) y Francia (48,8%). En las exportaciones de servicios, Eslovenia (85,8%), Italia (76,5%), Bélgica (71,4%) y España (62,3%) son los que más utilizan el euro mientras que Grecia (27,8%) y Francia (24,5%) de nuevo son los que menos. Desde la óptica de las importaciones, Eslovaquia (73,2%), Estonia (66%) y Bélgica (57,3%) son los países que destacan por el uso del euro en las transacciones de bienes mientras que nuevamente Bélgica (67,6%), Italia (66,6%), Eslovenia (66,4%) y España (64%) son los que destacan por las transacciones de servicios. Francia y Grecia vuelven a situarse entre las economías que menos utilizan el euro en las transacciones extracomunitarias, en este caso de servicios (ver anexos A12 y A13 en el informe «*The international role of the euro 2013*» del ECB).

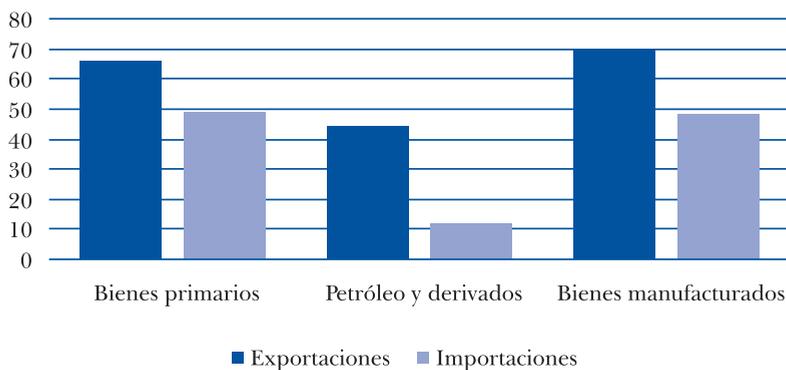
Continuando con la descripción pormenorizada por países de la utilización del euro en las transacciones comerciales, dentro de los no miembros de la eurozona, destacan la República Checa (77,2%) y Rumanía (71,3%) en las exportaciones de bienes y servicios; la República Checa (68%), Letonia (63,3%) y Rumanía (60,4%) en el caso de las importaciones de mercancías y, Bulgaria (75,4%) y la República Checa (71,2%) de nuevo en las importaciones de servicios (ver anexos A12 y A13 en el informe «*The international role of the euro 2013*» del ECB).

Por otra parte, al observar la serie temporal (desde 2003 a 2012) de los países no miembros se aprecia que aumenta la utilización del euro en las exportaciones e importaciones tanto de bienes como de servicios (ver anexos A12 y A13 en el informe «*The international role of the euro 2013*» del ECB). Esta evolución no resulta extraña si se siguen las fechas de entrada a la eurozona como nuevos miembros. Letonia lo haría en 2014, Bulgaria y Rumanía en 2016 y República Checa en 2017. Este proceso de ampliación de la eurozona explica en gran medida por qué estos países han incrementado sus flujos comerciales en euros en los últimos años.

Finalmente, los últimos datos disponibles ofrecidos por el Banco Central Europeo (2013) relativos a la composición por monedas del comercio extra-UE de los países de la zona euro, desglosados por principales grupos de productos, proporcionan una prueba del uso desigual que se realiza del euro en las transacciones extracomunitarias. La utilización media del euro en todos los países de la zona euro para los que se dispone de datos es más o menos la misma para los bienes primarios y los productos manufacturados (alrededor del 50% para las importaciones y más del 66% de las exportaciones). Sin embargo, la participación del euro es considerablemente menor en el caso del petróleo, productos derivados del petróleo y materiales relacionados: 43% en las exportaciones y el 12% en las importaciones (ver gráfico 1.7), lo que refleja el papel dominante que continúa teniendo el dólar en el mercado mundial de crudo y derivados pese a las sonoras declaraciones periódicas de algunos de sus protagonistas para acabar con el imperialismo del dólar. La realidad está bastante alejada de la demagogia. Los mercados no se improvisan; sus procedimientos, instituciones y operativa muestran una extraordinaria estabilidad. Sobre todo si funcionan bien como mercados, si tienen la amplitud, profundidad, liquidez y transparencia adecuados. El comercio de Estado no es ni puede ser un

buen sustituto de los mercados organizados preexistentes, sino un mecanismo transitorio para incorporarse a esos mercados internacionales o un instrumento de política exterior.

GRÁFICO 1.7. PROPORCIÓN DEL EURO EN EL COMERCIO EXTRACOMUNITARIO DE LOS PAÍSES MIEMBROS DE LA EUROZONA (Como porcentaje del total, datos de 2010)



Fuente: ECB (2013).

1.2. EL EURO COMO ACTIVO DE RESERVA

1.2.1. LA EVOLUCIÓN DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES EN EUROS

El euro ha experimentado desde su creación en 1999 un crecimiento paulatino como moneda de reserva que le ha permitido situarse como la segunda divisa más acumulada del mundo. En 1999 el volumen de reservas internacionales en euros alcanzaba los 247.000 millones de dólares y en 2012 por valor de 1,4 billones de dólares, ambos a tipo de cambio corriente. En términos porcentuales con respecto al total de reservas, esto supone que en 1999 el 17,9% de las reservas mundiales estaban en euros y en 2012 el 24,3%. Estos mismos porcentajes a tipo de cambio constante, serían del 22% en 1999 y 24,6% en 2012.

Sin embargo, esta tendencia creciente como moneda de reserva se vio truncada a partir de 2009 como consecuencia de la crisis soberana europea y de sus efectos sobre la credibilidad del euro. El máximo histórico de la moneda única como divisa de reserva internacional fue alcanzado en 2009 (25,9% a tipo de cambio constante), momento a partir del cual comenzó a deteriorarse. No obstante, a tipo de cambio corriente y gracias a la apreciación de la moneda, el saldo vivo de las reservas en euros ha venido creciendo año tras año desde su introducción, incluso después de 2009.

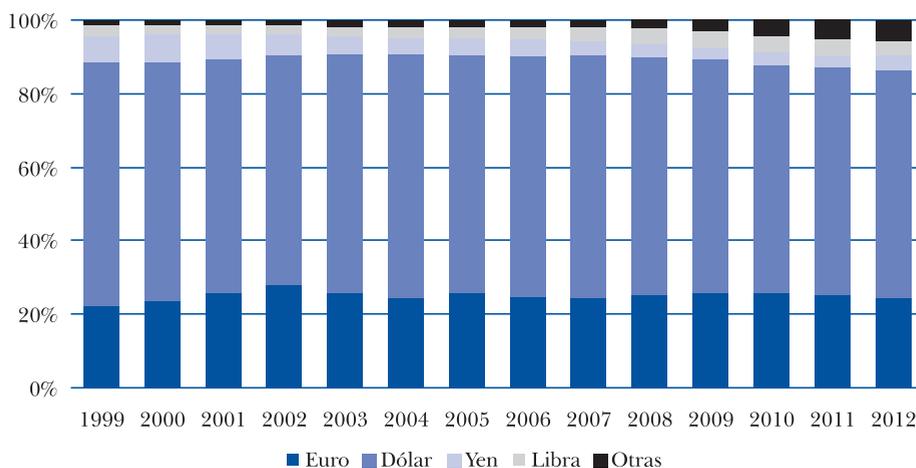
El peso creciente de las posiciones de divisas en euros se ha observado tanto en economías avanzadas como emergentes, lo que muestra su carácter universal. En el primer caso, se ha producido un incremento del porcentaje de euros como moneda de reserva



internacional al pasar del 22,2% en 1999 al 23,6% en 2012. El nivel máximo se alcanzó en 2009 (23,7%). También las economías emergentes han visto crecer sus reservas denominadas en euros, llegando incluso a mantener un porcentaje mayor de sus reservas internacionales en la divisa europea, 25,7% en 2012 (en 1999 era de 21,4%). La cota máxima se alcanzó en 2005 (31,3%).

Lo cierto es que al estudiar la composición de las reservas de divisas en el mundo, se aprecia cómo el dólar sigue siendo el activo internacional por excelencia, la moneda más demandada como activo de reserva internacional. Pero lo cierto es también que el euro se ha colocado en un segundo e indiscutido puesto, muy lejos de otras divisas. Así, a tipo de cambio constante y para el último año disponible, 2012, el 62% de las reservas estaban en dólares, el 24,6% en euros, el 4% en libras, 3,7% en yenes y 5,7% en otras monedas. Pero que el dólar sea la moneda de reserva por antonomasia no significa que no esté perdiendo peso en el mundo. Así, en 1999 el 66,4% de las reservas mundiales estaban en dólares y en el cuarto trimestre de 2012 se situaban en el 61,9%. Esta pérdida de casi 5 puntos porcentuales del dólar junto con la caída del yen del 7,1% en 1999 al 3,9% en el 4T-12, han permitido el auge de divisas como el euro (del 22% en 1999 al 23,9% en el 4T-12), la libra (del 2,7% en 1999 al 4% en el 4T-12) y otras monedas (del 1,5% en 1999 al 6,1% en el 4T-12) (ver gráfico 1.8).

GRÁFICO 1.8. COMPOSICIÓN DE LAS RESERVAS DE DIVISAS MUNDIALES
(Porcentaje sobre total de reservas, a tipo de cambio constante)



Fuente: ECB (2013).

Quizá el dato más sorprendente de esta evolución sea la extraordinaria resistencia mostrada por la libra esterlina, que ha conseguido incluso aumentar su peso en la composición de las carteras internacionales en unos años en los que ha sufrido un ataque sin precedentes, un cambio estructural en el mapa monetario europeo en el que estaba en cuestión su



propia supervivencia como divisa y la de Londres como plaza financiera⁶. Este hecho muestra que hay muchos otros factores además del tamaño de la zona económica de referencia e incluso de su grado de apertura medido en términos de exportaciones e importaciones que contribuyen a convertir una moneda nacional en un activo de reserva internacional. Factores que son los mismos que convierten un determinado mercado local en un mercado global, factores relacionados con la seguridad jurídica, calidad institucional, capital humano y con la eficiencia, profundidad y liquidez. Factores en los que la historia y la credibilidad, la inercia en suma, juegan un papel importante, de ahí la resistencia a perder posiciones adquiridas, pero donde también las políticas económicas, fiscales y prudenciales, y su previsibilidad y estabilidad temporal, son determinantes.

Entrando específicamente en el porcentaje de reservas en euros que tienen los países no miembros de la eurozona, se observa que, para una muestra de economías elegidas por el Banco Central Europeo (2013) en su informe «*The international role of the euro*», desde 2007 hasta 2012, 9 de los 17 países elegidos han disminuido sus tenencias de euros y 8 de esos 17 han incrementado las reservas de la moneda única.

En el primer grupo (los que han disminuido las reservas de euros) se encuentran Lituania, Polonia, Suecia, Reino Unido, Croacia, Turquía, Canadá, Noruega y Chile, y en el segundo (los que han aumentado las reservas de euros) se sitúan Bulgaria, República Checa, Letonia, Rumanía, Rusia, Suiza, Estados Unidos y Perú (ver tabla 1.1). Nótese, no obstante, que la tabla está calculada a tipo de cambio corriente, por lo que la depreciación acumulada del euro desde 2007 hasta finales de 2012 (6,2%) ha afectado negativamente a aquellos países que tenían reservas de euros. De este modo, la caída de reservas no ha tenido por qué ser consecuencia de una política de sustitución activa sino sencillamente por la propia cotización a la baja de la moneda única. En cualquier caso, hay países en los que la disminución del porcentaje de reservas en euros no puede ser explicada solo por una depreciación del euro.

Con el objetivo de profundizar en la diferenciación por países en la tenencia de euros como moneda de reserva, a continuación se presentan algunos datos de interés (ver tabla 1.1):

- De los países miembros de la UE pero no de la UEM, Bulgaria es el que ocupa el primer lugar en el ranking de economías con mayor porcentaje de euros sobre el total de reservas de divisas (99%). Su esperada incorporación a la eurozona en 2016 explica en parte este altísimo porcentaje. Su inestabilidad interna y el uso del euro como moneda cuasi doméstica, en un proceso de euroización que se conoce en la literatura económica como de dolarización⁷, ha jugado sin duda un papel muy importante. Lo mismo le ocurre al resto de países que ven aumentar sus

⁶ Recordemos las discusiones en los momentos de la puesta en circulación del euro y sobre todo los que siguieron a la decisión de Londres de no renunciar a la libra esterlina. Y recordémoslo no solo por prurito intelectual, sino para no cometer los mismos errores ahora que con motivo de la unión bancaria, hay muchos economistas europeos que anuncian prematuramente el ocaso de Londres y el de la industria financiera británica.

⁷ Los economistas hablan normalmente de *dolarización* para referirse al proceso de sustitución de moneda local por una divisa extranjera en todos sus usos posibles –depósito de valor, medio de pago y unidad de cuenta–. Proceso típico de economías castigadas secularmente por elevadas inflaciones y devaluaciones y que se asociaba tradicionalmente a América Latina en los años ochenta. De ahí su nombre. Para un análisis más riguroso véase el Box 2 de este mismo capítulo.

reservas de euros: Letonia, Rumanía y República Checa, cuya entrada en el euro sería en 2014, y a partir de 2016 y 2017, respectivamente.

De los potenciales candidatos seleccionados, tanto Croacia como Turquía han reducido sustancialmente sus niveles de euros. En el primer caso, el porcentaje de reservas era del 84,1% en 2007 y del 75,9% en 2011 (último dato disponible), y en el segundo, del 55,2% en 2007 y del 27,3% en 2012. Niveles muy distintos, pero evoluciones paralelas, que quizás puedan interpretarse como proxy de la probabilidad de incorporación a la Unión Monetaria y al atractivo decreciente de la misma en los últimos años.

TABLA 1.1.

Composición de las reservas de divisas de una selección de países no miembros de la eurozona						
(proporción de euros con respecto al total de reservas; porcentajes: a tipo de cambio corriente)						
	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Miembros de la UE pero no de la UEM	68,6	61,3	63,7	61,1	60,9	58,0
Bulgaria	99,1	99,1	99,1	99,6	99,9	99,9
República Checa	54,0	62,6	61,3	57,4	60,1	58,7
Letonia	38,8	60,5	63,1	58,3	57,0	51,4
Lituania	96,1	97,3	96,9	98,9	94,9	83,4
Polonia	36,3	33,7	36,7	35,0	30,4	30,9
Rumanía	67,8	63,2	65,2	67,2	77,8	73,0
Suecia	46,9	48,5	48,1	50,0	37,0	37,1
Reino Unido	68,4	41,4	65,5	59,0	59,1	60,4
País candidato y potencial candidato						
Croacia	84,1	76,6	71,7	73,7	75,9	nd
Turquía	55,2	46,0	44,6	46,5	40,3	27,3
Otras economías						
Canadá	47,5	40,4	41,9	40,0	37,0	34,9
Noruega	44,0	48,3	47,2	36,4	36,1	35,9
Rusia	38,8	40,0	33,2	43,1	42,1	40,4
Suiza	40,2	47,9	55,6	54,9	57,0	50,1
Estados Unidos	37,9	53,7	54,0	54,2	53,5	57,0
Países latinoamericanos						
Chile	34,8	37,3	34,8	35,2	35,5	20,3
Perú	11,9	14,9	17,4	16,8	38,0	30,0

Fuente: ECB (2013).

- En otro contexto completamente diferente, y referido a algunos países emergentes latinoamericanos, Chile ha reducido notablemente el porcentaje de sus reservas de euros entre 2011 (35,5%) y 2012 (20,3%) y Perú las ha aumentado desde



- 2007 (11,9%) pero disminuido con respecto a 2011 (30% en 2012 y 38% en el año precedente). De continuar esta tendencia quizás estaríamos ante el reflejo monetario de la pérdida de atractivo de la unión monetaria entre los países emergentes culturalmente más próximos. Aunque tal vez sea un fenómeno mucho más directo y tenga solo que ver con la búsqueda de rentabilidad, con la gestión financiera de las divisas, con la voluntad de evitar pérdidas potenciales en títulos de deuda pública en euros en un escenario de creciente riesgo de los títulos soberanos europeos, sobre todo de los periféricos en los que cabría esperar estuvieran concentradas sus posiciones.
- Finalmente, destacan las reservas de euros de los Estados Unidos (57% en 2012) y las de Suiza (50,1% en 2012), ambas en aumento desde 2007 (37,9% y 40,2% respectivamente). Obviamente la evolución en Estados Unidos tiene que ver con el comportamiento del tipo de cambio bilateral, pero el caso suizo, que se analiza con un poco más de detalle en el Box 1, es otra cosa. Es el resultado de la agresiva política de su banco central para evitar la apreciación del franco suizo frente al euro que le ha llevado al compromiso explícito de comprar ilimitadamente euros a un determinado precio, de fijar el tipo de cambio en una estrecha banda de fluctuación.

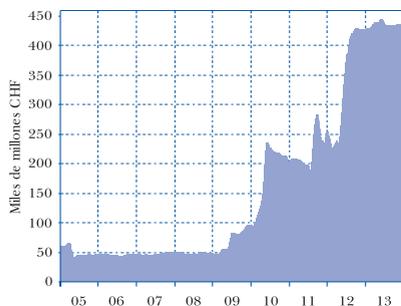
Box 1**ACUMULACIÓN DE RESERVAS EN EUROS POR EL BANCO CENTRAL SUIZO**

El volumen de reservas de divisas acumuladas por el Banco Central de Suiza hasta 2008 fue muy estable, oscilando ligeramente en torno a los 50 mil millones de francos suizos. Hasta ese mismo periodo el porcentaje de euros sobre el total de reservas permaneció prácticamente invariable entre el 45% y 50%. Sin embargo, como consecuencia de la crisis financiera internacional, en general, y de los problemas de la deuda soberana europea, en particular, se produjo una entrada masiva de capitales en la economía suiza que apreció drásticamente el franco. Este comportamiento del franco suizo como moneda refugio llevó al Banco Central al anuncio de garantizar compras ilimitadas de euros a una paridad fija con el objetivo de estabilizar la cotización del franco para no seguir deteriorando su demanda externa. Este cambio de régimen monetario que equivale en la práctica a la fijación del suelo de una banda de fluctuación, incrementó las reservas de divisas de manera exponencial hasta alcanzar la cifra de los 435 mil millones de francos en diciembre de 2013.

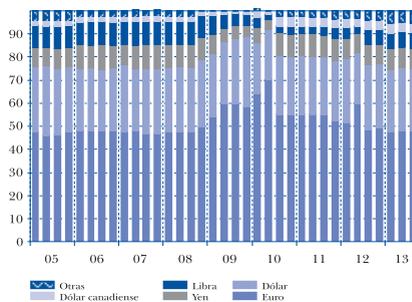
Para evitar pérdidas potenciales importantes en su cartera de divisas, el BC suizo comenzó a diversificar sus reservas incorporando otras monedas normalmente con expectativas de revalorización como las llamadas divisas *commodities*, las de países exportadores de materias primas desarrollados y con mercados financieros bien organizados y regulados. Así, desde 2010 se observa un aumento de las reservas en dólares canadienses y en otras monedas con características semejantes. La proporción de euros continúa entre el 45% y 50% pero al haber aumentado el volumen total de reservas también lo ha hecho el de la moneda única.



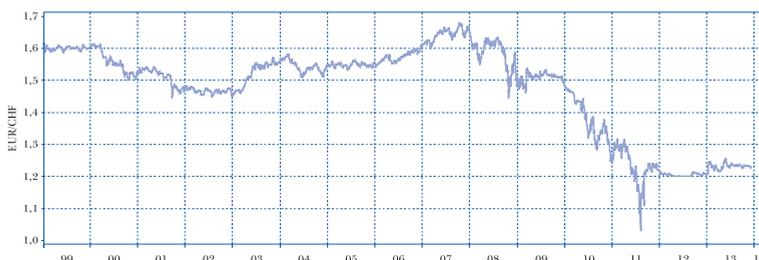
RESERVAS DE DIVISAS EN SUIZA (En volumen)



RESERVAS DE DIVISAS EN SUIZA (En porcentaje del total de reservas)



COTIZACIÓN DE FRANCO SUIZO CONTRA EL EURO



Fuente: Reuters EcoWin.

1.2.2. EL EURO COMO ANCLA NOMINAL DE LOS TIPOS DE CAMBIO

1.2.2.1. Tipos de cambio fijados explícitamente al euro

Del mismo modo que se ha producido un incremento del volumen de reservas en euros a nivel mundial desde su introducción en 1999 hasta los últimos datos publicados que datan de 2012 (a tipo de cambio corriente), entre 1999 y 2013 también se ha producido un mayor uso del euro como ancla nominal de los tipos de cambio en distintos países. En 1999, según el Banco Central Europeo 37 países en el mundo ligaban el valor de su moneda al de la divisa europea de manera explícita o implícita, mientras que son ya 46 en 2013. De forma explícita, mediante un régimen formal de bandas de fluctuación y cesta de monedas, en 1999 se anclaban al euro 32 países y en 2013, 39 (ver tablas 2.2 y 2.3).

Utilizamos 1999 como año de comparación, pues es el año de puesta en circulación del euro y, por tanto, los regímenes cambiarios entonces existentes pueden considerarse simplemente herederos automáticos de las monedas europeas preexistentes. En ese año se observaba que 3 países habían anunciado un régimen de convertibilidad con el euro, 16 economías utilizaban el tipo de cambio fijo con el euro como moneda ancla, 3 países fijaron un tipo de cambio con bandas de fluctuación cuya moneda de referencia



era el euro y 10 economías en el mundo incluían al euro en la cesta de monedas ancla (ECB, 1999 y AREAER-IMF, 1999).

La tabla 1.2 muestra los países que de una manera u otra anclaban su moneda al euro de forma explícita en 1999. Inicialmente no se observa ningún proceso de euroización (*no separate legal tender* según la definición del FMI) en los primeros años de existencia de la moneda única pero sí algunos casos en donde se anunciaba un futuro régimen de convertibilidad (*currency board* en terminología FMI) con el euro: Bosnia, Bulgaria y Estonia, una vez se sustituyera el marco alemán por la moneda única y ésta se pusiera en circulación en enero de 2002.

Otras economías optaron por el tipo de cambio fijo convencional (*conventional peg* según el FMI) cuya moneda ancla era el euro. En esta situación aparecían Cabo Verde, Comoras y los grupos de países africanos WAEMU y CAEMC (ver la nota de la tabla 1.2).

Con tipo de cambio fijo pero con bandas de fluctuación ligadas al euro se encontraban países como Chipre ($\pm 2,25\%$), Dinamarca ($\pm 2,25\%$) o Grecia ($\pm 15\%$), en donde los dos últimos formaban parte del Mecanismo Europeo de Cambio.

También se incluyen en esta lista países cuya moneda se anclaba a una cesta de divisas donde se incluía explícitamente al euro. En este caso aparecen Bangladesh, Botsuana, Burundi, Chile, Hungría, Islandia, Israel, Malta, Polonia y Seychelles.

Esta distribución por tipos de cambio y países ha cambiado significativamente en 2013 en una muestra más de la aceptación creciente del euro como divisa internacional y de su institucionalización, más allá de la Eurozona. Actualmente existen 5 países euroizados (ver Box 2), 2 economías con régimen de convertibilidad con el euro, 17 economías utilizan el tipo de cambio fijo con el euro como moneda ancla, 5 países determinan su tipo de cambio con bandas de fluctuación cuya moneda de referencia es el euro, 9 economías en el mundo incluían al euro en la cesta de monedas ancla y 1 país tiene establecido un acuerdo de tipo de cambio especial con el euro con un límite de apreciación (ECB, 2013 y AREAER-IMF, 2013).

La tabla 1.3 muestra los países que asocian su moneda de manera explícita al euro en 2013. Las cinco economías euroizadas son Andorra, Kosovo, Mónaco, Montenegro y San Marino, donde no existe autonomía para sus políticas monetarias, que quedan supeditadas al Banco Central Europeo y el euro es moneda de curso legal y exclusivo. Los países que mantienen el régimen de convertibilidad con el euro son Bosnia y Bulgaria, por lo que sus políticas monetarias y cambiarias también se encuentran atadas a la moneda única, pero mantienen moneda propia de curso legal aunque el euro circula abundantemente sin restricciones y de manera casi exclusiva para las grandes transacciones. En ambos tipos de países su banco central se limita a actuar como Caja de Convertibilidad, en terminología acuñada en Argentina durante el experimento de la dolarización, y tiene todos los inconvenientes del euro –apreciación, tipos de interés determinados por el ciclo económico alemán, riesgo de deflación, burbujas financieras, enfermedad holandesa– sin ninguna de sus ventajas como sería la participación en el BCE, en los mecanismos de provisión de liquidez extraordinaria y en el fondo de estabilización del MEDE y en el supervisor único. Estas situaciones se corresponden en la literatura económica con dos tipos de países: Estados en transición, normalmente monitorizada y acompañada, hacia la plena participación en la Unión Monetaria o Estados fallidos donde la credibilidad monetaria es inexistente e irrecuperable a medio plazo por otras vías más convencionales.

TABLA 1.2.

Régimen cambiario ligado al euro explícitamente (1999)		
Bangladesh	Tipo de cambio fijo	Cesta de monedas, incluida el euro
Bosnia	Régimen de convertibilidad	De marco alemán a euro a más tardar en 2002
Botsuana	Tipo de cambio fijo	Cesta de monedas, incluida el euro
Bulgaria	Régimen de convertibilidad	De marco alemán a euro a más tardar en 2002
Burundi	Tipo de cambio fijo	Cesta de monedas, incluida el euro
Cabo Verde	Tipo de cambio fijo	Pegado al euro
Chile	Tipo de cambio con bandas de fluctuación	Cesta de monedas, incluida el euro
Chipre	Tipo de cambio fijo con bandas	Pegado al euro
Comoras	Tipo de cambio fijo	Pegado al euro
Estonia	Régimen de convertibilidad	De marco alemán a euro a más tardar en 2002
Grecia	Tipo de cambio fijo con bandas	Participación en el Mecanismo Europeo de Cambio
Dinamarca	Tipo de cambio fijo con bandas	Participación en el Mecanismo Europeo de Cambio
Hungría	Tipo de cambio con bandas de fluctuación	Cesta de monedas, incluida el euro
Islandia	Tipo de cambio fijo con bandas	Cesta de monedas, incluida el euro
Israel	Tipo de cambio con bandas de fluctuación	Cesta de monedas, incluida el euro
Malta	Tipo de cambio fijo con bandas	Cesta de monedas, incluida el euro
WAEMU y CAEMC	Tipo de cambio fijo	Pegado al euro
Polonia	Tipo de cambio con bandas de fluctuación	Cesta de monedas, incluida el euro
Seychelles	Tipo de cambio fijo	Cesta de monedas, incluida el euro

Fuente: ECB (1999) y AREAER-IMF (1999).

NOTA: WAEMU (Benín, Burkina Faso, Costa de Marfil, Guinea-Bissau, Mali, Nigeria, Senegal y Togo) y CAEMC (Camerín, Chad, Rep. Africana Central, El Congo, Guinea Ecuatorial y Gabón).

Otras economías, como Cabo Verde, Comoras, Santo Tomé y Príncipe y los grupos africanos WARMU y CAEMC utilizan el tipo de cambio fijo convencional cuya moneda ancla es el euro. En particular, salvo las pequeñas islas de Santo Tomé y Príncipe que se pegaron al euro en 2010, los demás países de este grupo ya estaban ligados a monedas europeas antes de la introducción de la moneda única en 1999. Se trata de los países incluidos en el Mercado Común Centroatricano (CAEMC) que estaban anclados al franco francés y en la Unión Monetaria de África occidental (WARMU) que ha intensificado su cooperación monetaria con los países europeos y por defecto la UEM desde su independencia. Quizá lo único significativo en este grupo es que la entrada en circulación del euro no ha propiciado ninguna deserción o sustitución por otras monedas consideradas más estables.

Los cinco países que funcionan con bandas de fluctuación ligadas al euro son Dinamarca ($\pm 2,25\%$), Letonia ($\pm 15\%$) y Lituania ($\pm 15\%$), los tres sometidos al



Mecanismo Europeo de Cambio y en camino a la adopción del euro, y Croacia y Macedonia con un margen del $\pm 2\%$, que podríamos clasificar como en vigilancia intensiva en expectativa de destino.

Respecto al número de países que incluyen al euro en la cesta de divisas a la que vinculan automáticamente la cotización de su moneda nacional, han disminuido a nueve en 2013 desde los diez que eran en 1999. Estos países son: Bielorrusia, Botsuana, Fiyi, Kuwait, Libia, Samoa, Siria, Túnez y Vanuatu. Como puede observarse, un conjunto muy heterogéneo del que es muy difícil extraer conclusiones y regularidades. Aunque la disminución de este número de países no creemos que haya de atribuirse tanto a la pérdida de atractivo del euro como al creciente abandono de este tipo de régimen cambiario en años de crisis financiera donde mercados y analistas han primado soluciones de esquina: libre flotación para aprovechar y devaluar ante salidas de capitales o cajas de convertibilidad y disciplina fiscal extrema.

Finalmente, y en relación a lo descrito en el Box 1 de este capítulo, Suiza se ha visto forzada –por la masiva entrada de capitales experimentada en su economía– a intervenir en el mercado de divisas y a establecer un acuerdo cambiario en donde el franco suizo no puede apreciarse más allá de los 1,20 francos por euro (anunciado el 6 de septiembre de 2011). De hecho, el propio Banco Central suizo afirmó (*Swiss Central Bank's annual report for 2011*) que «haría cumplir esta tasa mínima con la mayor determinación y estaba preparado para comprar divisas en cantidades ilimitadas».

Box 2

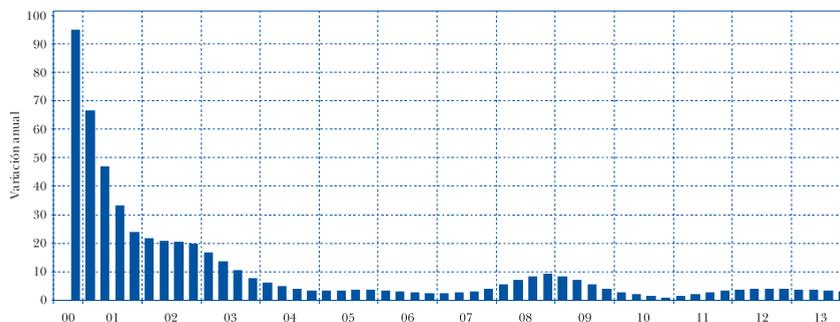
¿DE LA «DOLARIZACIÓN» A LA «EUROIZACIÓN»?

Muchas economías inherentemente inestables que han sufrido repetidos episodios de hiperinflación y en los que la población ha perdido toda confianza en la moneda local, que ha dejado de circular y ser aceptada en intercambios comerciales, han terminado recurriendo primordialmente al dólar como medio de pago, unidad de cuenta y depósito de valor. Bien como un mecanismo espontáneo de reacción de la población o incluso inducido por los gobiernos. Esto se conoce como *dolarización*. Este proceso ha ocurrido en varios países a lo largo de la historia económica aunque parece que su uso no ha aumentado desde la década de los 90, donde el número de países dolarizados era de 7 (Bubula y Öter-Robe – FMI, 2002) y actualmente es de 8 (2012). Probablemente este parón en los procesos de dolarización tiene que ver con las mejoras en el control de la inflación y la mayor independencia y ortodoxia de los bancos centrales.

Algunos ejemplos recientes de dolarización, voluntaria o forzada, son Ecuador, El Salvador, Panamá o Zimbabue. Por el contrario, en los últimos dos lustros se ha producido un auge de otras monedas como el euro, donde no existía ninguna economía «euroizada» en 1999 pero donde ya existen cinco casos en 2013 (AREAER – FMI, 2013): Andorra, Kosovo, Mónaco, Montenegro y San Marino. Montenegro, por ejemplo, ha visto reducir su inflación desde niveles cercanos al 100% al inicio del año 2000 hasta alcanzar prácticamente la estabilidad de precios en 2013 (en 2002 se produjo el proceso de *euroización*).



MONTENEGRO: EUROIZACIÓN PARA LA LUCHA CONTRA LA HIPERINFLACIÓN



Fuente: FMI.

TABLA 1.3.

Régimen cambiario ligado al euro explícitamente (2013)		
Andorra	Euroización	
Bielorrusia	Tipo de cambio fijo	Cesta de monedas, incluida el euro
Bosnia	Régimen de convertibilidad al euro	
Botsuana	Tipo de cambio fijo	Cesta de monedas, incluida el euro
Bulgaria	Régimen de convertibilidad al euro	
Cabo Verde	Tipo de cambio fijo	Pegado al euro
Comoras	Tipo de cambio fijo	Pegado al euro
Croacia	Tipo de cambio con bandas	Pegado al euro
Dinamarca	Tipo de cambio fijo con bandas	Participación en el Mecanismo Europeo de Cambio
Fiyi	Tipo de cambio fijo	Cesta de monedas, incluida el euro
Kosovo	Euroización	
Kuwait	Tipo de cambio fijo	Cesta de monedas, incluida el euro
Letonia	Tipo de cambio fijo con bandas	Participación en el Mecanismo Europeo de Cambio
Libia	Tipo de cambio fijo	Ligado a Derechos Especiales de Giro (y al euro indirect.)
Lituania	Tipo de cambio fijo con bandas	Participación en el Mecanismo Europeo de Cambio
Macedonia	Tipo de cambio con bandas	Pegado al euro
Mónaco	Euroización	
Montenegro	Euroización	
WARMU y CAEMC	Tipo de cambio fijo	Pegado al euro
Samoa	Tipo de cambio fijo	Cesta de monedas, incluida el euro
San Marino	Euroización	
Sto. Tomé y Ppe.	Tipo de cambio fijo	Pegado al euro
Siria	Tipo de cambio fijo	Cesta de monedas, incluida el euro
Suiza	Otro acuerdo usando el euro como moneda de referencia	
Túnez	Tipo de cambio fijo	Cesta de monedas, incluida el euro
Vanuatu	Tipo de cambio fijo	Cesta de monedas donde probablemente está el euro

Fuente: ECB (2013) y AREAER-IMF (2013).

NOTA: WAEMU (Benín, Burkina Faso, Costa de Marfil, Guinea-Bissau, Mali, Nigeria, Senegal y Togo) y CAEMC (Camerún, Chad, Rep. Africana Central, El Congo, Guinea Ecuatorial y Gabón).

1.2.2.2. Tipos de cambio con el euro como ancla implícita

Los tipos de cambio a los que nos hemos referido anteriormente se encuadran dentro de lo que el FMI denomina anclas duras y blandas, *hard pegs* y *soft pegs*. La euroización y el régimen de convertibilidad al euro son ejemplos de ancla dura, en tanto en cuanto la política monetaria del país que lo adopta queda sujeta a las decisiones del BCE y se produce, por tanto, una importante pérdida de autonomía y cesión de soberanía. Las llamadas anclas blandas incluyen los tipos de cambio fijo convencionales y los que incluyen bandas de fluctuación explícitas. En estos casos el país conserva cierto grado de maniobra en su política monetaria y cambiaría pues siempre puede modificar el tipo de cambio, devaluar y revaluar, o simplemente variar el ritmo de ajuste de la paridad, el ritmo fórmula de cálculo del ancla, o la amplitud de la banda de tolerancia.

Desde la existencia de la moneda única y coincidiendo con cambios en la aceptación académica y política de las distintas escuelas de pensamiento cambiario, un número creciente de países han preferido dejar flotar su moneda pero con correcciones arbitrarias y opacas, discrecionales. La tabla 1.4 muestra que en 1999, cinco países mantenían una flotación sucia o intervenida (*managed floating* en terminología del BCE) con respecto al euro. Estas economías eran Croacia, Eslovaquia, Eslovenia, República Checa y Turquía; todas ellas europeas y vinculadas al marco alemán. Mientras que en 2013 la cifra asciende a siete –Argelia, Irán, Marruecos, República Checa, Rumanía, Rusia y Singapur (este último no indica qué monedas componen la cesta de referencia aunque el BCE (2013) sospecha que el euro está incluido) e incluye economías de todos los continentes, pero principalmente el Magreb donde la influencia comercial europea es dominante.

TABLA 1.4.

Régimen cambiario ligado al euro implícitamente – flotación sucia (2013)	
1999	2013
Croacia	Argelia
Eslovaquia	Irán
Eslovenia	Marruecos
República Checa	República Checa
Turquía	Rumanía
	Rusia
	Singapur

Fuente: ECB (1999 y 2013) y AREAER-IMF (1999 y 2013).

De los países que se ligan al euro de forma implícita, destacan Marruecos y Rusia por el elevado porcentaje que supone la moneda única en la cesta de divisas con las que el dirham y el rublo flotan de manera intervenida. En el primer caso, el porcentaje ascien-



de al 80% (el otro 20% el dólar) y, en el segundo, el porcentaje es del 60%, teniendo en cuenta al euro así como las monedas pegadas al euro.

1.2.3. EL EURO COMO MONEDA PARALELA: DEPÓSITOS, PRÉSTAMOS Y OTROS INDICADORES DE CONFIANZA EN EL EURO

1.2.3.1. Evolución de los depósitos en euros

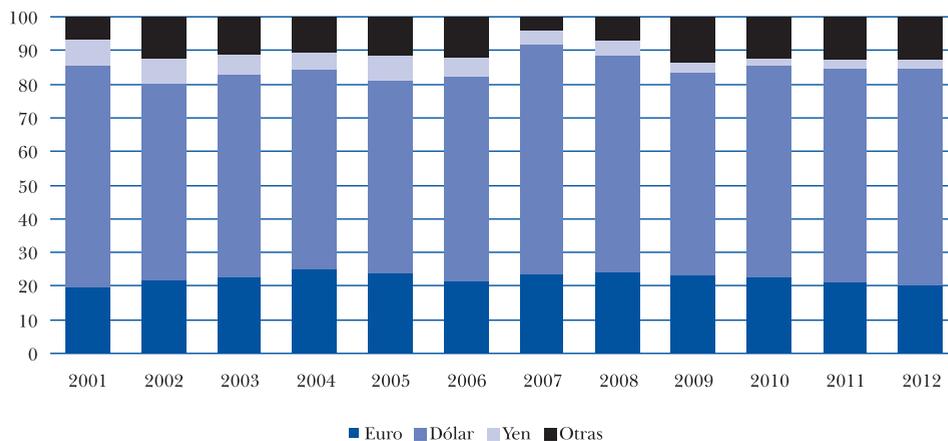
Los depósitos denominados en euros fuera de la eurozona han crecido a tipo de cambio corriente desde la constitución del euro, desde los 77 mil millones de dólares en el año 2000 (primer dato disponible) hasta los 379 mil millones de dólares en 2012 (ECB, 2013: 77). Es obvio que en esta evolución ha influido la apreciación del euro, pero no solo. Sin embargo, no parece que haya aumentado paralelamente el porcentaje de los depósitos en euros fuera del área euro (porque también han aumentado y mucho los depósitos en el resto de monedas). De hecho, el gráfico 1.9 señala que el porcentaje a tipo de cambio constante de los depósitos en euros ha permanecido prácticamente invariable entre 2001 y 2012 (19,6% versus 20,3%). La crisis financiera en 2007 y la particular crisis de la deuda soberana europea han neutralizado un cierto crecimiento de la confianza que se venía observando antes de estos acontecimientos. Pero la crisis ha provocado la fuga hacia la calidad y en ese concepto de activo seguro, de puerto seguro, no parece haber sitio todavía para el euro, o no en la magnitud en que se ha visto en otros indicadores.

Comparando la evolución del euro con la del dólar e incluso con la del yen, se observa que estas dos divisas han perdido cuota a favor de monedas alternativas como el franco suizo, la libra o el yuan. En 2001, el 66% de los depósitos de fuera de la eurozona estaban en dólares, el 7,7% en yenes y el 6,8% en otras divisas, mientras que en 2012, los porcentajes eran de 64,3%, 2,7% y 12,7%, respectivamente. De modo que la escasa mejoría del euro entre 2001 y 2012 puede resultar incluso positiva después de los riesgos de cola sufridos por la moneda única en los últimos dos años. No puede sorprender el aumento de peso del yuan, si acaso que aún sea tan escaso por su falta de convertibilidad, que a medida que se vaya produciendo provocará sin duda grandes desplazamientos en la denominación en divisas de las distintas monedas. Pero sí vuelve a sorprender la fortaleza de la libra como activo de reserva, divisa que parece haber sido capaz de captar una parte importante de los nuevos flujos monetarios y de ahorro, provenientes de las economías emergentes de más rápido crecimiento, lo que no ha sido el caso con plazas como París, Frankfurt, Milán o Madrid.

Es interesante, como hace el BCE, el análisis de esta información sobre depósitos en euros para las economías del este de Europa (ver gráfico 1.10). Serbia, Bosnia y Macedonia son los países de este grupo con mayor porcentaje de depósitos en euros, con niveles del orden del 90%. En los casos de Bosnia y Macedonia el dato era perfectamente esperable pues Bosnia, como hemos señalado ya, mantiene un régimen de convertibilidad con el euro y Macedonia bandas de fluctuación a la moneda única. Serbia, por su parte, aunque mantiene un tipo de cambio flotante con objetivo de inflación (*free-floating regime with an inflation target*, según la definición del BCE, 2013), su historia común con

Bosnia y Montenegro (antigua Yugoslavia) y sus importantes flujos comerciales con países de la UEM permiten explicar esa elevada euroización de depósitos.

GRÁFICO 1.9. DEPÓSITOS POR DEPOSITANTES DE FUERA DE UEM EN BANCOS DE FUERA DE UEM
(Datos en porcentaje, a tipo de cambio constante)



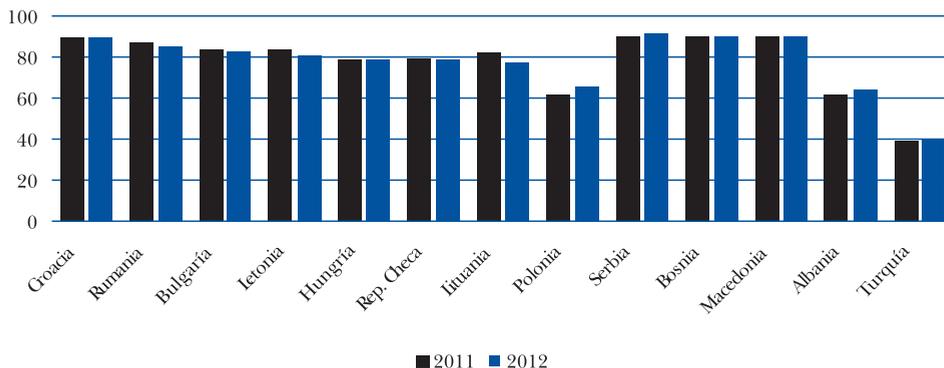
Fuente: BIS y ECB (2013).

Al comparar las cifras de 2012 con las de 2011 se aprecia que la mayoría de países mantiene el porcentaje de depósitos en euros con respecto al total de divisas, excepto Polonia, que lo incrementa sensiblemente (alrededor de 9 puntos porcentuales). Su entrada a la UEM no está prevista hasta 2016, al menos, pero es indudable que debe ir convergiendo a los niveles del resto de economías del este que tienen previsto incorporarse antes que Polonia (su actual Presidente señaló hace unos meses que la integración en el euro requeriría una modificación sustancial de la Constitución). Pero quizás, este fuerte aumento del peso de los depósitos en euros refleja más que el proceso de convergencia una relativa falta de confianza en la moneda local y una acumulación preocupante de activos en moneda refugio por lo que pudiera pasar. Un proceso que en cualquier caso habrá de ser seguido y supervisado con atención por el banco central polaco.

Esa misma comparativa entre 2012 y 2011, pero de los depósitos en euros con respecto al total de depósitos (ver gráfico 1.11), indica que la mayor parte de los países del este mantienen los saldos en euros entre esos años. Destaca Serbia y Croacia por el elevado porcentaje de depósitos en euros en relación al volumen total de depósitos (más del 50%).

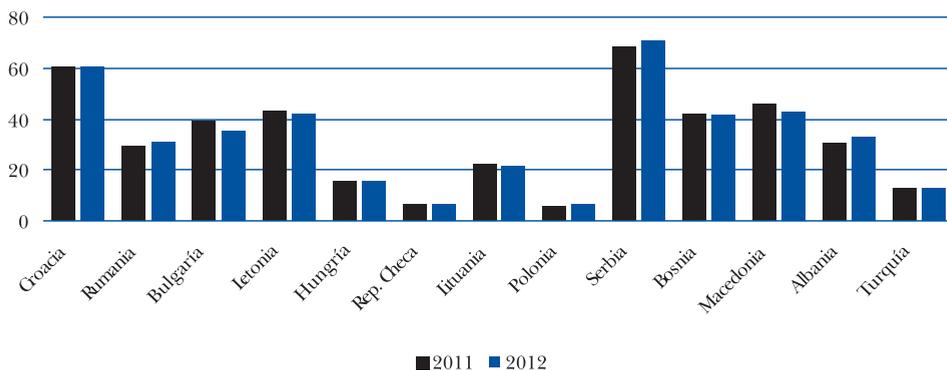
En resumen, el porcentaje de depósitos en euros de los países del este de Europa entre 2012 y 2011 ha disminuido ligeramente, ya sea con respecto al total de depósitos o en relación a los denominados en divisas.

GRÁFICO 1.10. PORCENTAJE DE DEPÓSITOS EN EUROS EN PAÍSES NO MIEMBROS DE LA UEM Y EN PAÍSES CANDIDATOS/POTENCIALES CANDIDATOS
(como porcentaje de los depósitos en moneda extranjera)



Fuente: ECB (2013).

GRÁFICO 1.11. PORCENTAJE DE DEPÓSITOS EN EUROS EN PAÍSES NO MIEMBROS DE LA UEM Y EN PAÍSES CANDIDATOS/POTENCIALES CANDIDATOS
(como porcentaje del total de depósitos)



Fuente: ECB (2013).

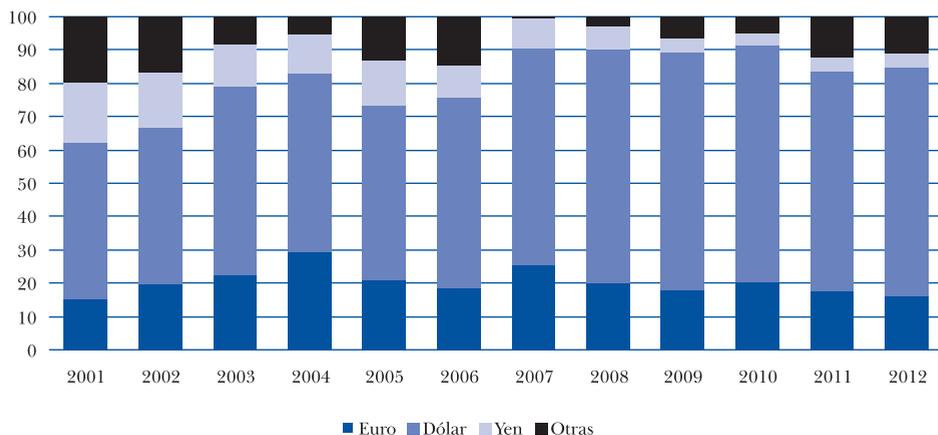
1.2.3.2. Evolución de los préstamos en euros

El gráfico 1.12 muestra que los préstamos concedidos en euros con respecto al total de préstamos en divisas a prestatarios no pertenecientes a la eurozona han crecido levemente entre 1999 y 2011 (15,2% y 16,2%), con una tendencia clara y fuertemente creciente en el periodo pre-crisis y otra ligeramente decreciente durante la crisis. El

máximo histórico del euro llegó en 2004 con un casi 30% de los préstamos en moneda extranjera.

Por su parte, el dólar vuelve a mostrarse dominante como divisa vehículo en créditos en moneda extranjera, con porcentajes muy superiores al resto de las divisas y con una senda creciente desde 2001, donde presentaba una cifra del 46,9%, hasta 2012 en que alcanza el 68,8%. Esta mejoría notable del dólar y tenue del euro entre el 2001 y el 2012 se ha producido en detrimento del yen, que ha descendido en esos años en 9 puntos porcentuales, lo que ha de interpretarse como un proceso de sustitución de la moneda japonesa como activo refugio entre los ahorradores de los países asiáticos, consistente con su constante depreciación del período.

GRÁFICO 1.12. PRÉSTAMOS POR BANCOS DE FUERA DE UEM A PRESTATARIOS DE FUERA DE UEM
(datos en porcentaje, a tipo de cambio constante)

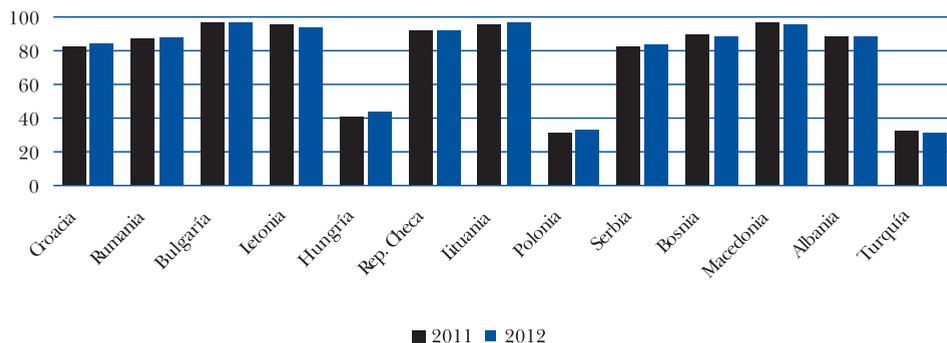


Fuente: ECB (2013).

Asimismo la distribución detallada por países de Europa Oriental, visualizada en el gráfico 1.13, muestra, por un lado, que en la mayor parte de estos países se ha incrementado ligeramente la concesión de préstamos en euros con respecto al resto de divisas y, por otro, que existen intensas disparidades entre ellos, destacando por sus bajas ratios de préstamos en euros: Hungría, Polonia y Turquía. Sin embargo, la comparativa con respecto al total de préstamos (gráfico 1.14) ofrece un dato relevante. Entre 2011 y 2012 se ha producido en la mayoría de países de esta zona una reducción de la concesión de préstamos en euros a favor de otras divisas como el dólar o incluso en la propia moneda nacional. La crisis de confianza en la moneda europea no ha dejado de tener consecuencias también incluso en su *hinterland*, en aquellos territorios donde el euro tiene una ventaja comparativa incuestionable. Los ahorradores y los inversores no son insensibles a los cambios de percepción sobre la estabilidad y permanencia de una moneda, por muy fuerte y solvente que ésta pueda parecer a sus emisores.

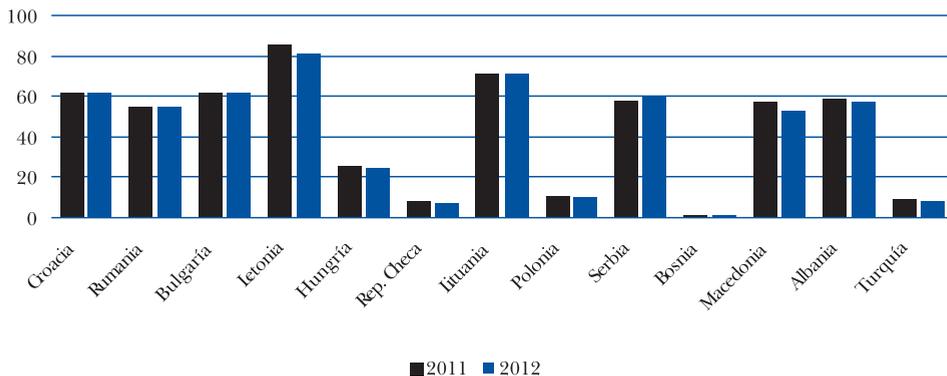


GRÁFICO 1.13. PORCENTAJE DE PRÉSTAMOS EN EUROS EN PAÍSES NO MIEMBROS DE LA UEM Y EN PAÍSES CANDIDATOS/POTENCIALES CANDIDATOS
(como porcentaje de los préstamos en moneda extranjera)



Fuente: ECB (2013).

GRÁFICO 1.14. PORCENTAJE DE PRÉSTAMOS EN EUROS EN PAÍSES NO MIEMBROS DE LA UEM Y EN PAÍSES CANDIDATOS/POTENCIALES CANDIDATOS
(como porcentaje del total de préstamos)



Fuente: ECB (2013).

1.2.3.3. Otros indicadores de confianza en el euro

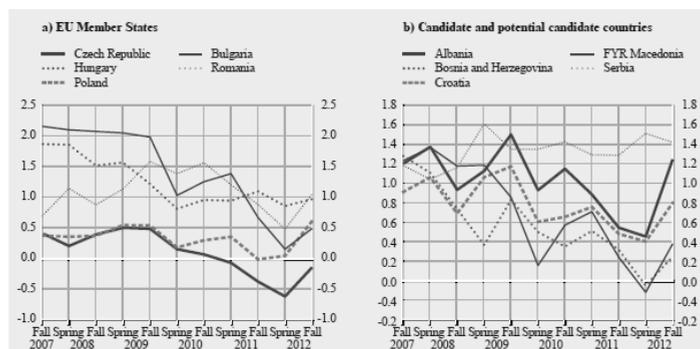
La utilización del euro como moneda paralela está pues estrechamente relacionada con la confianza que tiene el mundo de la inversión y el ahorro en el futuro de la mone-

da única. En este sentido el BCE, que sigue muy atentamente la evolución del euro como divisa internacional, publica dos indicadores adicionales que intentan medir estas expectativas. El primero se basa en la encuesta que realiza semestralmente (primavera y otoño) el Banco Central austríaco sobre la confianza en el euro, en donde se ofrece además el detalle de lo que opinan los países del este europeo, y el segundo, la evolución del envío de billetes de euros a destinos fuera de la eurozona. Este indicador sirve como variable proxy de la cantidad de billetes que circulan en el exterior, puesto que según el BCE (2013) no es posible conocer el dato con total precisión.

El gráfico 1.15 resume la confianza en el euro de los países del este de Europa para los próximos cinco años, cuya tendencia en media –desde el inicio de la crisis en 2007– ha sido decreciente. Sin embargo, desde la primavera de 2012 la senda se ha vuelto alcista como consecuencia del anuncio, diseño y avances en la unión bancaria europea, unión fiscal y unión económica, que en los siguientes capítulos de este anuario se exponen detalladamente. Es una noticia alentadora que la confianza en el euro aumente con esos avances, pues significa que la solución a los fallos institucionales en el diseño del euro avanza en la dirección correcta, aunque veremos si también a la velocidad adecuada.

GRÁFICO 1.15. ENCUESTA OeNB DE CONFIANZA EN EL EURO PARA LOS PRÓXIMOS 5 AÑOS

(-2,5 significa que existe plena confianza en la moneda nacional y 2,5 exclusivamente en el euro)



Fuente: OeNB (2012).

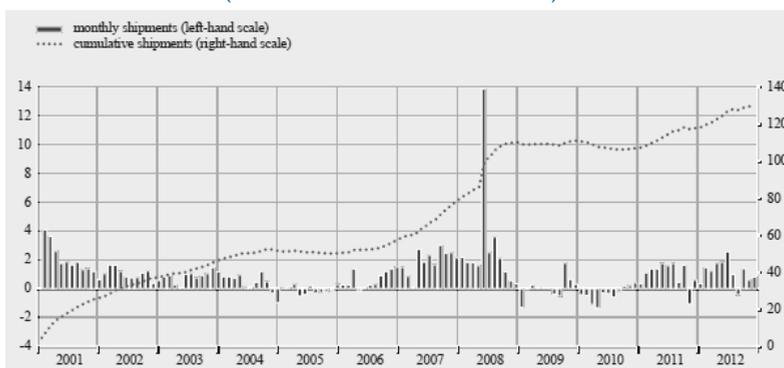
Si bien la confianza media ha seguido en los países de la Europa Oriental una senda decreciente y creciente en 2011 y a partir de 2012 respectivamente, los datos específicos difieren por países. En el caso de los Estados miembros de la UE, se observa que Hungría y Rumanía son las economías que más confían en 2012 en el euro, quizá porque sus propios problemas internos hacen palidecer los de la Eurozona, seguidas de Polonia, Bulgaria y la República Checa. En el caso de los países candidatos y potencialmente candidatos, se aprecia que Serbia es la economía que más confía en el euro, justo por delante de Macedonia, que después de haber mostrado un desplome de sus expec-

tativas por la crisis soberana de los países periféricos y en su caso algunos vecinos próximos geográfica y culturalmente, ha visto repuntar su confianza en la moneda única desde principios de 2012. En último lugar, aparece Bosnia, que recordemos está euroizada y quizá no ha generado en la población, por el momento, la certidumbre esperada (ver gráfico 1.15).

Respecto al segundo indicador de confianza señalado, el embarque de billetes de euros fuera de la eurozona, se puede observar en el gráfico 1.16 que mes a mes, salvo excepciones, se ha producido un goteo de envíos de billetes de euros al exterior de la UEM. Hecho que se aprecia más nítidamente en la línea del gráfico que representa los envíos acumulados y que no ha cesado de crecer desde la puesta en circulación de la moneda única, con un pico en 2008 (como consecuencia del colapso de Lehman Brothers) y con una leve caída en el segundo semestre de 2010 (en respuesta a los riesgos de cola del euro).

Concretamente, el aumento experimentado a lo largo de 2012 se debe a la mayor demanda de euros por países como Rusia, Suiza y Reino Unido y áreas como el norte de África. Por su parte, Suiza y Reino Unido siguen siendo los países no miembros de la UEM que mayor proporción de billetes de euros acumulan (ECB, 2013).

GRÁFICO 1.16. ENVÍOS NETOS DE BILLETES DE EUROS A DESTINOS FUERA DE LA ZONA DEL EURO
(Cifras en miles de millones)



Fuente: ECB (2013).

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AREAER (1999): «Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions». International Monetary Fund.



AREAER (2012): «Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions». International Monetary Fund.

AREAER (2013): «Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions». International Monetary Fund.

European Central Bank (1999): «ECB Monthly Bulletin». August 1999. ECB, Eurosystem.

European Central Bank (2012): «The international role of the euro». July 2012. ECB, Eurosystem.

European Central Bank (2013): «The international role of the euro». July 2013. ECB, Eurosystem.



2. EL EURO Y LOS MERCADOS FINANCIEROS*

PEDRO ANTONIO MERINO GARCÍA
Técnico Comercial y Economista del Estado
MAURICIO A. ORTEGA HINOJOSA
Economista

2.1. INTRODUCCIÓN

La evolución del euro y su creciente importancia en los mercados financieros internacionales ha sido una historia de éxito, puesta en duda por los recientes momentos de turbulencia que ha vivido la Eurozona. El símbolo del euro € representa la primera letra de la palabra Europa y fue inspirado en la letra griega *épsilon* (ϵ) y las barras paralelas representan estabilidad. Sin embargo, fue precisamente el inicio de la crisis en Grecia lo que desestabilizó a la Unión Monetaria y amenazó la existencia de la moneda única.

En marzo del 2010 la Unión Europea ofreció ayuda financiera a Grecia, ante la imposibilidad del país para acceder a los mercados internacionales dado el deterioro de su situación económica. En mayo del mismo año se creó el Mecanismo Europeo de Estabilización Financiera y la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera dotados ambos con un volumen de 500 mil millones de euros y reforzado por otros 250 mil millones de euros aportados por el FMI con el objetivo de mantener la estabilidad financiera.

A pesar de que la intención de poner un corta fuegos tan poderoso era mantener la confianza de los inversores, la incertidumbre no dejó de aumentar, especialmente con la solicitud de ayuda financiera por parte de Irlanda en noviembre del 2010, primero, y Portugal en abril del 2011, después. La tensión que los mercados vivían alcanzó en junio del 2012 su punto más álgido con la solicitud de ayuda financiera por parte de Chipre, una de las economías más pequeñas de la zona, y España, la cuarta economía más grande de la zona que solicitó recursos adicionales para rescatar su sistema financiero.

El contexto adverso ha afectado esencialmente al adecuado funcionamiento de los mercados financieros, que tienen una especial sensibilidad a la confianza y estabilidad de la situación económica. Los esfuerzos realizados para restituir la confianza de los inversores han consistido hasta la fecha en la implementación de mecanismos que aseguren el cumplimiento de los Tratados, reforzamiento de institucio-

* Agradecemos la inestimable colaboración de Miguel Carpintero en la realización de este documento, Alejandra Casorati en el tratamiento de bases de datos y Silvia Cardoso en los comentarios.



nes pro-europeas y una política monetaria expansiva que asegure liquidez a los mercados.

En este sentido, el rol del Banco Central Europeo ha sido determinante ya que si bien algunas de las medidas son cuestionables, lo cierto es que se tomaron decisiones oportunamente que relajaron la tensión de los mercados y otorgaron el tiempo necesario para anunciar medidas de calado institucional en la Zona Euro. La barra libre de liquidez ha servido para evitar que la disminución de la actividad en los mercados de dinero colapsase el sistema financiero.

Las autoridades europeas han anunciado un nuevo pacto fiscal y nuevas normas sancionadoras aplicables a los países que incumplan los acuerdos dentro del marco presupuestario integrado. Adicionalmente, se ha planteado la Unión Bancaria Europea, dentro de la que se incluye un mecanismo único de supervisión; un marco económico integrado y, un proceso de toma de decisiones a nivel europeo. Todas estas medidas están encaminadas a consolidar una auténtica Unión Económica y Monetaria¹.

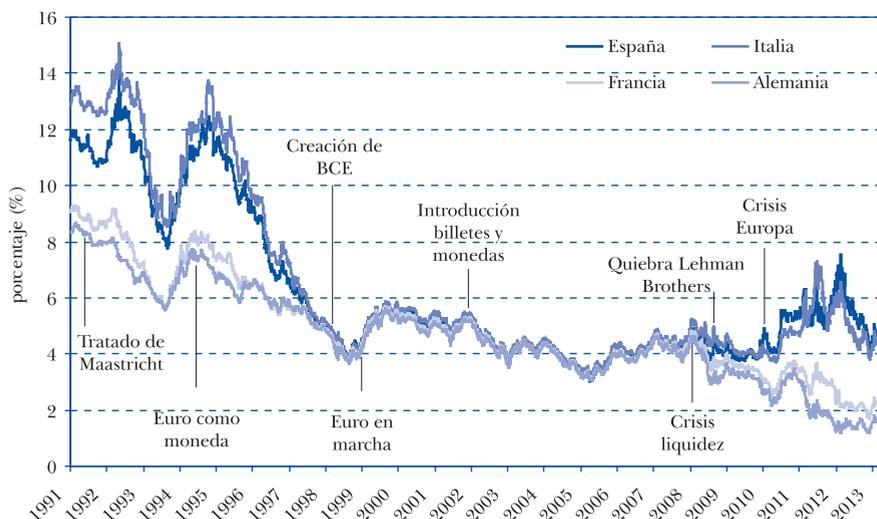
La Zona Euro debe dar pasos firmes y concretos para retomar la senda de credibilidad que logró su moneda en los mercados financieros internacionales durante la primera década de su existencia. Los beneficios conseguidos en relación al coste de financiación y la optimización de las decisiones de inversión le han permitido apuntalar el crecimiento de la Eurozona durante una década. La crisis nos ha mostrado que la fragmentación de los mercados puede echar por la borda todos los esfuerzos de integración y amenazar la existencia de la moneda europea.

En conclusión, la introducción de la moneda única en la actividad de los mercados financieros sirvió para que los costes de financiación en Europa convergieran (gráfico 1). Sin embargo, desde que comenzara la crisis del euro en 2010, la fragmentación experimentada dentro de la Eurozona ha ralentizado el desarrollo de los mercados en euros. Cabe destacar que, a nivel nacional, las tensiones que se han producido en Europa han tenido heterogéneos efectos sobre los distintos Estados miembros. Por ejemplo, Alemania ha visto cómo su deuda se convertía en un valor seguro, acaparando el apetito de los inversores al ser la única deuda soberana AAA denominada en euros.

El objetivo de este documento es analizar el crecimiento y desarrollo de los mercados financieros en euros. En la primera parte, tomaremos como punto de partida los esfuerzos realizados por Europa para tener un moderno sistema financiero en la etapa de introducción del Euro. En una segunda parte, analizaremos la importancia del euro y su evolución en los mercados de dinero, mercado de bonos y la renta variable. En el estudio de cada uno de los mercados se evaluará el impacto de la crisis y cómo las medidas adoptadas por Europa están contribuyendo a fortalecer la credibilidad en la moneda única y en sus países miembros.

¹ La visión de futuro de la Unión Económica y Monetaria fue presentada el 26 de junio del 2012 por el presidente del consejo Herman Van Rompuy.

GRÁFICO 1. EVOLUCIÓN DE LA FRAGMENTACIÓN DE LA DEUDA SOBERANA EN EUROZONA TIPOS A 10 AÑOS



Fuente: Thomson Reuters Datastream y Dirección de Estudios y Análisis del Entorno de Repsol.

2.2. ORIGEN DE LOS ACTIVOS DENOMINADOS EN EUROS

El desarrollo de los mercados financieros en euros tiene su origen en 1992, con la decisión de los países miembros de pasar del Sistema Monetario Europeo (SME) a la Unión Económica y Monetaria (UEM) en el Tratado de Maastricht, que abarcaba múltiples ámbitos a favor de una mayor integración Europea.

El proceso implicaba que los países miembros debían coordinar sus políticas económicas, instaurar una vigilancia multilateral y quedar sometidos a normas de disciplina financiera y presupuestaria. El punto más relevante era la cesión de la política monetaria a través de lo que se denominó Sistema Europeo de Bancos Centrales², cuya actuación y decisiones son independientes de las autoridades políticas, tanto nacionales como comunitarias.

El cronograma de establecimiento de la moneda única tenía tres etapas:

1. Primera etapa, liberalización de la circulación de capitales, comenzó el 1 de julio de 1990.
2. Segunda etapa, convergencia de las políticas económicas y presupuestarias de los Estados miembros, comenzó el 1 de enero de 1994.

² Forman parte el Banco Central Europeo y los demás Bancos Centrales nacionales.



3. Tercera etapa, creación de una moneda única y de un Banco Central Europeo (BCE) comenzó el 1 de enero de 1999.

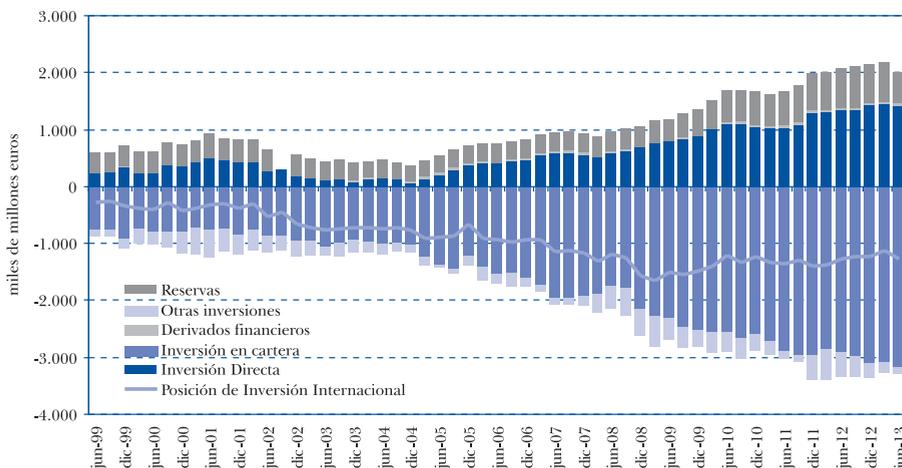
Bajo este marco, a continuación se estudiará el desarrollo del mercado financiero único.

2.2.1. MERCADO FINANCIERO ÚNICO

La adopción del Euro generó un impulso para lograr una mayor integración de los mercados financieros europeos con el objetivo de ganar en eficiencia y competitividad y reducir los costes de las transacciones internacionales denominadas en euros. Como es lógico, antes de la moneda única los mercados financieros eran nacionales, es decir, la intermediación de los flujos de dinero entre ahorradores y prestamistas estaba esencialmente circunscrita a nivel local.

La integración de los mercados financieros ha permitido una mayor movilidad del capital, buscando nuevas oportunidades de inversión más eficientes en un mercado mucho más amplio mejorando así la posición competitiva de la Eurozona. Tanto ciudadanos como empresas se han beneficiado de un mayor retorno sobre el capital a la vez que los costes de intermediación han disminuido paulatinamente lo que ha impulsado el libre flujo de capitales. El incremento de la actividad financiera ha generado un crecimiento económico que ha beneficiado a la creación de empleo y al bienestar de la sociedad. A nivel internacional, la mayor dimensión del mercado facilitó la creación de nuevos activos de inversión con una alta solvencia y respaldados por una moneda única. La atracción de la Zona Euro queda reflejada también en el incremento de flujos y stocks de inversión extranjera en la zona y de los europeos en el resto del mundo (gráfico 2), como consecuencia del mayor atractivo del euro en comparación con la suma de las monedas nacionales.

GRÁFICO 2. POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE LA ZONA EURO



Fuente: BCE y Dirección de Estudios y Análisis del Entorno de Repsol.



Antes de pasar revista a la evolución de los distintos mercados denominados en euros, es necesario comprender que el crecimiento de la actividad de los mercados financieros obedece a una estrategia de la Unión Europea de optimizar los beneficios de introducir al euro. Dichos esfuerzos comenzaron a la vez que el propio diseño de la UEM y fueron instrumentados a través de un pormenorizado plan de acción cuyas partes esenciales se describen en el siguiente epígrafe.

2.2.2. PLAN DE ACCIÓN DE LA COMISIÓN DE SERVICIOS FINANCIEROS

Los distintos estamentos europeos, conscientes de la necesidad de alcanzar un mercado financiero único, establecieron el Plan de Acción sobre Servicios Financieros (PASF) con tres objetivos de carácter estratégico: (i) un mercado mayorista único en la UE, (ii) unos mercados minoristas abiertos y seguros y (iii) la implementación de normas cautelares y de supervisión. Además, se estableció como objetivo de carácter general el uso de condiciones más amplias para un mercado financiero único óptimo. Con el fin de alcanzar las metas establecidas, el campo de actuación se centró en los mercados mayoristas, mercados minoristas y estructuras de supervisión adecuadas.

En los **mercados mayoristas**, el inicio de uso del euro trajo consigo cambios profundos en la organización de los mercados financieros de UE, especialmente en la relación entre las distintas bolsas de valores, la consolidación de los sistemas de pagos y de liquidación de valores. En 2005 se evaluaron los progresos obtenidos y se determinó que todavía quedaban cuestiones pendientes de abordar, como la eliminación de obstáculos jurídicos y administrativos con el fin de permitir la aparición de sistemas de negociación de valores integrados y el aprovechamiento de las ventajas derivadas del acceso a unos mercados de capitales de escala comunitaria. Con estos objetivos se decidió actuar en seis ámbitos diferentes:

1. **Una normativa común para unos mercados de valores y derivados integrados.** Aquí es donde se han conseguido los mayores resultados con la implementación del MiFID (por sus siglas en inglés *Markets in Financial Instruments Directive*).
2. **La constitución de capital a escala de la UE.** Los avances han sido mixtos, por un lado, se ha facilitado el acceso a los mercados de la UE a los emisores, pero por el otro, se ha aplicado principalmente para titulizaciones de deuda y no para acciones.
3. **La información financiera, comparable, transparente y eficiente que favoreciera las inversiones internacionales.** Se ha avanzado considerablemente en la consecución de un modelo único de estados financieros para las empresas que cotizan en bolsa.
4. **La creación de un mercado único de fondos de pensiones complementarias** (relacionadas con el empleo), estos fondos debían poder operar en el marco de un mercado único coherente, que permitiera a los gestores mejorar el rendimiento con un menor riesgo. Además, sería una fuente de capital a largo plazo que estimularía los flujos de fondos disponibles para la inversión en el sector privado. En este aspecto se han alcanzado pocos progresos, aunque existe consenso sobre que estos impactos han de observarse en el largo plazo. La eliminación de algunas de las restricciones nacionales a las pensiones de jubilación (especialmente relacionadas con las normas de



asignación de activos) y de barreras a la actividad transfronteriza han sido positivas para avanzar hacia el mercado único mayorista de pensiones.

5. **Garantías**, consideradas como un elemento indispensable para la estabilidad del sistema financiero de la UE. La limitación del riesgo sistémico en la liquidación de valores conseguido a través de las directivas de liquidación definitiva y colateral financiero se valoran positivamente, aunque su impacto sobre los mercados ha sido limitado.
6. **Un marco seguro y transparente para la reestructuración de las actividades internacionales**. En este sentido se ha avanzado muy poco, ya que la directiva sobre OPAs se ha implantado de forma diferente entre los Estados miembros.

En los **mercados minoristas** se habían alcanzado tímidos avances, como la protección frente al riesgo de impago, aunque continuaban existiendo numerosos obstáculos a la prestación internacional de servicios. En la actualidad se ha avanzado notablemente en estos aspectos, si bien los impactos de las medidas tomadas no siempre han sido significativos. El Reglamento relativo a los pagos transfronterizos en el sector bancario supuso una fuerte reducción de las comisiones, aunque ha tenido poco impacto sobre los volúmenes de pagos transfronterizos. El Código de Conducta relativo a la información pre-contractual de las hipotecas se ha aplicado de forma muy desigual en los Estados y no parece haber tenido mucho impacto. Un mayor grado de influencia se percibe de la directiva sobre la mediación en los seguros (IMD), que ha aumentado la profesionalidad y, probablemente, también la calidad del asesoramiento y de los productos que los consumidores finalmente compran. No obstante, existe una propuesta de directiva IMD II de Julio 2012, pendiente de transposición, que modifica la anterior para reforzar la protección de clientes minoristas.

En cuanto a las **estructuras de supervisión adecuadas**, eran imprescindibles para la existencia de un mercado financiero único y eficiente. Así la Unión debía intentar mantener unos niveles elevados de regulación cautelar para sus instituciones financieras. Estos niveles debían actualizarse en función de la evolución del mercado, y los requisitos de capital debían reflejar exactamente el nivel de riesgo de los bancos, las empresas de seguros y las sociedades de valores de la Unión.

Se han conseguido grandes logros en este ámbito, aunque la crisis de crédito ha demostrado que el marco actual es insuficiente y es necesario seguir avanzando. Así, para la banca, la directiva de requerimiento de capital (CRD) supuso una revisión profunda de la regulación prudencial. La industria ha invertido notablemente en la implementación de sistemas de gestión de riesgos y los grandes bancos de todos los países han tratado de obtener sus propios sistemas de rating (IRB por sus siglas en inglés *Internal Rating Based*). Actualmente la Eurozona se enfrenta al reto más importante en esta materia, que es la conformación de la Unión Bancaria Europea en la cual se trabaja activamente.

Por último, en lo que respecta al objetivo general, de conseguir condiciones más amplias para un mercado financiero único óptimo, se ha promulgado la directiva sobre la fiscalidad del ahorro, con el objetivo de eliminar la evasión fiscal al colocar los ahorros en el extranjero. Sin embargo, la implantación de esta nueva directiva todavía no ha generado los efectos deseados.

En definitiva, se ha avanzado mucho en estos años en la dirección correcta hacia un mercado único de servicios financieros. No obstante, falta todavía mucho camino por



recorrer y los esfuerzos deben continuar. Es urgente seguir mejorando la eficiencia de los mercados paneuropeos de productos de ahorro a largo plazo. Además, debe financiarse el enorme déficit de los sistemas de pensiones, uno de los principales retos a nivel estructural de la UE. El mercado interior de los servicios al por menor dista mucho de ser una realidad, para lo que sería necesario implementar nuevas medidas de integración. Es indispensable un mercado de capital riesgo más eficaz, que fomente la creación de empresas nuevas e innovadoras y reforzar el crecimiento económico. Por último, la aplicación de la Unión Bancaria Europea, será sin duda una de los hitos más importantes en la construcción de estos mercados.

Es importante poner en valor todos los esfuerzos realizados para profundizar el desarrollo de los mercados en euros, aspecto en el que se centra la siguiente parte de este documento con un análisis de la evolución de los distintos mercados desde la introducción de la moneda única.

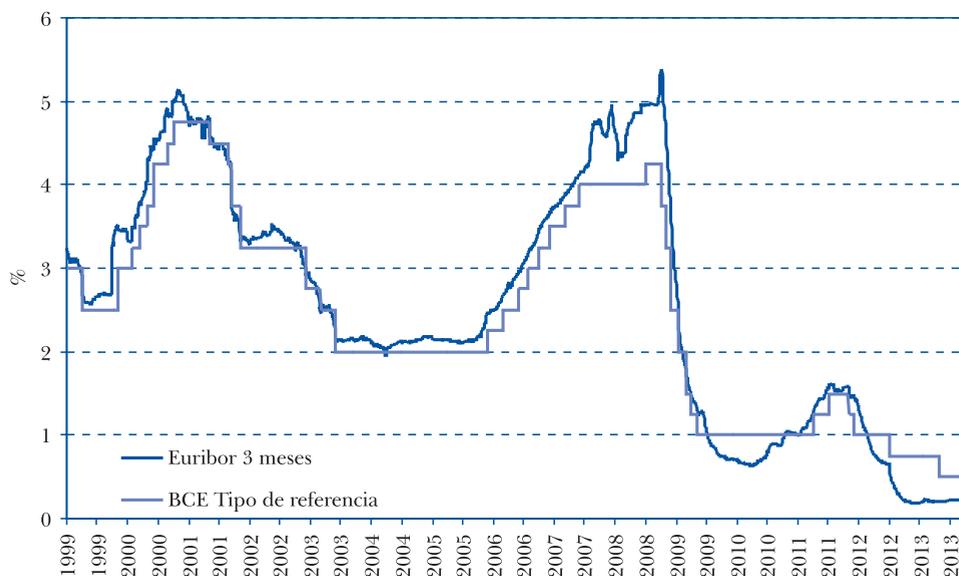
2.3. DESARROLLO Y ESTADO ACTUAL DE LOS MERCADOS FINANCIEROS EN EUROS

El aumento de la actividad en los mercados financieros ha generado un efecto expansivo en la importancia del euro, sin embargo, dicho efecto actúa en el sentido contrario cuando se genera incertidumbre sobre la continuidad del euro como estamos viendo en la reciente crisis. Para poder entender este efecto es necesario conocer la evolución de la importancia de los activos denominados en euros en los distintos segmentos financieros durante los últimos años. A continuación, se presenta un análisis de los mercados clasificados por monedas y por tipo de activos financieros.

2.3.1. MERCADOS MONETARIOS

Son mercados líquidos y a corto plazo no más de 18 meses donde los intermediarios financieros intercambian depósitos con colateral o sin él y papel de corto plazo. Su principal característica es que tiene concentrada su actividad en la parte corta de la estructura temporal de tipos de interés donde la política convencional de la autoridad monetaria tiene mucha influencia. Como se puede observar (gráfico 3) la decisión del Banco Central Europeo (BCE) sobre los tipos de interés de referencia tiene una estrecha relación con el precio del dinero intercambiado por las principales instituciones financieras en el mercado interbancario³. Este tipo de interés en la Eurozona se denomina Euribor (por sus siglas en inglés *Euro Interbank Offered Rate*) y se tienen referencias a distintos plazos hasta 1 año.

³ Las instituciones que contribuyen a la determinación del EURIBOR son aquellas que presentan un mayor nivel de operación en la Eurozona. Actualmente las instituciones que contribuyen a la determinación de este tipo de interés son 34.

GRÁFICO 3. TIPOS DE INTERÉS DE REFERENCIA DEL BCE Y EURIBOR A 3 MESES

Fuente: Bloomberg y Dirección de Estudios y Análisis del Entorno de Repsol.

El BCE, creado seis meses antes de la introducción del euro, es el encargado de ejecutar la política monetaria en la zona Euro para mantener la estabilidad de precios y preservar el valor del euro. Adicionalmente, siempre y cuando no perjudique la estabilidad del euro, coadyuva en la política económica y en la consecución de los objetivos de la Unión Europea buscando el crecimiento equilibrado de la economía y buscando el pleno empleo.

Los instrumentos de política monetaria que utiliza el BCE son 1) operaciones de mercado abierto, 2) ofrece facilidades permanentes y 3) exige a las entidades de crédito el mantenimiento de unas reservas mínimas. El objetivo de las operaciones de mercado abierto tiene como objetivo controlar los tipos de interés, gestionar la liquidez y señalar la orientación de la política monetaria.

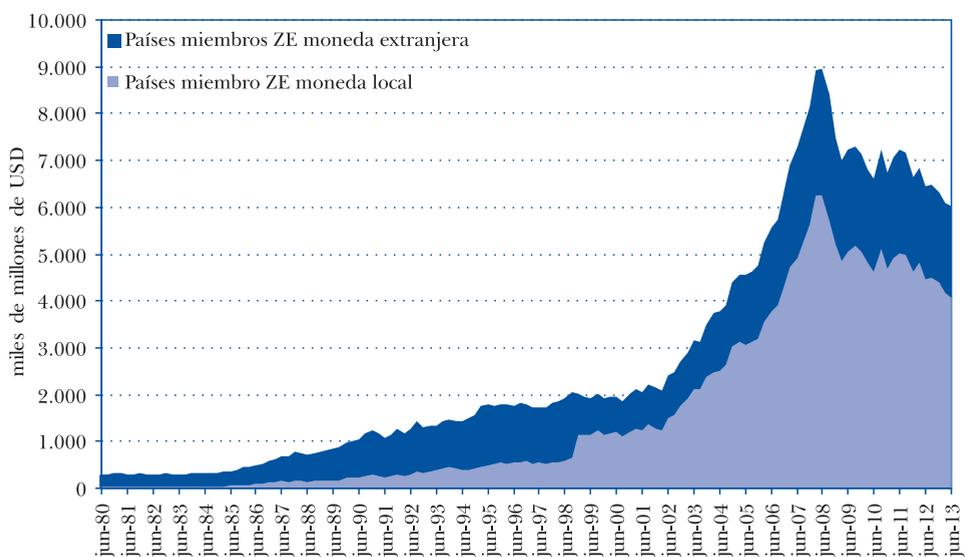
A continuación, pasaremos revistas a la evolución del mercado interbancario europeo realizando un especial énfasis en rol del BCE y su intervención en la reciente etapa de cuestionamiento del futuro del euro, tal como está definido.

2.3.1.1. Actividad interbancaria en la Eurozona

Los bancos de los países miembros de la Eurozona se han caracterizado por realizar esfuerzos para ampliar la financiación interbancaria, sin embargo, la aparición del euro ha sido un catalizador que ha incrementado la exposición de las entidades financieras a la actividad fuera de sus fronteras.

Los datos presentados en el gráfico 4 muestran los activos financieros internacionales que poseen los bancos de los países miembros de la Eurozona que reportan al BIS (por sus siglas en inglés *Bank for International Settlements*) tanto en moneda local como extranjera. Es decir, los activos que los bancos de un país miembro, por ejemplo España, mantienen en sus balances y que tienen como contrapartida la banca del resto del mundo, incluyendo otras instituciones financieras pertenecientes a otros países miembros de la Eurozona.

GRÁFICO 4. ACTIVOS FINANCIEROS INTERNACIONALES DE LA BANCA DE LA EUROZONA⁴



Fuente: BIS Consolidated Banking Statistic y Dirección de Estudios y Análisis del Entorno de Repsol.

Observando el grado de apertura de la banca de la Eurozona a la actividad bancaria internacional vemos que en el periodo comprendido entre 1980-2000 estos activos pasaron de 323.000 millones a 2 billones de dólares en todas las monedas. Con la unificación de la moneda europea esta exposición pasó de los 2 a 8,6 billones de dólares entre diciembre del 2000 a junio 2008, cuando alcanzó su máximo histórico antes de que se produjese la quiebra del banco de inversión americano *Lehman Brothers* (septiembre 2008).

Posteriormente, y producto del repunte del riesgo sistémico, el saldo vivo que mantenía las instituciones bancarias de la Eurozona con otros bancos se redujo en 3 billones de dólares, cayendo hasta los 6 billones de dólares a junio del 2013. Esta abrupta caída puede dividirse en dos etapas: **primera**, se explica por el aumento de la desconfianza de

⁴ Agregado de los bancos de los países miembros de la Eurozona que reportan al BIS.

los bancos sobre la solvencia de las contrapartidas debido a la cantidad de activos que pudieran estar vinculados a las hipotecas «*subprime*» americanas. La **segunda**, se inicia en mayo 2010, cuando aumenta la incertidumbre en la Eurozona como consecuencia de la exposición de su banca a la deuda soberana de los países periféricos.

Concretamente los temores pasaban por las potenciales pérdidas a las que deberían hacer frente dichas instituciones por la revalorización a la baja de dichos activos y por la posibilidad de una reestructuración de deuda que implicase quitas de capital. La importancia de este mercado requirió que el BCE se emplease a fondo para intentar corregir y disminuir las disfuncionalidades. Tal como lo resumen (Giannone et al., 2012)⁵ las medidas aplicadas por la autoridad monetaria europea para evitar el colapso del sistema financiero y la rehabilitación del interbancario fueron las que se detallan a continuación:

- 1. Transformación de los vencimientos:** El BCE incrementó significativamente los plazos de pago de la deuda y aumentó la liquidez respecto a la MRO (por sus siglas en inglés «*Main Refinancing Operations*») mediante la implementación de las operaciones denominadas LTRO (por sus siglas en inglés «*Long Term Refinancing Operations*»). Al incrementar los vencimientos más allá de un año con las operaciones de LTRO también aumentó el plazo medio de los repos y volumen de negociación. Estas operaciones otorgaron holgura a las instituciones y relajaron el mercado de financiación de corto plazo.
- 2. Transformación de la liquidez:** Aumentó la capacidad de las instituciones financieras de acceder a liquidez aceptando como colateral activos que en esa coyuntura eran menos líquidos en los mercados financieros. El sector bancario tenía la opción de hacer líquidos activos como MBS (*Mortgage Backed Securities*) y otros títulos valores con unos costes bajos y sin sufrir pérdidas de capital.
- 3. Servicios de transacción:** Facilitó la transferencia de liquidez en el sector financiero relajando los criterios de elegibilidad para una gran cantidad de contrapartidas y para que puedan acceder a las operaciones del Eurosistema, convirtiendo al banco central en una gran contrapartida.
- 4. Abordó los problemas de selección adversa:** Las operaciones realizadas por el BCE protegieron de alguna manera a las distintas contrapartidas que habían estado excluidas de la operativa al considerarse que mantenían operaciones riesgosas. El hecho de que el BCE actuara y operara como contrapartida diluyó las sospechas que afectaron a muchas entidades financieras que fueron evaluadas con información poco fiable.

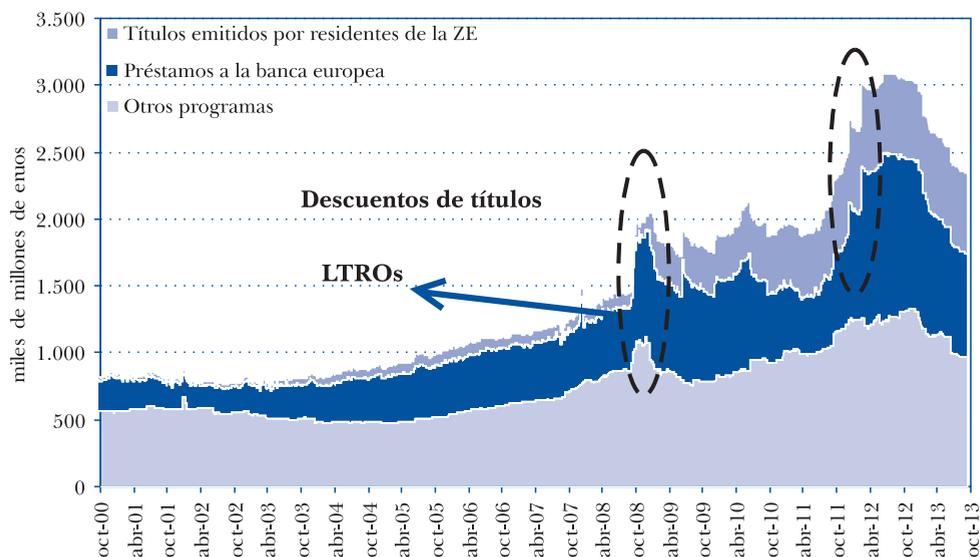
Analizando la evolución del balance consolidado del BCE (gráfico 5) se observa que desde su creación hasta la actualidad los activos de la entidad se han triplicado. La aceleración del crecimiento se explica por la política monetaria laxa que aplicó la entidad durante la etapa más turbulenta. Existen dos momentos puntuales en los cuales el balance muestra un crecimiento más acelerado; **Primero**, en octubre del 2008 cuando el BCE junto con la FED deciden colocar una línea swap de 240 mil millones de dólares para aliviar la fuerte demanda de dólares, y adicionalmente, la autoridad europea pone a disposición de los

⁵ European Central Bank, Working paper 1496/nov 2012 The ECB and the Interbank Market.



bancos toda la liquidez que requieran a un tipo bajo y relajando los criterios de elegibilidad. **Segundo**, con la llegada de Mario Draghi, en sustitución de Jean Claude Trichet como presidente del BCE, se aplicó una política más agresiva por parte de la institución: (i) bajó los tipos de interés, (ii) redujo los ratios de reserva, (iii) impulsó el segundo programa de compra de bonos garantizados (*covered bonds*) y (iv) prestó 489 mil millones de euros a tres años con la LTRO1 y 530 mil millones de euros con la LTRO2 a la banca europea.

GRÁFICO 5. EVOLUCIÓN DE LOS ACTIVOS DEL BANCO CENTRAL EUROPEO CONSOLIDADO



Fuente: BCE y Dirección de Estudios y Análisis del Entorno de Repsol.

La ampliación de balance efectuada por la autoridad monetaria europea, a diferencia de la operativa seguida por otros bancos centrales como el de EEUU, se llevó a cabo principalmente con cargo a reservas y no con un aumento de los factores autónomos de liquidez (billetes y depósitos). La heterogeneidad existente en la situación de liquidez de los distintos bancos comerciales en la Eurozona permitió la automática reasignación de recursos entre los países miembros, de forma que aquellas regiones con exceso de liquidez (como Alemania) financiaran a los países con mayores necesidades, como las regiones periféricas. Esta operativa, que distingue al funcionamiento de la política monetaria europea del resto de países, quedó reflejada en el sistema de pagos europeo TARGET2.

Los saldos acreedores o deudores de los distintos bancos centrales dentro del Eurosistema se mantuvieron en niveles reducidos desde la creación del sistema de pagos TARGET. Sin embargo, a raíz de la crisis de Estados Unidos la necesidad de financiación de los Bancos Centrales de Francia e Italia aumenta y son soportados por el exceso de liquidez que tenían otros países. Esta situación se estresa aún más con la crisis europea

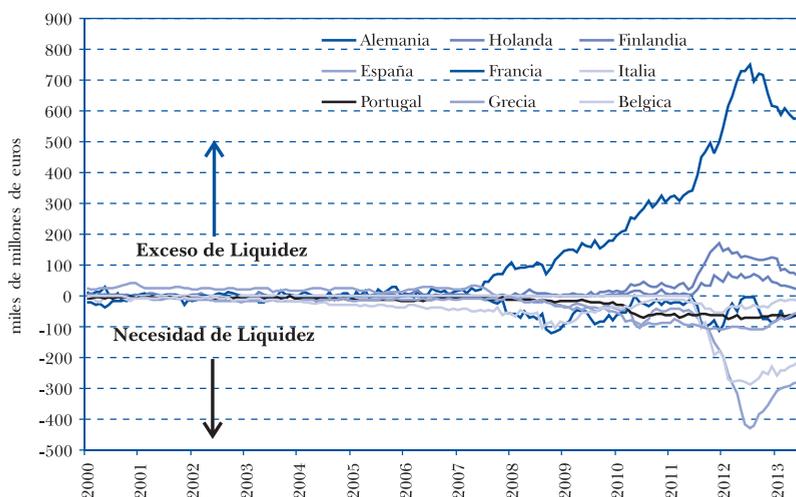
en 2010, el sistema financiero de las economías de la periferia sufren una retirada de depósitos que supera la capacidad de sus bancos y que en definitiva es corregida por la política laxa del BCE.

TARGET2

La política monetaria aplicada por el BCE se instrumenta a través del TARGET2 que es la evolución de lo que hasta noviembre del 2007 fue el TARGET (por sus siglas en inglés Trans-European Automated Real time Gross settlement Express Transfer system). Es el sistema de pagos transeuropeo y tiene como objetivo facilitar un mecanismo seguro y fiable para la liquidación bruta en tiempo real de operaciones en euros, aumentar la eficiencia de los pagos transfronterizos en el área del euro, y, sobre todo, ofrecer un vehículo ágil y seguro para la ejecución de la política monetaria única. De acuerdo con las estadísticas recogidas por el BCE, en 2012, el sistema TARGET2 ha procesado 90,7 millones de pagos por un valor total de 634 billones de euros.

Como vemos en el gráfico 6 los saldos acreedores/deudores en el TARGET aún no se han normalizado aunque sí muestran una clara tendencia a la normalización que tiene que ver con la disminución de la percepción del riesgo en Europa, las reformas emprendidas y la voluntad férrea del BCE de mantener la estabilidad.

GRÁFICO 6. SISTEMA DE PAGOS DEL EUROSISTEMA TARGET2



Fuente: BCE y Dirección de Estudios y Análisis del Entorno de Repsol.



Si bien la intervención de la BCE era imprescindible para relajar las tensiones en el corto plazo, el hecho de otorgar liquidez a bajo coste a los bancos y el repunte de las primas de riesgo de la deuda soberana generó el efecto expulsión de la deuda privada (*crowding out*). Es decir, la deuda pública con mayor liquidez y con tipos de interés altos se convirtió en más atractiva que la deuda de las empresas que era la que podría dinamizar la economía. Como consecuencia, los bancos se vuelven uno de los principales tenedores de deuda soberana, aumentando fuertemente el vínculo entre riesgo soberano y bancario.

La debilidad del sistema financiero no se limitó a países como Italia y España sino que afectó también la solvencia de bancos franceses y alemanes que habían aumentado también su exposición en estos activos soberanos. Sin embargo, una vez que el BCE concluyó que esta situación podía afectar la estabilidad del euro decidió nuevamente una intervención radical, con el objetivo de disminuir la fragmentación e intentar romper el vínculo entre el riesgo financiero y soberano.

En septiembre 2012, se anunció el programa *Outright Monetary Transactions* (OMT) mediante el cual el BCE compraría deuda soberana de los países miembros en los mercados secundarios con el objetivo de evitar el aumento excesivo de los tipos de interés de dicha deuda que estaba causando la fragmentación de los mercados europeos. Dicha intervención debe ser solicitada por el país miembro y está sujeta a condiciones establecidas previamente en un memorándum de entendimiento. Si bien hasta el momento ningún país ha solicitado dicho programa, la sola existencia del mismo permitió que los inversores comprendieran que la autoridad monetaria europea estaba dispuesta a defender la integridad y solvencia de la moneda única.

La mejora de la confianza en la Europa se traduce en un mejor funcionamiento del mercado interbancario, aunque lógicamente todavía existe una fuerte intervención del BCE cubriendo parte de la liquidez que perdió el mercado interbancario en la reciente crisis. El comprender la actuación del BCE y el problema de la fragmentación de los mercados europeos es imprescindible para analizar la evolución reciente de los mercados de capitales europeos.

2.3.1.2. Mercado Europeo de repos

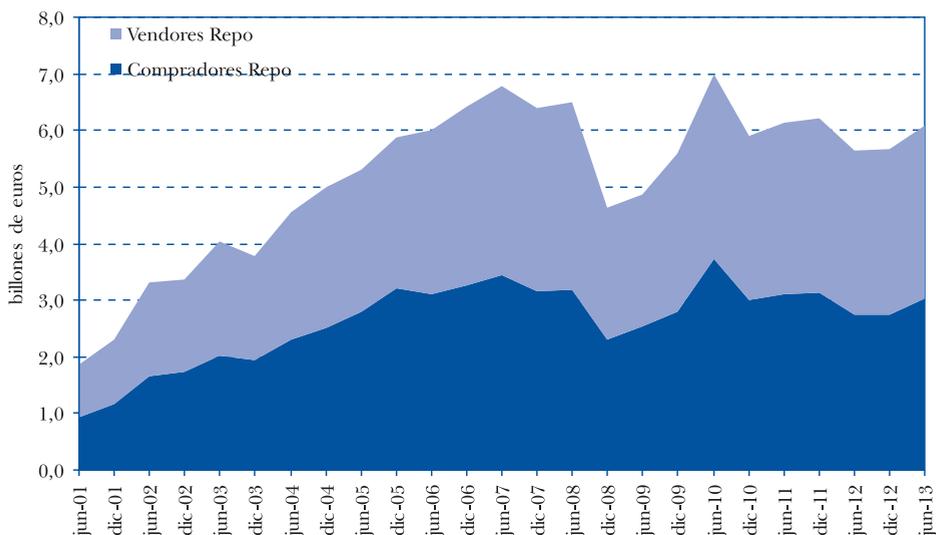
Las operaciones Repo son conocidas como acuerdos de recompra, es decir, una parte vende un activo a un precio determinado y acuerdan la recompra en el futuro a un precio diferente. En estas operaciones se minimiza el riesgo de contrapartida porque el mismo título intercambiado hace de colateral de la operación.

De acuerdo a la encuesta semestral que realiza *International Capital Market Association* (ICMA) sobre el mercado de repos en Europa, el valor nominal bruto⁶ de las operaciones vigentes con fecha de corte 12 de junio del 2013 en la que participaron 61 grupos

⁶ Valor nominal bruto se refiere a que puede ser que dos contrapartidas reporten el mismo repo a la vez. Tampoco se incluye las operaciones con Bancos Centrales como parte de las operaciones de política monetaria.

financieros⁷ de los principales bancos alcanzó a los 6,076 billones de euros como se muestra en el gráfico 7 en el cual además se puede apreciar la tendencia desde el 2001.

GRÁFICO 7. MERCADO EUROPEO DE REPO



Fuente: ICMA European Repo market survey junio 2013 y Dirección de Estudios y Análisis del Entorno de Repsol.

Como podemos observar la negociación de repos continúa su recuperación. La reciente devolución de las LTROS por parte de las instituciones financieras al BCE, debido al carácter, percedero de la medida, es un incentivo para que los bancos busquen otras alternativas de fondeo incluyendo el mercado de repos. Llama también la atención que las plataformas de trading de repos automáticas como ATS, BrokerTec, EurexRepo y MTS que facilitan la operativa internacional (*cross border*), solo representa una 17,4% del total del mercado de repos, a pesar de que en los últimos meses está experimentando un fuerte repunte.

Durante los eventos de crisis y a pesar de ser un mercado con colateral la negociación bajo esta operativa disminuyó mucho por la penalización que representaban los factores de descuento (*haircuts*) (Tabla 1), sin embargo, dichos descuentos en general se han ido flexibilizando y han facilitado la recuperación de este mercado. Por último, cabe mencionar que en el mercado de repos europeo el 57% del saldo nominal vivo de operaciones se realiza en Euros, mientras que el dólar americano tiene un 19,4% de participación y la libra esterlina un 15,8%.

⁷ Se incluyó también la información reportada por Automatic repo Trading systems (ATS), tri-party repo agents in Europa y Wholesale Market Brokers Association (WMBAA).

**TABLA 1. FACTORES DE DESCUENTO EN EL COLATERAL POR TIPO DE ACTIVO**

Media Ponderada	junio-13	junio-11
Bonos soberanos	2,60%	3,20%
Agencias Públicas	2,20%	5%
Agencias Supranacionales	2,70%	2,80%
Bonos Corporativos (financieros)	4,80%	4,50%
Bonos Corporativos (no financieros)	6,30%	7,90%
Bonos asegurados	2,80%	4,10%
MBS residenciales	8,60%	6,80%
MBS comerciales	9,50%	5,80%
otros ABS	7,40%	6,50%
CDO, CLN CLO, etc.	7,60%	4%
Bonos convertibles	4,40%	7,10%
Equity	5,80%	7,10%
otros	3,30%	3,20%

Fuente: ICMA European Repo market survey junio 2013 y Dirección de Estudios y Análisis del Entorno de Repsol.

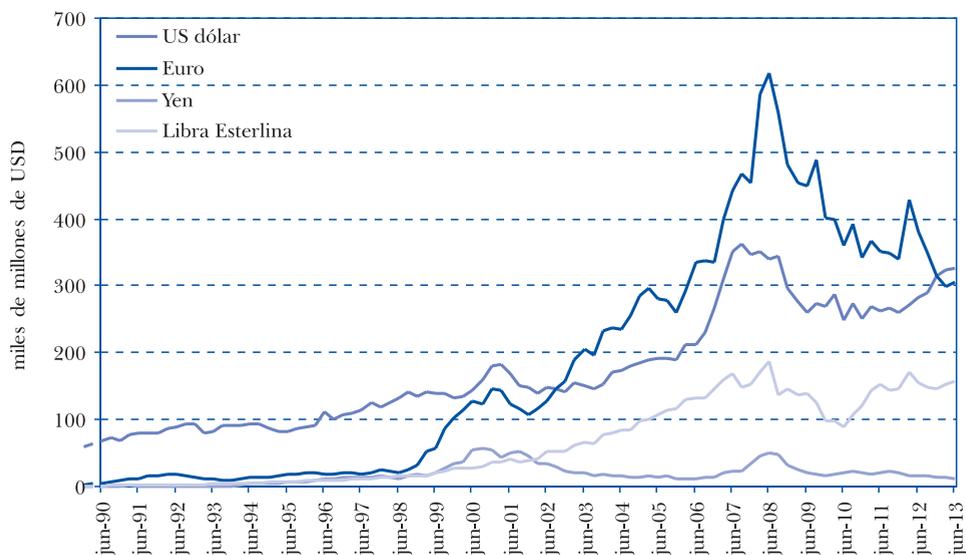
2.3.1.3. Mercado de papel comercial y letras

Estos títulos de corto plazo pueden ser emitidos por gobiernos, instituciones financieras y otras corporaciones no financieras; son obligaciones de pago que no cuentan con otro colateral que la solvencia del emisor. Estos activos financieros son considerados como de riesgo moderado por la inmediatez de su vencimiento y por el grado de liquidez que tienen, aunque como se mencionó no cuentan con un colateral. En Europa existe una iniciativa llamada STEP (por sus siglas en inglés *Short Term European Paper*) que fue lanzada en 2006 por Euribor-EBF y Euribor-ACI para apoyar al BCE para fomentar la integración y transparencia de los mercados Europeos de papel de corto plazo.

Esta vía de financiación en euros ha experimentado un fuerte crecimiento (gráfico 8) desde la introducción del euro, superando desde 2003, la financiación en dólares americanos. Sin embargo, el proceso de profundización de este mercado ha implicado superar estándares heterogéneos y diferentes prácticas para la integración del mercado a nivel europeo.

Para la convergencia de estos mercados se han tenido que superar diferencias legales en cuanto al tratamiento de estas operaciones, retraso en el sistema de liquidación único, homogenizar términos y condiciones, generar y almacenar información, es decir, evolucionar hacia un mercado más amplio que pueda ser regulado y con un sistema de liquidación centralizado⁸.

⁸ Limitaciones identificadas por la STEP Task Force en 2002 y que se encuentran en el documento denominado «The short term paper market in Europe» Proposals and recomendations.

GRÁFICO 8. SALDO VIVO DE EMISIONES PRIVADAS EN PAPEL COMERCIAL Y OTROS INSTRUMENTOS

Fuente: BIS Triannual Central Bank FX y Dirección de Estudios y Análisis del Entorno de Repsol.

Está claro que los esfuerzos realizados para integrar estos mercados han tenido sus frutos. Sin embargo, tal como ocurrió en los mercados de dinero, la emisión de papel comercial y notas, también ha sufrido una contracción desde los máximos niveles alcanzados en 2008.

Si bien ahora muestra señales de estabilización es necesario explicar que el deterioro de las expectativas de crecimiento económico y la fragilidad de la solvencia de algunos sistemas financieros europeos ha limitado bastante la emisión de papel comercial de bancos y corporaciones. En contraposición, los gobiernos de algunos países miembros se vieron en la necesidad de aumentar su endeudamiento para hacer frente a déficits fiscales recurrentes agravados por el deterioro de la demanda agregada.

Precisamente aquellos países con un deterioro de su situación fiscal sufrieron una disminución de su calidad crediticia y un aumento de sus primas de riesgo lo que a su vez deterioraba aún más sus cuentas fiscales. Este bucle pernicioso, la aversión de los inversores de asumir riesgo a largo plazo de los inversores, llevó a países como España e Italia a utilizar la financiación a corto plazo mediante letras como vía para oxigenar sus cuentas.

El gráfico 9 refleja que a partir de las tensiones de liquidez el saldo vivo de las emisiones de corto plazo (menores a un año en su mayoría) de los gobiernos de la Eurozona ha aumentado de 400 a 900 mil millones de euros entre 2008-2011. La tendencia ha corregido debido a que algunos gobiernos han podido realizar emisiones a mayores plazos.

GRÁFICO 9. SALDO VIVO DE EMISIONES EN DEUDA PÚBLICA EUROZONA CORTO PLAZO



Fuente: BCE y Dirección de Estudios y Análisis del Entorno de Repsol.

Es también importante mencionar que los rendimientos ofertados en las emisiones, la liquidez y los bajos tipos de interés en Estados Unidos han impulsado a que la banca europea emita papel comercial en dólares. El gráfico 10 presenta esta situación, es decir, el saldo vivo de papel comercial en dólares emitido por la banca extranjera (principalmente por entidades Europeas) se está recuperando y esto representa un soporte en la evolución del tipo de cambio euro dólar.

Como podemos ver los mercados de dinero son bastante sensibles a la evolución económica de la Zona Euro, lo que ha quedado de relieve en los episodios de riesgo que ha vivido la moneda única. La intervención del BCE ha sido clave para restituir el funcionamiento de dichos mercados, sin embargo, aún es necesario que las reformas estructurales se lleven a cabo para que la fragmentación de los mercados vuelva a niveles pre-crisis.

GRÁFICO 10. EVOLUCIÓN DEL ACCESO AL PAPEL COMERCIAL EN DÓLARES DE LA BANCA EXTRANJERA



Fuente: Bloomberg y Dirección de Estudios y Análisis del Entorno de Repsol.

2.3.2. MERCADO DE DEUDA DE LARGO PLAZO

Dentro del mercado de deuda tenemos todos aquellos activos financieros distintos de renta variable que son emitidos por los agentes con el objetivo de obtener financiación. En una primera aproximación, podríamos clasificar este tipo de activos en dos grandes categorías, i) activos que son emitidos por los agentes privados que será denominada «deuda privada» y ii) referida a la emisión de administraciones centrales y locales que se denomina «deuda pública».

El objetivo será analizar individualmente la evolución histórica de estos mercados, en euros y dólares americanos, haciendo hincapié en el rol de la moneda única europea como catalizador de la aceleración y profundización de la negociación de activos financieros de deuda en la Eurozona.

2.3.2.1. Mercado de deuda privada a largo plazo

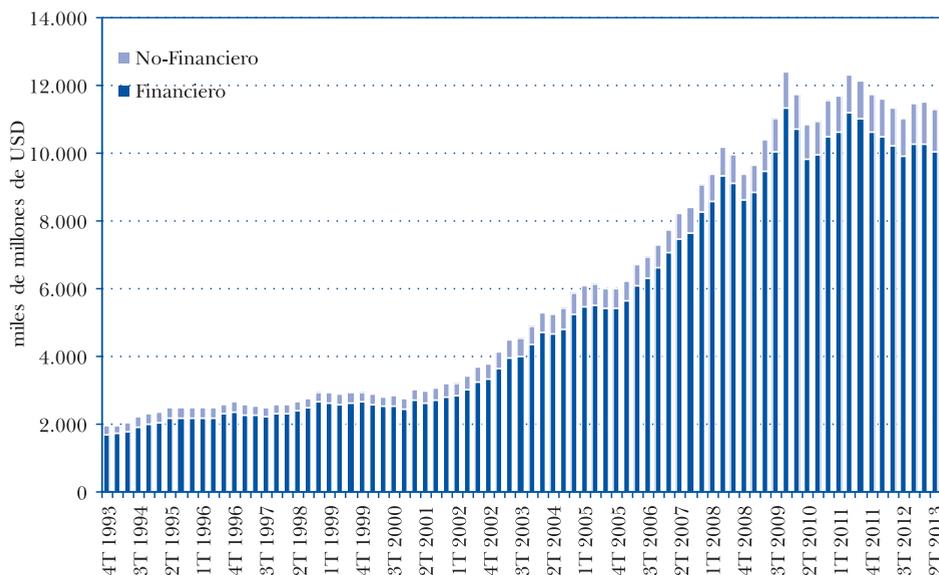
Los agentes del sector privado –principalmente aquellas compañías con mayor tamaño– buscan cada vez con mayor frecuencia financiación mayorista en los mercados de deuda. Esta tendencia creciente se explica por los beneficios en cuanto a coste, accesibilidad y profundidad que tienen estos mercados. Antes de analizar la evolución de este

mercado es necesario hacer una distinción entre los agentes, por la naturaleza del emisor de la deuda, los agentes pueden clasificarse en empresas financieras (incluyendo bancos, aseguradoras, fondos) y empresas no financieras.

Como podemos ver en el gráfico 11 el mercado de deuda privada en la Eurozona durante la década de los noventa creció en aproximadamente dos billones de dólares. Después de la adopción la moneda única en la primera década del nuevo milenio vemos que este nivel prácticamente se ha multiplicado por más de 5 veces alcanzando un saldo vivo de 11,2 billones de dólares (90% del PIB medido en dólares). Es importante mencionar que de la deuda emitida a largo plazo por el sector financiero privado un 82% se realiza en euros mientras que el restante se emite en otras monedas extranjeras. En el caso del sector no financiero, la situación es similar, el 80% se emite en moneda local y el restante en otras monedas.

Una característica histórica que se refleja en el mercado en la Zona Euro, es que las empresas financieras son las que realizan el 88-90% del total de las emisiones mientras que las no financieras emiten el restante 10-12%. A priori, podríamos pensar, que la actividad de las empresas no financieras en la Eurozona podría ser más activa, sin embargo, para establecer un parámetro de comparación es necesario ver el caso de Estados Unidos.

GRÁFICO 11. SALDO VIVO DE DEUDA EMITIDA A LARGO PLAZO POR EL SECTOR PRIVADO EN LA ZONA EURO
(en USD al tipo de cambio spot medio del trimestre)



Fuente: BCE y Dirección de Estudios y Análisis del Entorno de Repsol.



En el país norteamericano (Tabla 2), el mercado de deuda del sector privado, representa un volumen vivo de 18,6 billones de USD que equivale al 111% del PIB aproximadamente. Una parte sustancial de este mercado lo constituyen los bonos corporativos que en el segundo trimestre del 2013 superaron el 32%.

TABLA 2. SALDO VIVO DE DEUDA EMITIDA POR SECTOR FINANCIERO Y NO FINANCIERO EE.UU.

miles de millones USD		Empresas no financieras	Sector financiero		
	Total	Bonos corporativos	Total	Bonos corporativos	MBS
1T 2013	18.446	5.938	12.509	4.918	7.591
2T 2013	18.586	6.077	12.508	4.860	7.648

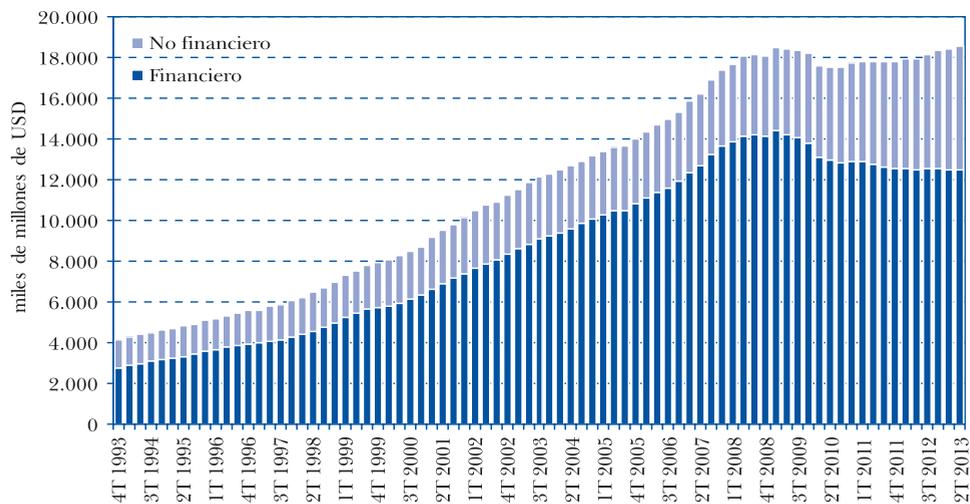
Fuente: Reserva Federal y Dirección de Estudios y Análisis del Entorno de Repsol.

Tomando este país como comparación (gráfico 12) podemos pensar que los mercados de la Eurozona de emisiones de empresas no comerciales tienen aún recorrido para seguir creciendo hasta llegar a un tamaño similar al de EE.UU. Este mercado en Europa no ha dejado de crecer (gráfico 13) aunque ha tenido dos momentos de impulso claros: cuando se introdujo el euro y la crisis de 2009, cuando los bancos se enfrentaron a un severo *credit crunch* y buscaron financiación en mercados mayoristas. En ambas ocasiones la tasa de crecimiento fue de dos dígitos.

Para completar el análisis conviene subrayar que la actividad emisora del sector financiero estadounidense, a diferencia de los que ocurre en la Eurozona, tiene una importante fuente de financiación en la titulización de *Mortgage Backed Securities* (MBS) (7,6 billones de dólares) (gráfico 14). Esta tendencia está relacionada con el modelo de originación, titulización y venta de hipotecas que se extendió en Estados Unidos y que ha facilitado el incremento de las operaciones de la banca al sacarse estas operaciones fuera de balance.

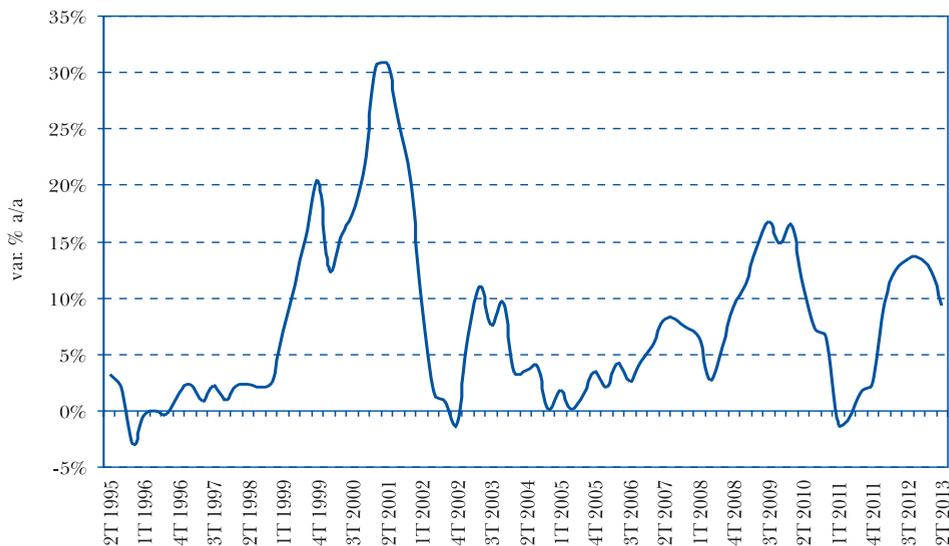
¿Qué influencia ha tenido el euro en el mercado de deuda internacional privado? Dado que los soberanos europeos y americanos emiten en su moneda nacional, podemos tomar los datos del BIS para aproximarnos a la relevancia del mercado de deuda privada en Euros sobre el total de la deuda internacional. Aunque hay que advertir que en estas cifras hay incluidas emisiones soberanas de países en desarrollo que emiten en divisas extranjeras fuerte para captar inversores extranjeros, dado el riesgo que tienen sus monedas nacionales.

GRÁFICO 12. SALDO VIVO DE DEUDA EMITIDA A LARGO PLAZO POR SECTOR PRIVADO EN EE.UU.

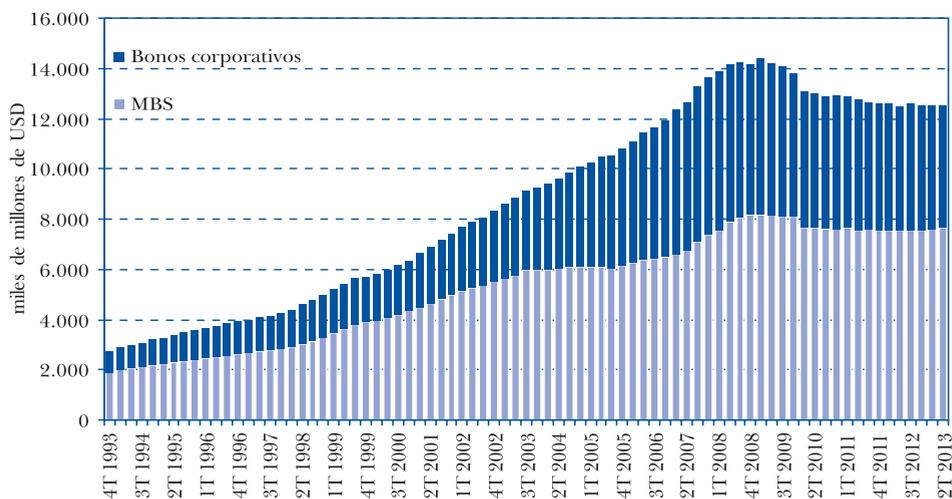


Fuente: Reserva Federal y Dirección de Estudios y Análisis del Entorno de Repsol.

GRÁFICO 13. CRECIMIENTO DE LA DEUDA EMITIDA POR EL SECTOR NO FINANCIERO EN LA ZONA EURO



Fuente: BCE y Dirección de Estudios y Análisis del Entorno de Repsol.

GRÁFICO 14. SALDO VIVO DE DEUDA EMITIDA A LARGO PLAZO POR SECTOR FINANCIERO EN EE.UU.

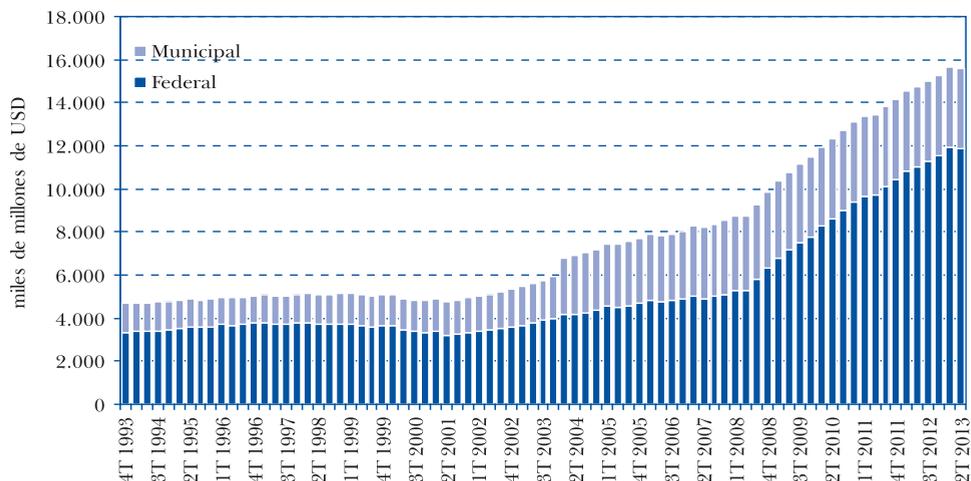
Fuente: Reserva Federal y Dirección de Estudios y Análisis del Entorno de Repsol.

2.3.2.2. Mercado de deuda pública

La deuda pública representa un importante *asset class* en los mercados financieros. La naturaleza eterna de los Estados, en contraposición con la vida finita de individuos y empresas, unido a la capacidad de imponer impuestos y a la posibilidad en última instancia de monetizar la deuda, convierte a la deuda soberana⁹ en circunstancias normales en los activos financieros más seguros de una economía. Esto permite a los Tesoros financiarse exclusivamente a tipo fijo y ser determinantes en la parte larga de la estructura temporal de los tipos de interés.

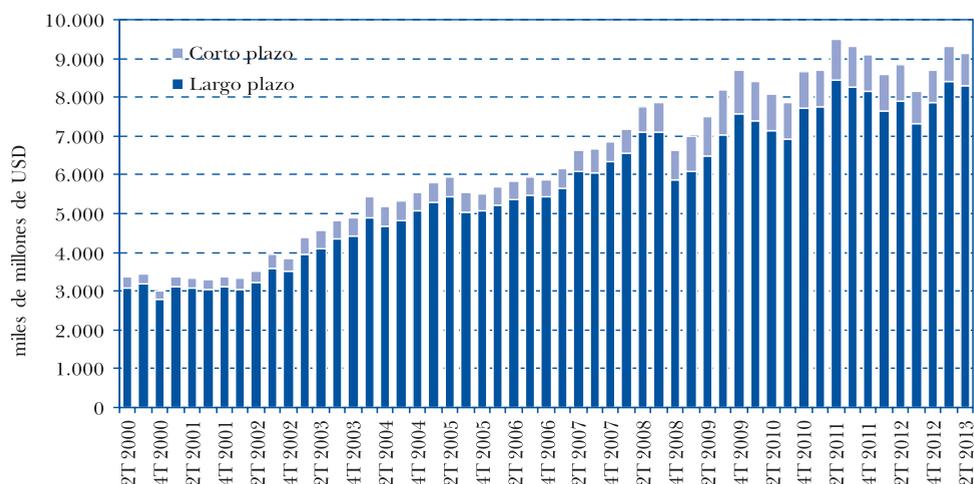
El éxito de un emisor puede medirse si su mercado de deuda tiene un tamaño relevante, es profundo y goza de elevada liquidez; en esos casos el emisor se beneficia de condiciones privilegiadas de financiación. Este es el caso de las mayores economías del mundo: EE.UU., Japón, Reino Unido, Alemania. La calificación crediticia de las agencias de rating crediticio suele correlacionar con estas circunstancias.

⁹ Deuda emitida por gobierno central que representa la mayor parte de la deuda pública. La deuda pública se completa con las emisiones que realizan los gobiernos locales.

**GRÁFICO 15. SALDO VIVO DE DEUDA PÚBLICA EMITIDA EN EE.UU.**

Fuente: Reserva Federal y Dirección de Estudios y Análisis del Entorno de Repsol.

Analizando el comportamiento de la deuda pública estadounidense (gráfico 15) vemos que la misma supera el 100% del PIB y su mayor fase de expansión la ha experimentado a partir del último trimestre del 2008.

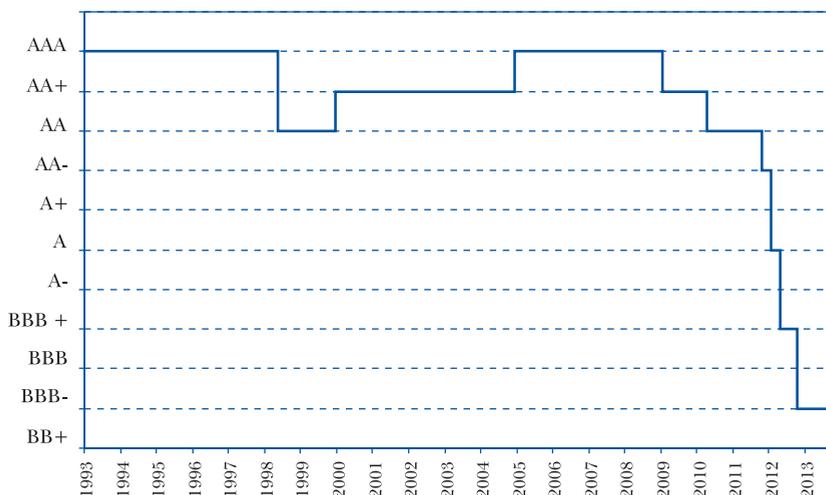
GRÁFICO 16. SALDO VIVO DE DEUDA PÚBLICA EMITIDA EN LA ZONA EURO (en USD al tipo de cambio spot medio del trimestre)

Fuente: BCE y Dirección de Estudios y Análisis del Entorno de Repsol.

La introducción del Euro en el 2002 eliminó el riesgo de tipo de cambio de la prima exigida sobre gran parte de los países europeos y creó un mercado de deuda denominado en una moneda común que podía rivalizar con la deuda denominada en USD (ambos entre 3 y 4 billones de USD) en tamaño, profundidad y liquidez. El éxito del euro fue tal, en este sentido, que desapareció la prima de riesgo entre miembros de la zona euro, extendiéndose el estatus de «activo libre de riesgo» del Bund alemán a todos los títulos de emitidos por los Estados miembro de la unión monetaria. Como se observa en el gráfico 16 desde el 2000 la deuda pública se ha prácticamente triplicado y los tipos exigidos se han reducido.

Además en el caso de España, su apuesta por el Euro le reportó una mejora de su calificación crediticia en 1999 (gráfico 17), y en el 2004 la agencia de calificación *Standard&Poors* le otorgaba su mayor rating (AAA). Antes de eso, la entrada del euro había supuesto un aumento notable de la liquidez de los títulos de deuda española como evidencia la evolución del diferencial entre el precio de venta y el precio de compra en el bono a 3 años y una desaparición de la prima de riesgo. Los bonos españoles disfrutaban de unos tipos de interés equiparables a los de Alemania.

GRÁFICO 17. EVOLUCIÓN DEL RATING DEL REINO DE ESPAÑA POR S&P



Fuente: Bloomberg y Dirección de Estudios y Análisis del Entorno de Repsol

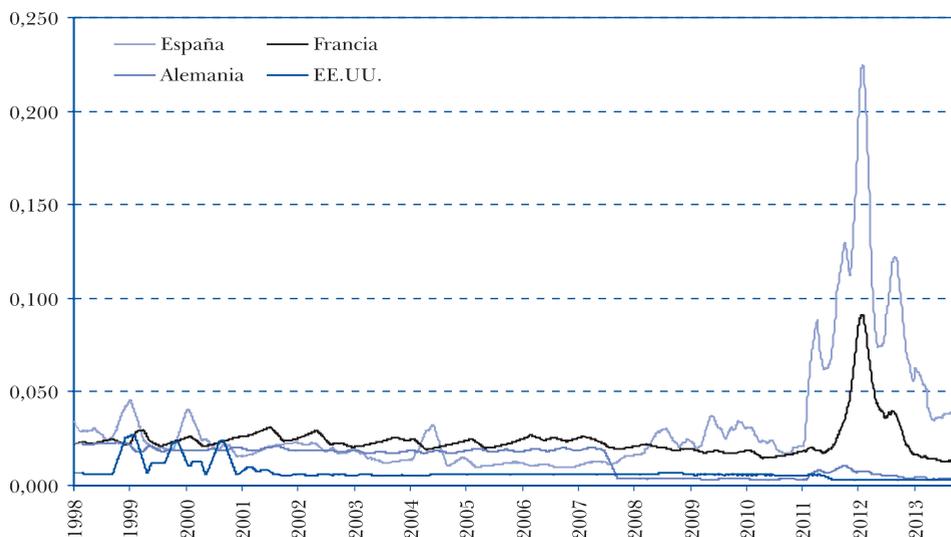
Sin embargo, cuando el ciclo económico se deterioró, los mercados no tardarían en reconocer que no toda la deuda soberana en euros era igual de buena. La inexistencia de un Tesoro único y el hecho de que los Tratados prohibiesen la transferencia de responsabilidad de la deuda nacional al resto de los socios europeos, suponía importantes diferencias en las garantías que respaldaban los distintos títulos de deuda.

El rescate internacional de Grecia con la participación del FMI, en condiciones de prestamista preferente, e imponiendo finalmente una quita sobre los tenedores privados

marcó el renacimiento de las primas de riesgo entre Alemania y el resto de socios. Las diferencias en la liquidez también discriminaron entre valores auténticamente refugio y el resto. Durante buena parte de 2011 y 2012 el riesgo de ruptura del euro y por tanto el riesgo de tipo de cambio fue introducido en el precio de los bonos de distintos países.

El gráfico 18 representa la pérdida de liquidez que sufrieron los bonos a 3 años en la crisis europea que representó un punto inédito en la negociación de estos activos. La diferencia entre el BID y el ASK se profundizó a niveles no vistos ni antes de la llegada del euro.

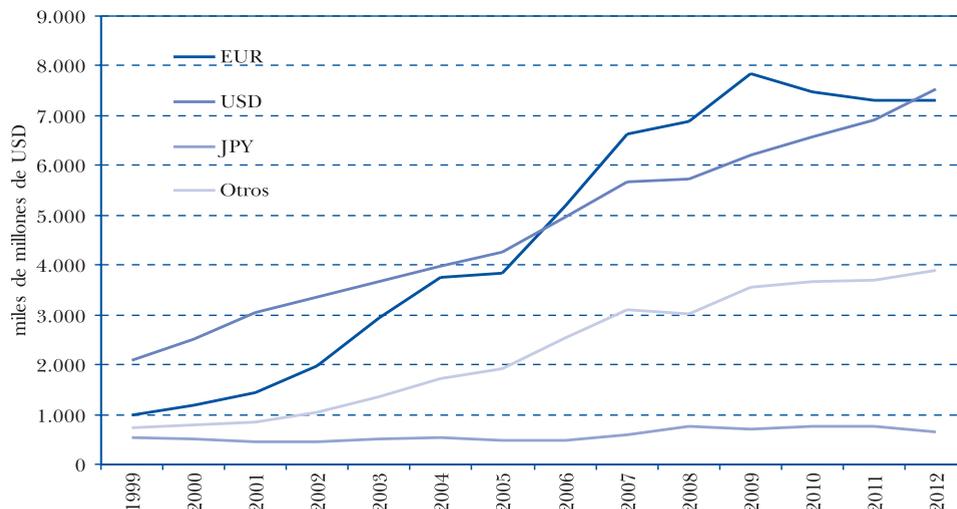
GRÁFICO 18. EVOLUCIÓN DEL DIFERENCIAL BID-ASK DEL BONO SOBERANO A 3 AÑOS



Fuente: Bloomberg y Dirección de Estudios y Análisis del Entorno de Repsol.

2.3.3. MERCADO DE DEUDA INTERNACIONAL

El mercado internacional de deuda está típicamente constituido por las emisiones de deuda de una entidad fuera de su país de origen. La definición amplia (*broad measure*) aquí utilizada (gráfico 19) es la del BCE que excluye las emisiones de residentes de la eurozona en otro país de la zona euro, por ejemplo de un emisor alemán en Luxemburgo.

GRÁFICO 19. SALDO VIVO DE DEUDA INTERNACIONAL (MEDIDA AMPLIA)


Fuente: BCE y Dirección de Estudios y Análisis del Entorno de Repsol.

A cierre de 2012 (Tabla 3) el saldo vivo de deuda internacional titularizada era de 19,4 billones de USD, de los cuales el 37,7% estaba denominada en euros, muy a la par la deuda internacional emitida en USD, a la que superaba en años anteriores. Sin embargo, el saldo vivo de la deuda denominada en EUR ha decrecido desde el estallido de la crisis en 2009 unos 0,6 billones de euros, mientras que la deuda internacional denominada en USD no ha parado de aumentar.

TABLA 3. SALDO VIVO DE DEUDA INTERNACIONAL EMITIDA EN EUR, USD Y JPY A 31/12/2012

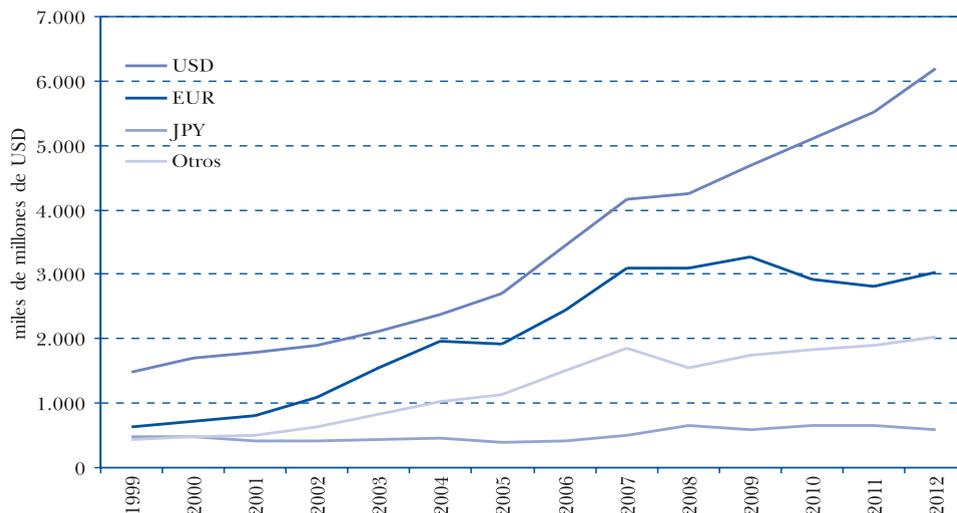
	Total (millardos de USD)				% del total		
	Total	EUR	USD	JPY	EUR	USD	JPY
Restrictiva	11.839	3.025	6.199	581	25,5	52,4	4,9
Amplia	19.374	7.299	7.523	663	37,7	38,8	3,4

Fuente: BCE y Dirección de Estudios y Análisis del Entorno de Repsol.

El BCE utiliza adicionalmente otra medida más restrictiva (*narrow measure*) que sólo incluye las emisiones de deuda en una moneda «extranjera», es decir aquellas distintas de la nacional del emisor. Así por ejemplo, las emisiones de residentes de la zona euro en euros en Londres se incluyen en la cifra de la definición amplia de emisiones internacionales en euros sin figurar en cambio bajo la definición restrictiva. La deuda internacional

en euros, en sentido restrictivo, supone unos 3 billones de USD y representa sólo el 25% del total frente al 52% que representan las emisiones internacionales en USD. El USD sigue siendo la moneda de referencia, con gran diferencia, fuera del continente europeo en Asia, África, Iberoamérica y centros financieros en ultramar (*offshore*) (gráfico 20).

GRÁFICO 20. SALDO VIVO DE DEUDA INTERNACIONAL (MEDIDA RESTRICTIVA)



Fuente: BCE y Dirección de Estudios y Análisis del Entorno de Repsol.

La crisis del euro, desde el rescate de Grecia en 2010 y hasta el famoso «*whatever it takes*» de Mario Draghi en julio de 2012¹⁰, ha tenido un visible efecto sobre el apetito por la deuda denominada en euros. Adicionalmente el retroceso de la deuda internacional denominada en euros puede también reflejar menores costes de fondeo en otras divisas, y en especial del bajo coste de financiación en USD.

2.3.4. MERCADO DE TIPO DE CAMBIO

La negociación media diaria del mercado global de tipo de cambio ha pasado de 1,5 billones de dólares en 1998 a 5,3 billones en abril del 2013, aumentado en los últimos tres años un 35%¹¹. El volumen de negociación se refiere al valor en dólares (o en la

¹⁰ En este documento nos referimos antes a este momento cuando se mencionó la aplicación del OMT por parte del BCE. Esta frase mencionada por Presidente del BCE Mario Draghi fue hecha en una comparecencia realizada unos días antes de anunciar el programa de compra de activos soberanos.

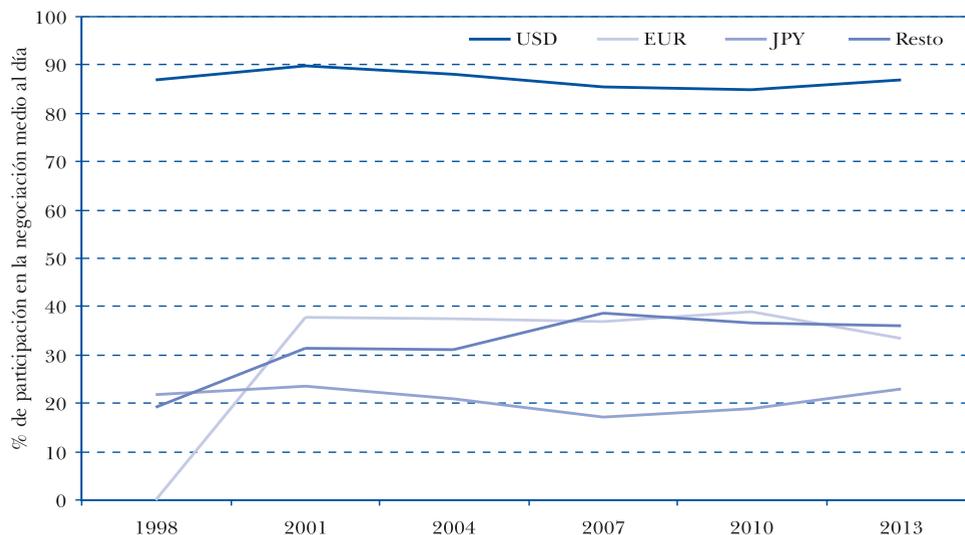
¹¹ BIS Triennial Central Bank Survey Foreign Exchange turnover abril 2013.



moneda que se contabilice la transacción). Siguiendo la definición del BIS, el volumen de las transacciones es una suma bruta de todas las operaciones sin distinción alguna entre las ventas y compras (por ejemplo, una compra de yenes equivalente a 5 millones de USD y una venta de yenes por 7 millones de USD ascenderían a un volumen de 12 millones de USD). Eso sí, el BIS presenta las cifras de volumen limpias de la posible doble contabilización que podría darse cuando una misma operación es informada por dos bancos a la vez.

Además de este volumen, lo importante es la presencia de cada moneda como contraparte en el total de transacciones. Por cada transacción hay dos contrapartes o «patas» que forman el par de divisas intercambiadas. Cuando se analiza la participación del dólar como una de las contrapartes en el total de transacciones (gráfico 21) se comprueba que está presente en el 87% en 2013. Para el mismo año la participación del euro fue del 33,4%, habiendo caído del 37,9% en 2010.

GRÁFICO 21. PARTICIPACIÓN COMO CONTRAPARTIDA DE LAS TRANSACCIONES¹²



Fuente: BIS Triennial Central Bank Survey Foreign Exchange turnover y Dirección de Estudios y Análisis del Entorno de Repsol.

Es importante mencionar el creciente protagonismo de las monedas emergentes que, en el gráfico anterior, están agrupadas en la categoría de resto de monedas. Dentro de éstas destaca el peso mexicano y el renminbi chino cuyo incremento de operaciones y de

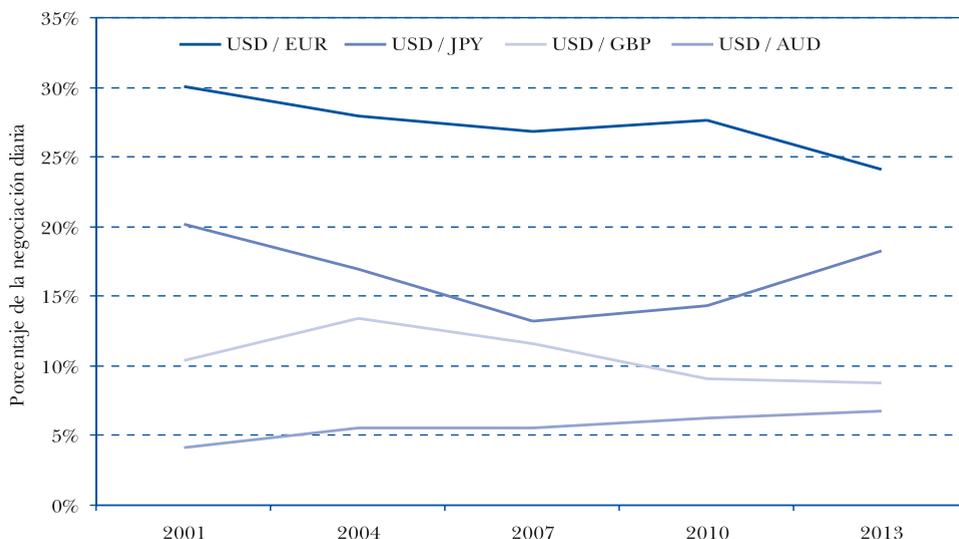
¹² Como dos monedas están involucrados en cada transacción, la suma de participaciones en monedas individuales totalizará 200%.

volumen de negociación ha aumentado considerablemente y ya están presentes en más del 2% de las operaciones. En el caso del yen japonés destaca el aumento de los últimos meses como consecuencia de la política monetaria fuertemente expansiva y condicionada a un objetivo de inflación que el Banco de Japón anunció a inicios del 2013.

Si lo que analizamos es la importancia en el total de cada par de divisas, como un «par», se comprueba que el cruce más importante es el \$/€. Analizando este cruce (gráfico 22) vemos que en 2001 el mismo tenía una participación de un 30% respecto al total de cruces, sin embargo, vemos que esta participación ha caído un 6% en 2013 situándose en un 24%. Esto en ningún caso significa que esté perdiendo relevancia ya que el crecimiento de los volúmenes de negociación mantiene una tendencia alcista en su crecimiento, aunque sí es cierto que existe nuevas divisas que están aumentando su volumen de negociación y que antes tenían una participación poco significativa.

Centrando el análisis en los restantes cruces contra el dólar americano, que son los dos siguientes en importancia en el total del mercado, tenemos que la participación de la negociación en \$/¥ ha aumentado un 4% en los últimos tres años hasta alcanzar el 18%. Mientras que en el caso de \$/£ se observa una ligera tendencia a la disminución que es contraria a la tendencia ascendente del dólar australiano.

GRÁFICO 22. PARTICIPACIÓN DE LOS PRINCIPALES PARES CONTRA EL DÓLAR

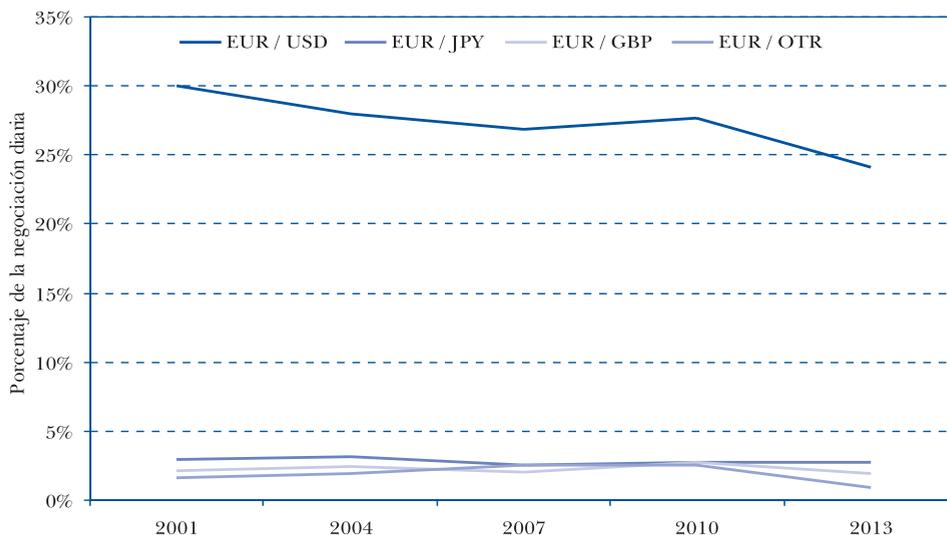


Fuente: BIS Triennial Central Bank Survey Foreign Exchange turnover y Dirección de Estudios y Análisis del Entorno de Repsol.

En lo que se refiere a los principales cruces contra el euro (gráfico 23) vemos que a excepción del dólar americano éstos se mantienen por debajo del 5% del total. Cabe destacar que tanto en los cruces contra las restantes monedas como en €/£ la participación

ha disminuido. La caída en los últimos 3 años se explica la desconfianza de los inversores en la moneda europea como consecuencia de la crisis financiera que afecta a la región.

GRÁFICO 23. PARTICIPACIÓN DE LOS PRINCIPALES PARES CONTRA EL EURO



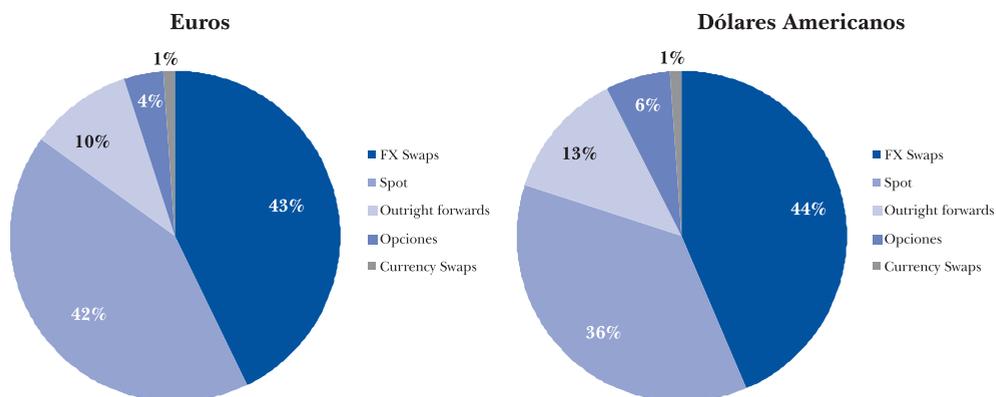
Fuente: BIS Triennial Central Bank Survey Foreign Exchange turnover y Dirección de Estudios y Análisis del Entorno de Repsol.

En cuanto a la negociación diaria por tipo de instrumento en euros (gráfico 24) vemos que en este mercado los «*FX swaps*» son los más utilizados alcanzando en 2013 el 43% de todo el volumen diario negociado, las operaciones en el mercado «*spot*» representan el 42%, mientras que los «*outright forwards*» suponen un 10%. En el caso del dólar americano la utilización de las operaciones *spot* sólo representa el 36%.

Analizando la negociación en tipo de cambio por contrapartidas (gráfico 25) a nivel global vemos que en los últimos años la categoría de «*otras instituciones financieras*»¹³ es la que más ha aportado al crecimiento del volumen superando desde el 2010 a otra categoría muy importante denominada «*reporting dealer*» que era la principal contrapartida de este mercado.

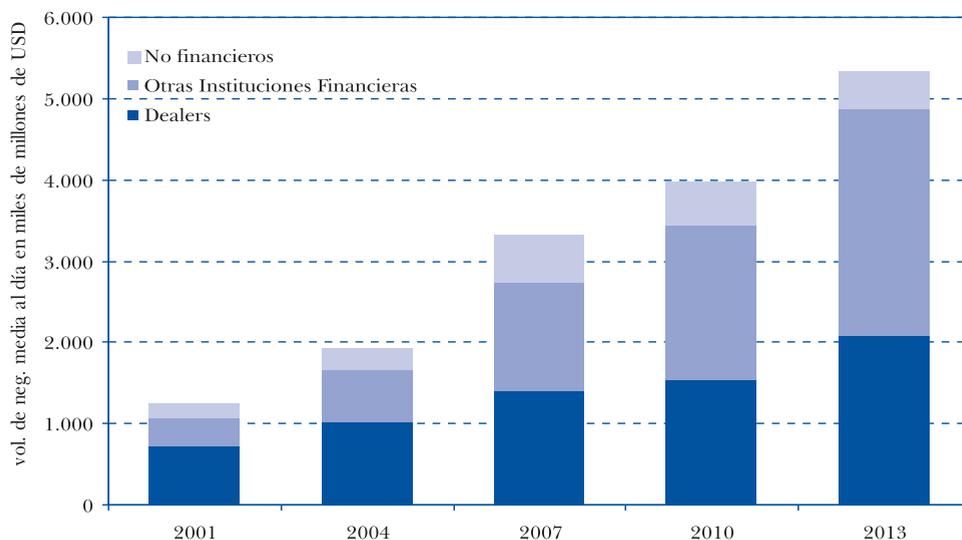
¹³ Esta categoría incluye Bancos pequeños que no actúan como dealers, inversores institucionales, gestoras de inversión alternativa (hedge funds). Además incluye bancos de inversión, fondos de pensiones, fondos de mercados monetarios, compañías de leasing, compañías de seguros, otras subsidiarias de corporaciones financieras y bancos centrales.

GRÁFICO 24. INSTRUMENTOS UTILIZADOS EN LA NEGOCIACIÓN DE TIPO DE CAMBIO



Fuente: BIS Triennial Central Bank Survey Foreign Exchange turnover y Dirección de Estudios y Análisis del Entorno de Repsol.

GRÁFICO 25. NEGOCIACIÓN DIARIA EN MERCADO DE TIPOS DE CAMBIO POR CONTRAPARTIDA



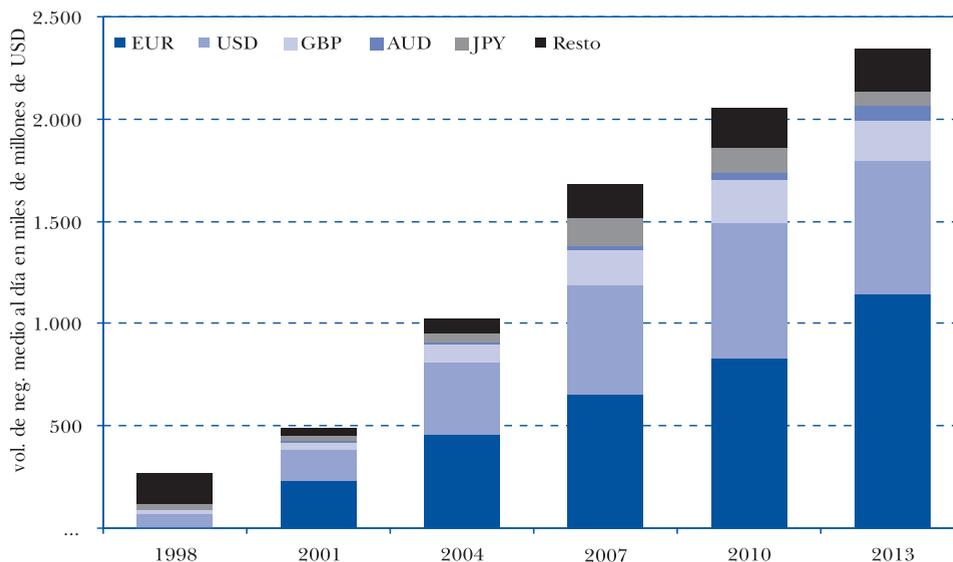
Fuente: BIS Triennial Central Bank Survey Foreign Exchange turnover y Dirección de Estudios y Análisis del Entorno de Repsol.

2.3.5. DERIVADOS DE TIPO DE INTERÉS EN MERCADOS NO ORGANIZADOS

El volumen de negociación en los mercados no centralizados (OTC por sus siglas en inglés «over the counter») de derivados de tipos de interés es de 2,34 billones dólares de

media por día en abril 2013 (gráfico 26). Lo que representa un aumento de 0,29 billones con respecto a 2010 y de 2,08 billones en relación a 1998¹⁴.

GRÁFICO 26. VOLUMEN DE NEGOCIACIÓN DIARIA EN MERCADOS OTC DE DERIVADO DE TIPOS DE INTERÉS



Fuente: BIS triennial Central Bank Survey, OTC interest rate derivatives y Dirección de Estudios y Análisis del Entorno de Repsol.

Los contratos en euros son los que mayor volumen de negocio tienen en el mercado OTC de tipos de interés, duplicando en tamaño a los contratos en dólares americanos, que representa la segunda moneda utilizada en las transacciones. Los contratos sobre tipos de interés en euros pasaron de una media diaria de 0,83 billones de dólares en 2010 a 1,15 billones en 2013. En 2001, primer año de referencia dado que el euro no existía en 1998, el volumen negociado fue sólo de 0,2 billones de dólares.

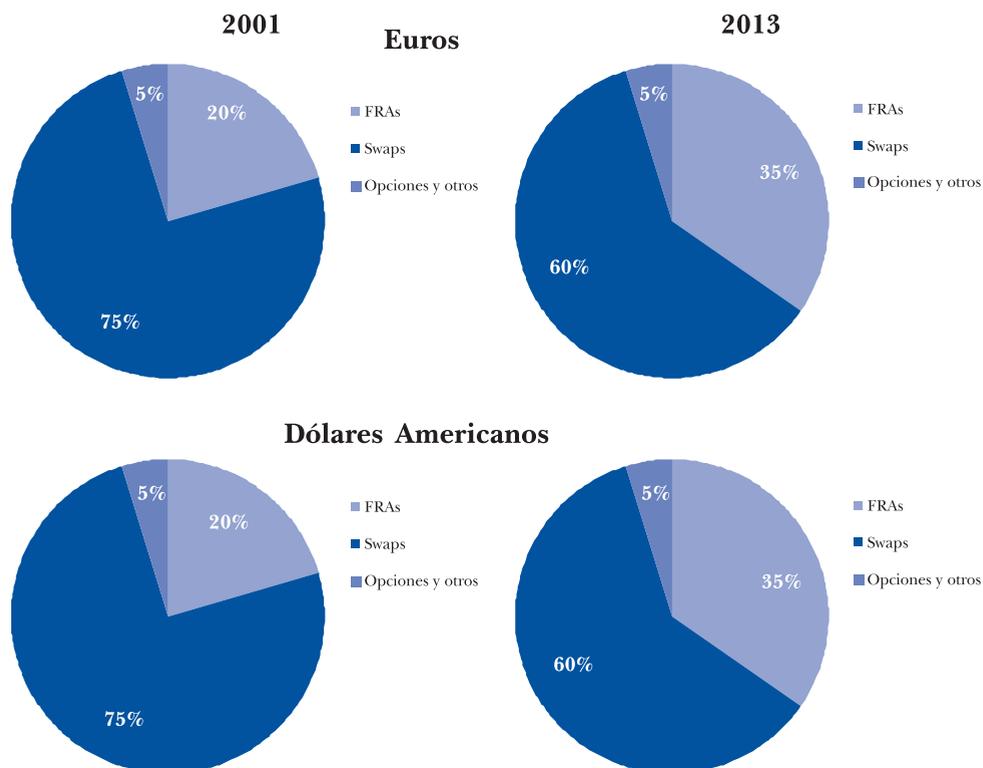
El aumento de valor de los contratos en dólares fue inferior, ya que mientras en 2010 era de 0,65 billones de dólares en 2013 fue de 0,66. La participación en 2001 en el total negociado era del 47% para los contratos en euros y del 37% para los contratos en dólares. En 2013 las transacciones en euros aumentaron levemente su participación a 49% mientras que las realizadas en dólares cayeron a 28%.

Por otra parte, se ha producido un rápido incremento de las transacciones en dólares australianos y en coronas suecas que contrasta con un menor volumen de negocio en los contratos en las otras monedas economías avanzadas (como el yen japonés y la libra

¹⁴ BIS triennial Central Bank Survey, OTC interest rate derivatives turnover in april 2013.

esterlina). También se incrementó la participación de las monedas de los mercados emergentes, especialmente del real brasilero, el rand sudafricano y el renminbi chino, aunque es importante aclarar que los niveles aún son muy bajos.

GRÁFICO 27. INSTRUMENTOS UTILIZADOS EN LA NEGOCIACIÓN DE TIPOS DE INTERÉS



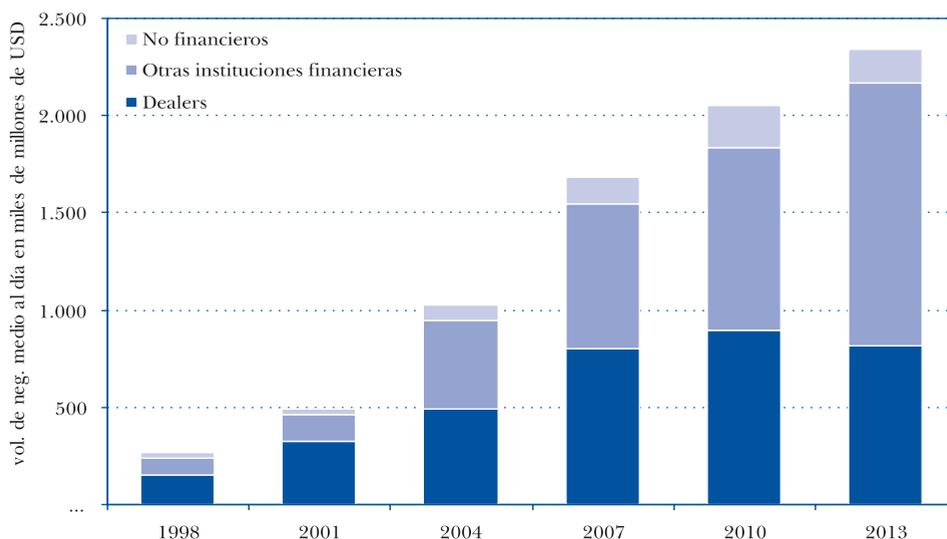
Fuente: BIS triennial Central Bank Survey, OTC interest rate derivatives y Dirección de Estudios y Análisis del Entorno de Repsol.

Dentro de los contratos de derivados sobre tipos de interés en euros (gráfico 27), el instrumento más utilizado es el intercambio de tipos de interés (*swap*), seguido por los FRAs (*Forward Rate Agreements*). Al comparar 2001 con 2013 los swaps pasaron de representar el 75% al 60% y los FRAs ganaron peso al pasar de 20% al 35%. En los contratos en dólares, los swaps también son los instrumentos más utilizados y han perdido peso en el total negociado. En 2001 los swaps representaban el 66% y en 2013 el 57%, mientras, los FRAs pasaron de 26% al 29% en el mismo periodo.

La importancia del volumen de operaciones en el mercado OTC de derivados de tipos de interés se debe enteramente a la activa negociación entre dealers y otras instituciones financieras (gráfico 28). Este volumen de negociación en 2013 fue de 1,35

billones de dólares y representó el 58% del total negociado. El 35% fueron las operaciones entre dealers, y el 7% las operaciones entre dealers y clientes no financieros.

GRÁFICO 28. NEGOCIACIÓN DIARIA EN MERCADO OTC DE TIPO DE INTERÉS POR CONTRAPARTIDA



Fuente: BIS triennial Central Bank Survey, OTC interest rate derivatives y Dirección de Estudios y Análisis del Entorno de Repsol.

2.3.6. MERCADO DE RENTA VARIABLE

Para poder hacer una comparativa de la renta variable por monedas se ha acudido a la base de datos de World Federation of Exchange¹⁵, en dicha base se incluyen los principales mercados mundiales. Se ha clasificado las distintas bolsas de acuerdo a la moneda en la cual cotizan las acciones que negocian; esta información se resume en la tabla 4 que se presenta a continuación.

Una vez clasificadas se ha tomado como parámetro de comparación la capitalización bursátil y su comportamiento histórico desde enero 1991. Esta información se presenta en el gráfico 29.

¹⁵ World Federation of Exchange (WFE) es una asociación que agrupa a 57 mercados financieros de acciones, futuros y opciones.

**TABLA 4. MERCADOS DE RENTA VARIABLE CLASIFICADOS POR MONEDAS**

EURO	DÓLAR AMERICANO	YEN
Athens Exchange	NASDAQ OMX	Japan Exchange Group - Osaka
BME Spanish Exchanges	NYSE Euronext (US)	Japan Exchange Group - Tokyo
Cyprus SE		
Deutsche Börse		
Irish SE		
Ljubljana SE		
London SE Group		
Luxembourg SE		
Malta SE		
NASDAQ OMX Nordic Exchange		
NYSE Euronext (Europe)		
Wiener Börse		

Fuente: World Federation of Exchange y Dirección de Estudios y Análisis del Entorno de Repsol.

Como vemos la capitalización bursátil de las acciones que cotizan en dólares supera los 20 billones de dólares americanos y representa prácticamente el doble de la capitalización en euros, mientras que la capitalización en yenes tiene un comportamiento bastante estable cerca de los 5 billones de dólares americanos. Si vemos el comportamiento histórico en la década de los 90's, las acciones que cotizan en dólares tuvieron un crecimiento muy fuerte, al inicio de ese periodo la capitalización estaba próxima a los 3 billones de dólares llegando en el año 2000 a superar los 16 billones, mientras que el yen japonés experimentaba una disminución del 0,18% en su volumen de contratación y las monedas europeas pre-euro experimentaban un crecimiento del 360%.

Sin embargo, si enfocamos nuestro análisis desde la fecha de creación del euro (gráfico 30), es decir desde el inicio del nuevo milenio, vemos que la capitalización bursátil de las acciones denominadas en euros en todo el mundo es la que más ha crecido.

En los tres primeros años de la década del 2000, la capitalización bursátil en las distintas monedas experimentó una caída llevando al índice a situarse cerca de los 60 puntos y ceder un 40% de su valor en el caso de los activos denominados en euros y dólares, mientras que en caso del yen esta caída fue equivalente al 50%. Este periodo de inestabilidad se explica por el efecto que tuvo la crisis asiática y de los principales países emergentes en el último lustro de la década de los noventa y por el fin de la burbuja de las compañías denominadas «.com», adicionalmente, también hay que considerar que el ataque terrorista del 11 de septiembre del 2001 a Estados Unidos tuvo un efecto recesivo sobre la bolsa americana.

GRÁFICO 29. CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL POR MONEDAS

Fuente: World Federation of Exchange y Dirección de Estudios y Análisis del Entorno de Repsol.

GRÁFICO 30. EVOLUCIÓN EN ÍNDICE DE LA CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL POR MONEDAS (2000-2013)

Fuente: World Federation of Exchange y Dirección de Estudios y Análisis del Entorno de Repsol.

Después del periodo antes comentado, pasamos a la segunda etapa de la década del 2000, que comprende el periodo entre 2003-2008 en la cual se puede decir que los activos bursátiles recuperan el terreno perdido y superan los 100 puntos en una tendencia



claramente alcista. En este período, se observa claramente que los activos bursátiles en euros experimentaron un fuerte aumento lo que le llevo a alcanzar los 250 puntos, mientras que los activos en dólares solo aumentaron aproximadamente hasta los 130 puntos. En cuanto al yen el crecimiento es similar al de euro hasta enero 2006, sin embargo, a partir de esa fecha sufre una contracción que lo devuelve a niveles próximos a 100.

En la última etapa, en el periodo comprendido entre 2008-2013, vemos que todos los activos de bolsa sufren una fuerte corrección como efecto de la crisis mundial que prácticamente los devuelve a niveles cercanos a 100. Sin embargo, la recuperación es más acelerada en el caso del euro, ya que solo un año después en 2010 recupera niveles de 200 y a pesar de los efectos negativos de la crisis financiera europea los activos denominados en esta moneda no han perdido su capitalización bursátil. En comparación, los activos denominados en dólares han experimentado una tendencia alcista que los ha llevado aproximarse a los 150 puntos mientras que los activos en yenes se han quedado anclados cerca de los 100 puntos.

El aumento del atractivo de la renta variable denominada en euros se explica por el hecho de que la introducción de la moneda única mejoró los criterios de valoración de la misma. Es decir, los esfuerzos de convergencia realizados permitieron que las expectativas de inflación y los tipos de interés de largo plazo de los distintos países miembros se acerquen a los niveles que tenía Alemania, este hecho generó que las tasas libre de riesgo (*risk free*) disminuyeran con lo cual las tasas de descuento de los flujos futuros de las compañías mejoraron el valor actual.

Sin embargo, no fue el único beneficio. El hecho de que gran parte de los activos europeos pasen a denominarse en un sola moneda disminuyó el coste de gestión de riesgo de tipo de cambio, así también la libre movilidad de capitales dentro de la zona permitió unas decisiones de inversión más óptimas. Adicionalmente, el hecho de que los países miembros hicieran esfuerzos para cumplir con el tratado de Maastricht, obligó a realizar reformas estructurales que permitieron una mayor convergencia y una sincronización de los ciclos económicos, esto a su vez, se tradujo en un aumento de la correlación de los activos bursátiles europeos debido a la sincronización de los beneficios corporativos esperados (Hardouvelis et al, 2006)¹⁶.

2.4. CONCLUSIONES

Tras estudiar la evolución de los distintos mercados desde la introducción del euro se observa que se han alcanzado muchos de los objetivos planteados en el momento de adoptar la moneda única. Sin duda alguna ahora la Eurozona es mucho más que la suma de sus partes y en este sentido la implementación de la Unión Económica Monetaria (UEM) y la adopción de la moneda única han representado un salto cualitativo muy importante.

¹⁶ Gikas A. Hardouvelis, Dimitrios Malliaropoulos y Richard Priesttley. EMU and European Stock Market Integration. Chicago Journal 2006.



Los gobiernos e instituciones comunitarias han logrado convencer a los mercados de que la adopción del euro es un camino sin retorno, al responder a la crisis con más integración en la UEM garantizando una moneda única y estable. La convergencia de las economías de los países miembros y los beneficios en cuanto a financiación y coste que han logrado respaldan esta decisión.

La relevancia del Banco Central Europeo ha ido aumentando gradualmente en los últimos años y se ha puesto de relieve en la crisis. Sin duda alguna el ser responsable de la estabilidad de la segunda moneda más importante lo convierte en un actor decisivo. Es destacable su defensa a ultranza del euro, en la que destacan su provisión de liquidez temporalmente ilimitada a la banca o su programa de OMT. La política monetaria aplicada por el BCE es en parte responsable de la valoración que el euro ha ganado en los últimos años.

Refiriéndonos más en concreto al objetivo de este capítulo, es decir al crecimiento y desarrollo de los mercados financieros en euros, merece la pena resumir las conclusiones por tipo de activo intercambiado.

En los mercados monetarios la actividad interbancaria ha aumentado de 2 billones de euros en el 2000 a 9 billones de euros en 2008, máximo alcanzado previo a la crisis que se inicia en Estados Unidos. En los últimos años, la actividad interbancaria se ha contraído en 3 billones, sin embargo, la expansión del balance del banco central en 1,7 billones de euros y el aumento de los repos en 1,5 billones euros ha compensado dicha contracción.

En lo que se refiere al papel comercial vemos un vigoroso crecimiento de las emisiones desde la introducción de la moneda única. En 2003 la financiación de las empresas a corto plazo en euros superó el saldo de emisiones en dólares, alcanzando su máximo también en 2008, equivalente a 600 mil millones de euros. A partir de entonces este saldo vivo de emisiones ha caído un 50%, sin embargo, la actividad en este mercado en euros es prácticamente del mismo tamaño que en dólares. Por otra parte, la deuda pública de corto plazo en la Eurozona –que había tenido históricamente un crecimiento más modesto– a raíz de las turbulencias financieras aumentó de 400 a 800 mil millones de euros entre 2008-2011. Esta tendencia se ha corregido debido a que la incertidumbre sobre la Eurozona ha disminuido y algunos gobiernos están realizando emisiones a mayores plazos.

La importancia de los mercados de deuda, pública y privada, en la Eurozona está ligada en primer lugar a la cantidad y la calidad de las emisiones, 22 billones de dólares en deuda viva a largo plazo lo que lo aproxima a los cerca de 35 billones de dólares del mercado en EE.UU., de bonos tanto públicos como privados. La convergencia de los niveles de inflación y del gasto público impulsado por el proyecto de la UEM ha tenido también un papel importante. La credibilidad de la moneda provocó que se redujesen las primas de riesgo al tener una sola divisa y que los mercados ganasen en profundidad y liquidez, características apetecibles por los inversores.

La crisis financiera que estalló en 2008 puso fin a un periodo prolongado de abundante liquidez poniendo en serias dificultades a aquellos agentes económicos con los balances más precarios. El apetito por deuda internacional denominada en euros, en su medida amplia, cayó un 14% de 2009 a 2011, al ponerse en evidencia una masiva



infraestimación de riesgos y un entramado institucional incompleto dentro de la unión monetaria. No obstante se han hecho importantes reformas a nivel micro y macro que han puesto la supervivencia del euro fuera de toda duda y protegido su papel como segunda divisa de referencia internacional.

Otra particularidad del mercado de deuda en la zona euro es el peso las emisiones bancarias, que suponen el 90% del total, en comparación con el de EE.UU., donde un tercio de las emisiones son de empresas no financieras que acuden directamente a los mercados a corto plazo con papel comercial y a largo plazo emitiendo bonos corporativos. El euro, en el momento de su nacimiento y en la crisis de crédito, que todavía sufrimos, ha permitido que se desarrolle un mercado de deuda privada de corporaciones no financieras cada vez más importante y que actualmente crece a una tasa en torno al 10% interanual.

En los mercados de tipo de cambio el cruce más importante es el Euro-dólar. La moneda más negociada es el dólar con un 87% de participación considerando la suma del total de ambos pares intercambiados, la segunda moneda más negociada, es el euro que históricamente tenía una proporción del mercado de 38%, sin embargo, ha cedido participación en los últimos años al caer al 33% como efecto de la crisis del euro. A pesar de esto, el hecho de que gobiernos, bancos centrales, fondos de pensiones, fondos soberanos, y otros hayan aumentado su posiciones en activos denominados en euros hace pensar que según se supere la recesión en la eurozona, la moneda única, aumentará nuevamente su importancia en los mercados cambiarios.

Los contratos sobre tipos de interés negociados en mercados no organizados en euros son los que mayor volumen de negociación han alcanzado, superando la negociación en dólares americanos. Los contratos sobre tipos de interés en euros pasaron de una media diaria de 830 mil millones de dólares en 2010 a 1,15 billones en 2013. En 2001, primer año de referencia, el volumen negociado fue sólo de 0,2 billones de dólares. El fuerte crecimiento de la actividad de negociación en tipos de interés en euros se explica por la importancia del sector bancario europeo cuya gestión de riesgo de mercado es intensiva en la utilización de dicho instrumento.

En lo que se refiere a la renta variable la capitalización bursátil de las acciones que cotizan en dólares supera los 20 billones de dólares americanos y representa prácticamente el doble de la capitalización en euros. Sin embargo, si analizamos la tasa de crecimiento de la capitalización bursátil en dólares y euros desde el 2000 vemos que las acciones denominadas en la moneda europea han aumentado más de un 100% mientras que en dólares han crecido un 40%. De momento el dinamismo que se observa en Estados Unidos en cuanto a la generación y salida a bolsa de compañías es mayor que en la Eurozona, sin embargo, es probable que otras empresas fuera de la Zona euro tengan un interés en cotizar en una moneda más fuerte y la negociación en euros aumente.

En definitiva, el rol del euro en los mercados financieros internacionales es cada vez más importante, sin embargo, los inversores están condicionando su confianza y credibilidad a que la Eurozona asuma cambios estructurales para fortalecer el euro. El cumplimiento del pacto fiscal y la unión bancaria europea son parte fundamental de los dichos cambios estructurales que permitirán eliminar la fragmentación y de esta manera permitir que los mercados en euros continúen expandiéndose y contribuyendo así al crecimiento económico de la Eurozona.



2.5. BIBLIOGRAFÍA

- ALLEN, F.; SONG, W-L. (2005) «*Financial Integration and EMU*». European Financial Management.
- ALLEN William A. y MOESSNER Richild (2013) «*The liquidity consequences of the euro area sovereign debt crisis*». BIS: Monetary and Economic Department, working paper No. 309.
- AN RIXTEL, Adrian; GASPERINI, Gabriele (2003) «*Financial crises and bank funding: recent experience in the euro zone*». BIS: Monetary and Economic Department, working paper No. 406.
- BANCO CENTRAL EUROPEO (2012) «*Target Annual Report 2011*». Mayo 2012.
- BANCO CENTRAL EUROPEO (2012) «*Euro Money Market Survey and Study*». Septiembre 2012.
- BANCO CENTRAL EUROPEO (2013) «*Financial integration in Europe*». Abril 2013.
- BANCO CENTRAL EUROPEO (2013) «*The international role of the euro*». Julio 2013.
- BARTH, J.; PRABHA A.; YUN G. (2012) «*The eurozone financial crisis: Role of interdependencies between bank and sovereign*». Journal of Financial Economic Policy, vol. 4(1).
- BIS (2013) «*Triennial Central Bank Survey: Foreign exchange turnover in April 2013 preliminary result*». BIS: Monetary and Economic Department.
- BIS (2013) «*Triennial Central Bank Survey: OTC interest rate derivatives turnover in April 2013 preliminary result*». BIS: Monetary and Economic Department.
- BLUNDELL-WIGNALL, A. (2012) «*Solving the financial and sovereign debt crisis in Europe*». OECD Financial Market Trends, vol. 2011(2).
- BORNHORST, F.; MODY A.; OHNSORGE F. (2012) «*The Eurozone: A crisis foretold?*» IMF Working Paper.
- CARUANA, J.; AVDJIEV S. (2012) «*Sovereign credit worthiness and financial stability: An international perspective*». Banque de France Financial Stability Review.
- COMISIÓN EUROPEA (1999) «*Servicios Financieros: Aplicación del marco para el plan de acción de los mercados financieros*». Comunicado de la Comisión.
- COMISIÓN EUROPEA (2005) «*Financial Services Policy 2005-2010*». Bruselas: Libro Blanco de la Comisión.
- COMITÉ DE SUPERVISIÓN BANCARIA DE BASILEA (2011). «*Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems*». Edición revisada, Junio 2011.
- EURIBOR-ACI THE FINANCIAL MARKETS ASSOCIATION (2003) «*The Short Term paper market in Europe*». EURIBOR-ACI Short-Term European Paper Task Force.
- FENDER, I.; MCGUIRE P. (2010) «*European banks' US dollar funding pressure*». BIS Quarterly Review, Junio 2010.
- GALATI, Gabriele; WOOLDRIDGE, Phil (2006) «*The euros as a reserve currency: a challenge to the pre-eminence of the dollar?*». BIS: Monetary and Economic Department, working paper No. 2018.



- GALATI, Gabriele; WOOLDRIDGE, Phil (2006) «*The impact of the euro on Europe financial markets*». BIS: Monetary and Economic Department, working paper No. 100.
- GEORGOUTSOS, D. A.; MIGIAKIS, P. M. (2010) «*European sovereign bond spreads: monetary unification, market conditions and financial integration*». Bank of Greece Working Paper.
- GIANNONE, Domenico; et al. (2012). «*The ECB and the interbank market*». BCE, working paper No. 1496.
- GOURINCHAS, Pierre O.; JEANNE Olivier (2012) «*Global safe assets*». BIS: Monetary and Economic Department, working paper No 399.
- IMF (2011) Chapter 2: Long term investors and their asset allocation: Where are they now? «*Global Financial Stability Report September 2011: Grappling with Crisis Legacies*». Washington: International Monetary Fund, pág. 55-102.
- IMF (2012) «*Global Financial Stability Report*». October 2012.
- IMF (2013) «*Global Financial Stability Report*». October 2013.
- MALCOLM, Kyla; TILDEN, Mark; WILSDON, Tim (2009) «*Evaluation of the economic impacts of the Financial Services Action Plan*». CRA International para la Comisión Europea.
- PAGANO, Marco; VON THADDEN, Ernst L. (2011) «*The European bond markets under EMU*». Oxford Review of Economic Policy.
- PETRESKI, Marjan (2007) «*Is the Eurozone and optimal currency area?*». Euro College-University Studies in Kumanovo, Business Administration and Economics Department, Lecturer in International finance, Monetary policy and banking.
- PHILIPPAS, D.; SIRIOPOULOS, C. (2013) «*Money Markets' Factors in Euro Area and EMU Government Bond Market Convergence*». Working Paper.
- PORTES, R (2012) «*The Eurozone crisis – April 2012*». Mimeo.
- POZZI, L.; WOLSWIJK, G. (2012) «*The time-varying integration of euro area government bond markets*». European Economic Review.
- STANDARD & POOR'S (2012) «*ECB loans reduce the risk of a funding crisis, but won't stop banks from reducing loan growth*». Global Credit Portal Ratings Direct.
- VÁZQUEZ, F.; FEDERICO P. (2012) «*Bank funding structures and risk: Evidence from the global financial crisis*». IMF Working Paper, no WP/12/29.
- WORLD FEDERATION OF EXCHANGE (2013). «*2012 WFE Markets Highlights*». Enero 2013.



3. ¿SE HA REDUCIDO LA FRAGMENTACIÓN FINANCIERA EN LA ZONA EURO?

JOSÉ RAMÓN DÍEZ GUIJARRO¹

3.1. INTRODUCCIÓN

Casi década y media después del nacimiento de la moneda única, la fragmentación financiera continúa siendo uno de los principales problemas de la zona euro, pues refleja las carencias estructurales con los que nació la unión monetaria y, a su vez, constituye uno de los principales obstáculos a una adecuada transmisión de la política monetaria. De hecho, tras los avances de principios de la pasada década, la crisis financiera global (2007) y, sobre todo, la de la deuda soberana europea (finales de 2009) terminaron propiciando un aumento de la fragmentación financiera en Europa o, lo que es lo mismo, un proceso de renacionalización del ahorro. Este proceso se agudizó desde mediados de 2011 hasta el verano de 2012, cuando los mercados descontaron con una elevada probabilidad la ruptura del euro. Sólo las subastas de liquidez a tres años del BCE (LTROs), las declaraciones de Mario Draghi en julio de 2012 incidiendo en la capacidad del banco central para acabar con la especulación sobre el futuro del euro y, posteriormente, el anuncio de un nuevo instrumento de política monetaria (OMT) para ayudar a los países que soliciten ayuda, permitieron reducir la fragmentación en la mayoría de mercados financieros minoristas y mayoristas, al disminuir de manera muy importante el riesgo de redenominación.

De esta manera, la noticia positiva es que se detecta una importante mejora en el proceso de integración financiera en la UEM desde el verano de 2012. Y, por tanto, parece que las dudas sobre el futuro de la moneda única se están reduciendo de manera importante. Sin embargo, los avances en determinados segmentos del mercado son todavía insuficientes, están muy alejados de los niveles propios de una unión monetaria y reflejan las dificultades que está teniendo la transmisión de la política monetaria en la región. El resultado es que, dentro de la UEM, el ahorro no se mueve con criterios de búsqueda de la mayor rentabilidad, con la consiguiente pérdida de crecimiento potencial, algo de lo que no vamos sobrados en el proyecto europeo. Esto perjudica a los países tradicionalmente «importadores» de ahorro externo (principalmente periféricos), pero también a los del norte de Europa, con un sistema financiero con problemas de rentabilidad. Además, el papel que está jugando la autoridad monetaria europea a la hora de redis-

¹ Director del Servicio de Estudios de Bankia, Profesor Asociado de Economía – IE Business School y CUNEF.



tribuir la liquidez dentro de la zona euro puede estar distorsionando esa aparente normalización de los mercados.

Para valorar hasta qué punto se ha parado el proceso de renacionalización del ahorro, empezaremos analizando la evolución del riesgo sistémico, como variable que puede aproximar el riesgo de ruptura del euro; seguiremos valorando la situación de los mercados mayoristas de financiación, verdadera sala de máquinas que mueve el engranaje de la financiación en la UEM; continuaremos por los mercados de deuda pública; y terminaremos con la situación en los mercados minoristas de financiación.

3.2. ¿QUÉ ENTENDEMOS POR INTEGRACIÓN FINANCIERA?

La integración financiera en un área monetaria supone que, con independencia de su ubicación geográfica, los agentes económicos pueden acceder a las diferentes fuentes de financiación en condiciones comparables. Es decir, son el riesgo sectorial o el propio de la compañía los que determinarán las condiciones de su financiación y no el riesgo país. Por tanto, sólo con un nivel elevado de integración financiera podemos avanzar hacia un mercado único y más eficiente.

Las principales características de un mercado integrado son:

- a) Todos los participantes están sujetos a una regulación común;
- b) Se cumple la ley del precio único, es decir, el tipo de interés de productos homogéneos (en vencimiento, riesgo, etc.) debe ser idéntico con independencia de su país de origen;
- c) Se produce una elevada negociación *cross-border*, es decir, entre miembros de los diferentes países que integran el mercado único; y
- d) No se detecta un sesgo doméstico en las carteras de los inversores, sobre todo institucionales, es decir, que no es mayor el peso en ellas de los activos emitidos por entidades del mismo país de origen.

3.3. ¿POR QUÉ ES IMPORTANTE AVANZAR EN EL GRADO DE INTEGRACIÓN FINANCIERA?

No es necesario demostrar, a estas alturas, la interrelación que hay entre un mayor grado de integración financiera, el desarrollo de los mercados financieros y su apoyo a un mayor crecimiento económico. De hecho, el FMI acaba de referirse a la fragmentación en la zona euro como uno de los riesgos sobre su escenario base para los dos próximos años.

Sin carácter exhaustivo, las siguientes son algunas de las ventajas que se pueden alcanzar a medida que se avanza en la integración financiera entre diferentes mercados:

- a) A mayor integración se logra mayor tamaño de mercado, mayor liquidez, más profundidad y, a la postre, una formación de precios más eficiente;



- b) Permite el acceso a más y a nuevas fuentes de financiación;
- c) Permite el acceso a una gama más amplia de activos financieros en los que invertir, ampliándose las posibilidades de diversificación de riesgos en las carteras de los agentes;
- d) Fomenta una mayor competencia entre los participantes en el mercado;
- e) Estimula el proceso de innovación constante en los mercados financieros;
- f) Contribuye a una instrumentación más eficaz de la política monetaria;
- g) Un nivel adecuado de integración es esencial para un uso más eficiente del capital, lo que redundará en una mayor competitividad de la economía.

No obstante, la crisis financiera, cuyos efectos aún padecemos, nos ha recordado que una mayor integración financiera también conlleva ciertos riesgos como, por ejemplo, una ampliación del efecto contagio a un área económica mayor, así como un aumento de la velocidad a la que se pueden transmitir los shocks entre países y entre mercados, como acaba de demostrar el FMI en su último World Economic Outlook².

3.4. EL PRINCIPAL ENEMIGO DE LA INTEGRACIÓN FINANCIERA

No existe ninguna duda de que una crisis con la dimensión sistémica de la actual es una grave amenaza para el proceso de integración financiera en la UEM y, por tanto, para el futuro del propio euro. El consenso sobre este aspecto ha llevado a que diferentes instituciones y organismos internacionales estén dedicando esfuerzos a la identificación, medición y vigilancia del nivel de riesgo sistémico existente en el sector financiero. En esta línea, el BCE ha desarrollado un indicador de riesgo sistémico denominado «CISS», acrónimo en inglés de *Composite Indicator of Systemic Stress*. Es un indicador agregado que se construye tomando quince indicadores concretos de cinco segmentos de mercado: mercado de divisas, mercado de dinero, mercado de deuda pública, mercado de valores (bolsa) y mercado de financiación bancaria. Cada uno de esos indicadores trata de medir el nivel de estrés financiero, la existencia de asimetrías de información y las situaciones de huida hacia activos considerados de calidad.

Lo que hace el CISS es mostrar los momentos en los que la tensión en los mercados financieros es más elevada. Es, por tanto, una forma indirecta de señalar cuándo el proceso de integración financiera está expuesto a mayores presiones «centrífugas». En el gráfico 1 se puede observar que a lo largo de los últimos años el nivel de riesgo sistémico se ha mantenido en niveles altos, con un máximo en 2009 y otro pico importante en 2011. En los últimos meses, sin embargo, el nivel de riesgo sistémico ha descendido hasta los niveles previos a la crisis. Por tanto, a juzgar por la evolución del indicador de riesgo sistémico, la probabilidad de redenominación ha pasado a ser poco significativa.

² International Monetary Fund, 2013, World Economic Outlook (October): «Dancing Together? Spillovers common shocks, and the role of financial and trade linkages».

GRÁFICO 1. INDICADOR DE RIESGO SISTÉMICO

Fuente: BCE.

3.5. INDICADORES DEL GRADO DE INTEGRACIÓN FINANCIERA EN LOS MERCADOS FINANCIEROS

Concretando en el caso de los mercados financieros, como ya se ha dicho, hablar de integración supone que se debe cumplir la ley del precio único, que implica que dos activos con riesgo comparable y que generan la misma corriente de flujos de caja, tanto en su cuantía como en su calendario, deben tener el mismo precio con independencia de la ubicación geográfica del comprador/suscriptor o emisor/vendedor. A partir de esta premisa, para medir el grado de integración financiera de un mercado se puede recurrir a la comparación del precio o del retorno de activos iguales pero que se emiten o negocian en mercados o países diferentes.

Hay que advertir que si hay diferencias en el precio o rendimiento de dos activos iguales negociados en distintos mercados o países puede deberse a otras causas distintas de la falta de integración como, por ejemplo, la existencia de barreras legales a la libre circulación de capitales, o a la existencia de diferentes normas contables, fiscales o de auditoría, así como marcos jurídicos distintos para los casos de quiebra y, desde una perspectiva más amplia, un distinto grado de «desarrollo» de su sistema judicial.

Dicho lo anterior, hay que señalar que los indicadores para medir el grado de integración se pueden clasificar en tres tipos principales:

- Indicadores basados en cantidades: por ejemplo, el volumen de operaciones transfronterizas entre países miembros de la unión en relación al total, la evolución del tamaño de un mercado, la evolución de los volúmenes negociados, etc.



- b) Indicadores basados en precios: cotizaciones bursátiles, tipos de interés, diferenciales entre rendimientos, coeficientes de correlación entre precios y otras medidas estadísticas, etc.
- c) Otros indicadores como la cuota de mercado de los operadores extranjeros en el mercado nacional, la importancia de las fusiones transfronterizas en el total, el sesgo doméstico en la composición de las carteras, por poner algunos ejemplos de los indicadores más frecuentemente utilizados.

En los apartados siguientes se exponen algunos de los más relevantes, tanto de los mercados monetarios como de deuda, explicando su interpretación y analizando su evolución.

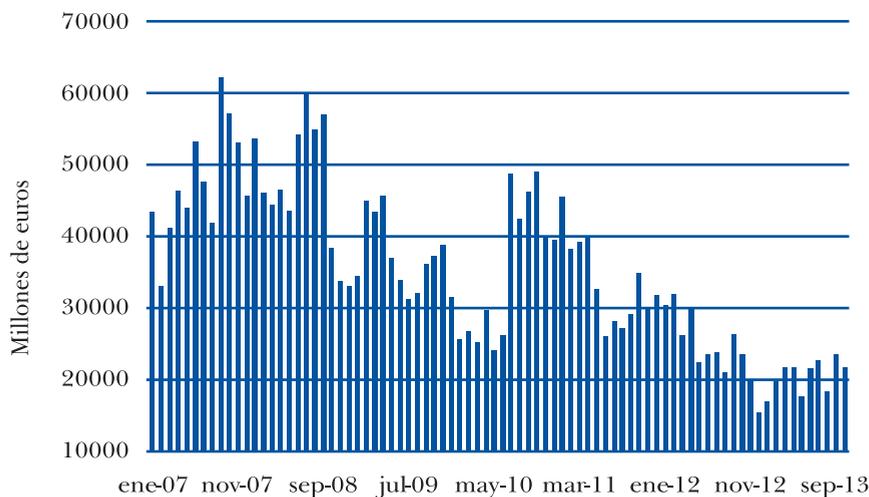
3.5.1. MERCADOS MONETARIOS

Actividad en el mercado interbancario

El mercado interbancario de depósitos es un mercado en el que las entidades bancarias prestan y toman prestado fondos a plazos que van desde un día hasta 12 meses. Se trata de operaciones sin más garantía que la propia de las entidades que intervienen, es decir, sin garantías adicionales. Se trata, por tanto, de un mercado en el que la confianza entre los intervinientes es básica para su funcionamiento. Como esta confianza está directamente relacionada con la información sobre la contrapartida, desde el inicio de la crisis se ha producido una importante caída en su actividad. De hecho, es uno de los ejemplos más claros de la renacionalización de un segmento del mercado, debido a problemas de información asimétrica y selección adversa. En un contexto de crisis financiera, con fuerte repunte del riesgo de liquidez y de solvencia por parte de la contrapartida, este mercado se resiente y sufre una fuerte caída en su volumen de negocio. Y la actividad vuelve a concentrarse dentro de cada país. El problema es que constituye un mercado esencial para la redistribución de la liquidez dentro de la zona euro y, por tanto, volver a niveles de «normalidad» es condición necesaria para una correcta transmisión de la política monetaria. Los pasos hacia la unión bancaria, el «balance sheet assesment» del BCE y el posterior «stress-test» deberían contribuir a ello gracias a una mayor transparencia e información en las contrapartidas del mercado, aunque también existen opiniones de que este mercado nunca volverá a funcionar con normalidad.

Por el momento, la negociación del mercado interbancario muestra tan sólo leves signos de mejora (gráfico 2); sus volúmenes se sitúan en torno a los 20.000 millones de euros de media diaria, aún muy inferiores a los que se registraban con anterioridad al inicio de la crisis (50.000 millones) y sólo algo por encima de los mínimos de 2012.

GRÁFICO 2. NEGOCIACIÓN INTERBANCARIO A 1 DÍA
Dato medio mensual



Fuente: Bloomberg.

Actividad en el mercado de repos

El mercado de repos *–repo market–* es parecido al interbancario de depósitos pero con una diferencia importante, ya que éste sí tiene un activo que actúa como garantía de la operación, por tanto está menos expuesto a los problemas de pérdida de confianza. Sin embargo, permite extraer algunas señales muy interesantes desde el punto de vista de la confianza entre los agentes. Por un lado, es un mercado que se ha beneficiado de una mayor actividad al atraer a aquellos intervinientes que no podían o no querían operar en el interbancario. Por otro lado, el análisis de los activos que se utilizan como garantía (colateral) también permite extraer algunas conclusiones interesantes sobre la mayor o menor confianza que suscitan cierto tipo de activos (según su emisor). Y, finalmente, la propia forma de gestionarse que tienen las Cámaras de Contrapartida Central (CCP por su siglas en inglés) también proporciona señales muy contundentes sobre la confianza que ellas mismas tienen en ciertos miembros de este mercado, ya que la escrupulosa gestión del riesgo financiero que asumen les puede llevar, incluso, a limitar el acceso a determinadas entidades al mercado o a decretar la no aceptación de ciertos activos como garantía colateral.

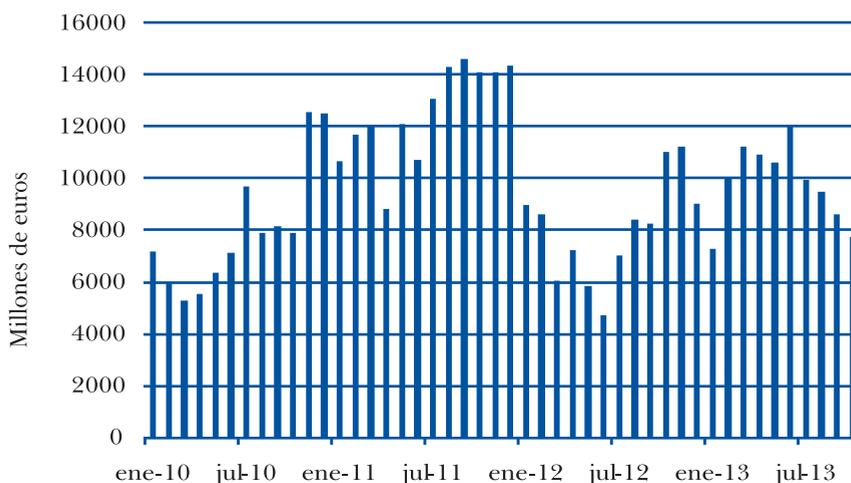
En las primeras fases de la crisis, al cerrarse el interbancario, gran parte de la actividad se desplazó a las Cámaras de Contrapartida (gráfico 3) por las mayores garantías que ofrece, provocando que la operativa se duplicase desde inicios de 2010 hasta los últimos meses de 2011; posteriormente, al agudizarse la crisis, se produce una reducción de dicha actividad cercana al 70% en tan sólo dos meses por un doble motivo: i) la intervención del BCE con las operaciones de inyección de liquidez a tres años que, al fin y al



cabo, «sustituyó» al propio mercado como fuente de financiación, y ii) ciertas entidades vieron limitado su acceso al mercado de repos por la pérdida de confianza hacia ellas y, también, hacia la deuda pública que aportaban como colateral (principalmente, de su país de origen). Abundando en esto último, las «líneas de defensa³», con que se han dotado estas Cámaras para hacer frente a situaciones potenciales de impago de una contrapartida, no han evitado que una actitud de «excesivo» celo por su parte tenga como consecuencia una mayor severidad hacia determinados participantes y algunos colaterales, que se tradujo en una limitación en el volumen de operaciones permitido. El punto álgido de esta postura restrictiva por parte de las Cámaras se alcanzó en julio de 2012, precisamente cuando el riesgo de redenominación se situó en máximos.

Finalmente, la moderación de la desconfianza hacia ciertas entidades financieras y hacia la deuda de algunos países periféricos utilizada como colateral ha permitido una recuperación de los volúmenes de negocio aunque sin alcanzar los máximos registrados en el último trimestre de 2011. El problema de las Cámaras de Compensación es que sus accionistas no están dispuestos a asumir los riesgos en momentos de máxima incertidumbre y terminan penalizando a entidades y garantías de forma a veces arbitraria y escasamente eficiente. Este segmento de mercado es uno de los que, en términos de eficiencia en la transmisión de la política monetaria, tendría mayor margen de mejora, aunque exigiría una mayor implicación del BCE (garantías para limitar pérdidas potenciales de los accionistas) que probablemente no está dispuesto a asumir.

GRÁFICO 3. NEGOCIACIÓN REPO A 1 DÍA EN EUREX
Dato medio mensual



Fuente: Bloomberg.

³ En el caso de Eurex, su valor agregado se estima en 4.500 millones de euros que, sumados a los 250 millones que alcanza su capital, hay que poner en relación con una posición abierta que, por ejemplo, en agosto superó los 190.000 millones.

Diferencial entre los tipos repo

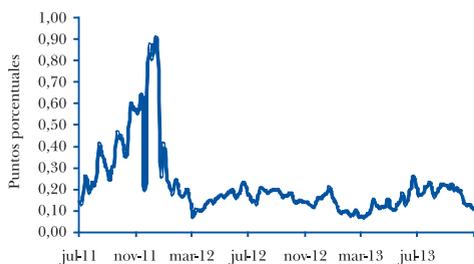
En la operativa repo intervienen dos factores que determinan el coste de la operación. Por un lado, el tipo de interés del repo, que depende de la solvencia de la parte que toma la liquidez, y, por otro, la calidad del activo aportado como garantía de la operación, ya que una baja calidad incide en la obtención de una menor liquidez debido a la exigencia por parte de la Cámara de Contrapartida de una garantía mayor.

En circunstancias normales, los tipos de interés negociados en el mercado de repos están muy cercanos unos de otros, sin penalizarse la residencia de las partes o el origen de los activos aportados como garantía. Sin embargo, en momentos de tensión como los vividos en los últimos años, la desconfianza hacia las entidades que proceden de ciertos países provoca que se les exijan tipos de interés más elevados, al tiempo que, según los activos que aporten, se les pueden pedir mayores garantías o, incluso, no aceptar aquellas con un origen determinado.

La mejor muestra de ello es el fuerte aumento que experimentaron los tipos de interés de los repos a los que se financiaban los países periféricos en el segundo semestre de 2011 (gráfico 4), en un contexto de fuertes tensiones de liquidez y de un endurecimiento de las condiciones en los mercados mayoristas de financiación, hasta el punto que los propios gobiernos de dichos países sufrían serias dificultades para financiarse. La actuación del BCE, proporcionando financiación ilimitada a los bancos y habilitando nuevas facilidades de liquidez a muy largo plazo (3 años), permitió que se suavizaran dichas presiones, aunque aún hoy la prima exigida a una entidad «periférica» frente a otra perteneciente a un país central de la UEM continúa siendo algo elevada (+15 pb).

Donde sí se empiezan a apreciar señales de mejora es en la reducción de los haircut que las Cámaras de Contrapartida Central han venido aplicando a la deuda de los países periféricos (gráfico 5). En concreto, dicha mejora se está centrando en los activos a mayor plazo durante el último año.

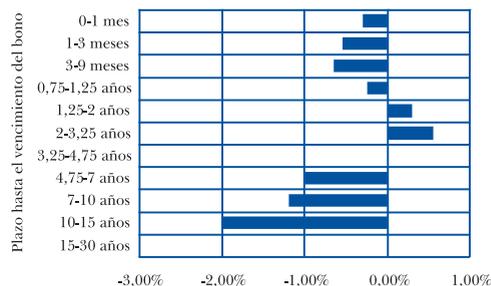
GRÁFICO 4. TIPO DE INTERÉS REPO A 1 MES
(Diferencial países periféricos y centrales UEM (*)



(*) Diferencial del tipo medio de Italia y España frente al tipo medio de Alemania y Francia.

Fuente: Bloomberg y Servicio de Estudios de Bankia.

GRÁFICO 5. VARIACIÓN DE LAS GARANTÍAS
Cambio en el porcentaje de recortes aplicado a los bonos españoles entre julio 2012 y agosto 2013



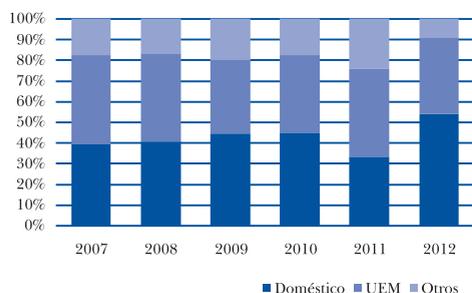
Fuente: LCH Clearnet y Servicios de Estudios de Bankia.



Contrapartida geográfica en los mercados interbancarios y de repos

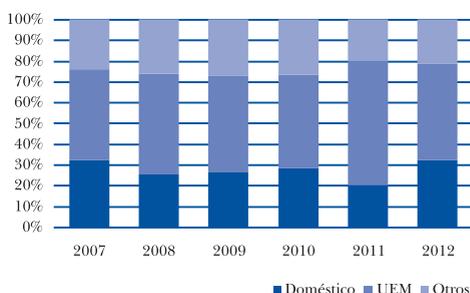
Este indicador se centra en el origen geográfico de las contrapartidas en las operaciones que se realizan en el mercado interbancario y el mercado de repos, de forma agrupada. La distinción se realiza entre países que han estado sujetos a tensiones⁴ y países que no lo han estado. La utilidad del indicador reside en que permite ver cómo en los países con tensiones las contrapartidas con el mismo origen geográfico son mayores que las de los países sin tensiones, lo que es debido a que éstos últimos son más capaces de seguir realizando operaciones transfronterizas. Así, en los países con tensiones las contrapartidas domésticas se incrementan entre 2007 y 2012 del 39% al 54% (aunque se mantuvieron bastante estables hasta 2012), mientras que en los países sin tensiones las cuotas se mantienen relativamente estables entre ambos años (gráficos 6 y 7). Por tanto, en este caso, el aumento de la fragmentación se concentra casi en su totalidad en 2012. Aunque todavía no tenemos datos de 2013, lo lógico es que el porcentaje de contrapartidas nacionales en el caso de países con tensiones hubiese retornado a los niveles de 2010/2011.

GRÁFICO 6. CONTRAPARTIDA GEOGRÁFICA DE LAS OPERACIONES EN MERCADOS MONETARIOS
Países con tensiones



Fuente: BCE.

GRÁFICO 7. CONTRAPARTIDA GEOGRÁFICA DE LAS OPERACIONES EN MERCADOS MONETARIOS
Países sin tensiones



Fuente: BCE.

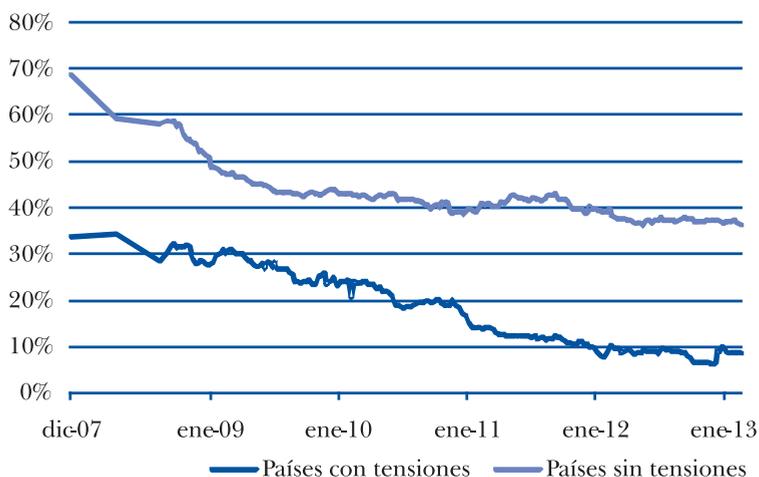
Uso de los colaterales según la nacionalidad del emisor

Según ha ido evolucionando la crisis financiera, se ha ido consolidando una tendencia entre las entidades de crédito que consiste en utilizar en las operaciones con el BCE un mayor volumen de colaterales domésticos frente a colaterales de otros países de la UEM. Esto es especialmente visible en los países que han sufrido tensiones. El mayor uso de colaterales del mismo país de origen puede tener una doble explicación: i) por el aumento del «sesgo doméstico» en las carteras de títulos de las entidades, y 2) por las emisiones que realizan las entidades y que se quedan dentro de su balance (la entidad se

⁴ Países con tensiones: Grecia, Irlanda, Portugal, Italia y España. Países sin tensiones: resto de la UEM.

compra su propia emisión) para su posterior utilización como activo de garantía. El gráfico 8 evidencia la caída en la utilización de colaterales trasfronterizos, tanto en los países sin tensiones como en los que las han tenido, aunque el peso en los primeros casi cuadruplica el peso en los segundos a finales de 2012. Además, mientras el porcentaje se mantiene bastante estable en los países sin tensiones desde finales de 2010, en los países con tensiones se reduce a casi la mitad desde finales de 2010 a finales de 2012. Tampoco en este caso tenemos información reciente, pero en los últimos meses de 2012 se registra un ligero aumento del uso de colaterales no domésticos en los países con tensiones, desde niveles impropios de una unión monetaria (10%).

GRÁFICO 8. USO DE COLATERALES NO DOMÉSTICOS EN OPERACIONES CON EL SEBC



Fuente: BCE.

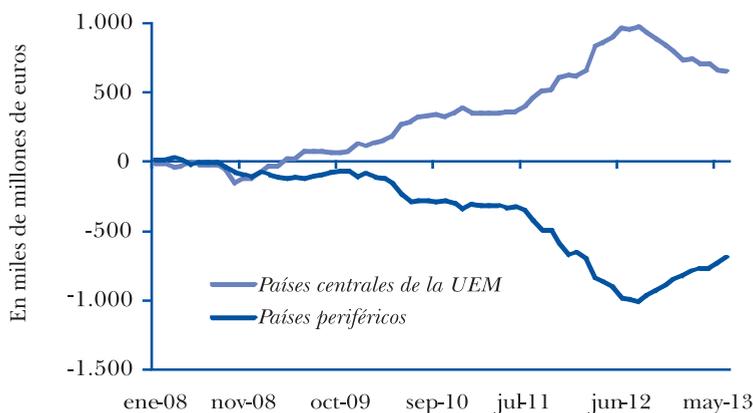
Saldos en el Target por países

El Target2 es un sistema de pagos interbancarios en tiempo real que liquida transferencias trasfronterizas. Principalmente, se centra en la liquidación de operaciones de política monetaria y del mercado monetario. Los pagos y abonos de los agentes de un país tienen reflejo en los balances de las entidades financieras y éstos en el banco central a través de sus cuentas corrientes. Si la economía tuviese un déficit externo y, por tanto, necesidad de financiarse en el exterior y no pudiese hacerlo e, incluso, se produjese un proceso de salida de capitales, ello provocaría un saldo negativo del banco central que financiaría en el Eurosistema. Ello generaría un saldo deudor frente al resto de bancos centrales de la eurozona. Por ello, es un indicador muy potente del grado de fragmentación/integración del mercado, pues elevados saldos deudores/acreadores mostrarían que no fluye la liquidez entre las economías de la región, haciendo necesario su ajuste en el Eurosistema.



El gráfico 9 refleja la fuerte acumulación de desequilibrios entre los dos bloques de países del euro, los denominados «core» y los periféricos. Desde una situación de cuasi equilibrio en 2009, el deterioro de las condiciones de acceso a financiación de los países periféricos y el flujo de desinversión de los no residentes en activos de estos países condujeron a un máximo en los saldos acreedores (en los países «core») y en los deudores (países periféricos) de casi un billón de euros a mediados de 2012. Desde entonces la mejora es apreciable, habiéndose reducido un 30%, a pesar de lo cual sigue reflejando una posición frágil para los periféricos. España, en concreto, tiene un saldo deudor de 281 mil millones de euros, un 35% inferior al máximo alcanzado en agosto de 2012. Este es el indicador que mejor sintetiza las mejoras en la integración financiera europea en los últimos meses.

GRÁFICO 9. BALANCE NETO CON EL EUROSISTEMA



Fuente: Bancos centrales y Servicio de Estudios de Bankia.

3.5.2. MERCADOS DE DEUDA

Dispersión en las primas de los CDS de los bonos soberanos según países

Las primas de los CDS reflejan el riesgo de impago del emisor del crédito subyacente, pero también se pueden considerar como una *proxy* del coste de financiación del mismo. Por ejemplo, un CDS a 5 años sobre un emisor concreto reflejará la probabilidad de impago de éste; por otro lado, si aumenta la prima del CDS de ese emisor podemos entender que aumenta su coste de financiación (si baja la prima del CDS se entiende que baja el coste de financiación).

La utilidad de este indicador, por tanto, reside en que, al medir el grado de dispersión de las primas de los CDS nos transmite una idea sobre el grado de dispersión de los costes de financiación de emisores comparables. Conviene aclarar, no obstante, que parte de las diferencias, cuando se producen, pueden venir explicadas por una desigual evolución de la calidad crediticia del emisor.

En el gráfico 10 se observa perfectamente que, antes de que se iniciara la crisis de la deuda periférica de la UEM, la dispersión de las primas de los CDS era inferior a 50 pb, disparándose desde 2010 hasta niveles superiores a 400. No será hasta el lanzamiento de las inyecciones de liquidez a largo plazo del BCE, a finales de 2011 y principios de 2012, cuando empiece a reducirse, hasta situarse hoy en torno a 130 pb, niveles notablemente más bajos, pero aún elevados.

GRÁFICO 10. DISPERSIÓN PRIMAS CDS PAÍSES UEM



Fuente: Bloomberg y Servicio de Estudios de Bankia.

Grado de correlación entre las tirs de los países periféricos y los «core»

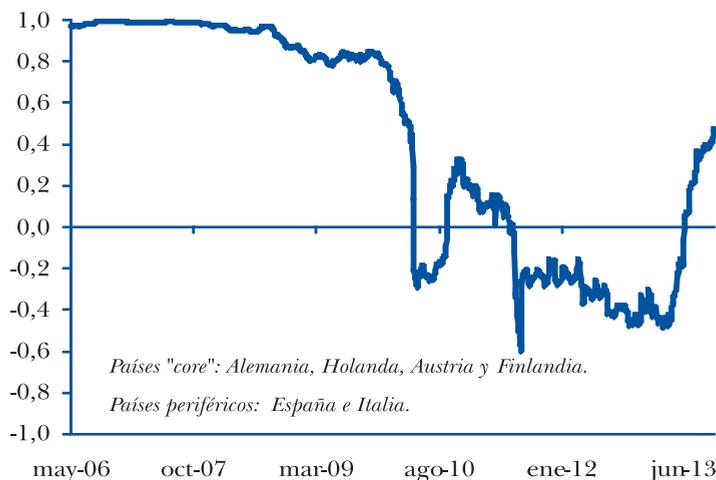
Las rentabilidades también son un excelente indicador del grado de integración o segmentación del mercado de deuda pública de la UEM. Para simplificar los cálculos, hemos agrupado en dos los países de la UEM. En el grupo que hemos llamado «periféricos» hemos incluido a España e Italia, por ser, de los países cuestionados, los que han mantenido en todo momento presencia emisora en el mercado. En el grupo que hemos denominado «core», incluimos a Alemania, Finlandia, Holanda y Austria. La tir de cada grupo la hemos construido ponderando la de cada integrante atendiendo a su PIB.

En un mercado integrado, el grado de correlación debe ser alto, superior a 0,90, mientras que en momentos de tensión, la correlación tenderá a disminuir, reflejando un comportamiento más independiente de los bonos y, por tanto, una mayor fragmentación. Así, por ejemplo (gráfico 11), antes de la crisis el grado de correlación era muy próximo a uno, es decir, se comportaban prácticamente igual un bono italiano o español que un bono alemán. Con el desarrollo de la crisis esta situación se rompió, perdieron correlación e, incluso, durante un largo periodo se movieron en sentidos opuestos (correlación negativa). Hay que advertir, no obstante, que en los últimos meses se ha pro-



ducido un cambio significativo, volviendo a aumentar la correlación entre las rentabilidades de los países «core» y los de la periferia, aunque sin llegar a los niveles de 2007. Sólo la reducción de los desequilibrios fiscales en la zona euro y la existencia de un prestamista de última instancia (como la FED en EEUU) permitirían recuperar niveles de correlación propios de una unión económica y monetaria.

GRÁFICO 11. CORRELACIÓN TIRES DEUDA «CORE» Y DEUDA PERIFÉRICA



Fuente: Bloomberg y Servicio de Estudios de Bankia.

Inversión en títulos de renta fija emitidos por entidades de otros países de la UEM

La mayor o menor inversión por parte de los inversores institucionales de la UEM en títulos de deuda pública y privada de emisores de otros países de la región es otro indicador muy útil para observar la mejora o deterioro en el grado de integración de un mercado.

El punto de partida del análisis consiste en que, en un contexto de menor integración, lo que se observará es una reducción de la presencia de dichos títulos en la cartera de los inversores o, como se ha denominado, se producirá una «renacionalización» de las inversiones de cartera. Por el contrario, en un mercado integrado, tiende a perder importancia la «nacionalidad» del emisor de los títulos, prestándose mayor atención al resto de parámetros que afectan a su solvencia y rentabilidad.

Como puede observarse en los gráficos 12 y 13, a medida que el mercado europeo de valores avanzó en su integración, fue aumentando el peso de los activos procedentes de otros países de la región en detrimento de los activos domésticos, mientras que los activos del «resto del mundo» no experimentaron grandes variaciones. Así, un año antes del inicio de la crisis, el peso de los bonos públicos y privados de otros emisores de la UEM llegó a representar el 40% de la cartera total de renta fija en el caso de las Instituciones Financieras Monetarias (IFM) y el 45% en el caso de los fondos de inver-

sión. Sin embargo, a partir del inicio y posterior recrudecimiento de la crisis, se puso en marcha una reacción opuesta consistente en el aumento de la presencia de activos del «resto del mundo» cuya contrapartida fue una disminución de la presencia de activos de la UEM, lo que se explica porque en el momento álgido de las tensiones se llegó a poner en cuestión la continuidad del proyecto de unión monetaria. Esta dinámica se aprecia perfectamente en las tenencias de deuda de otros países de la UEM de las IFMs, en las que el porcentaje antes citado se redujo hasta la mitad. De igual modo, en las carteras de los fondos de inversión se visualiza perfectamente a partir de 2008, cuando las tenencias de bonos de países de la UEM se reducen más de 9 puntos porcentuales, a la vez que se aumentan en más de 17 p.p. las de bonos del resto del mundo.

Hay que hacer notar, no obstante, que los últimos datos disponibles de las series antes comentadas (finales de 2012) reflejan una estabilización, incluso una incipiente mejora. Teniendo en cuenta la mejor percepción de los inversores hacia los activos de la UEM, cabe esperar que a lo largo de 2013 se hayan empezado a revertir las tendencias negativas antes comentadas.

GRÁFICO 12. DEUDA PÚBLICA Y PRIVADA NO DOMÉSTICA DE EMISORES DE LA UEM
Peso en las carteras de las IFMs



Fuente: BCE.

GRÁFICO 13. RENTA FIJA EN FONDOS DE INVERSIÓN
Peso en las carteras %



Fuente: BCE.

3.6. INDICADORES DE FRAGMENTACIÓN EN EL SECTOR BANCARIO

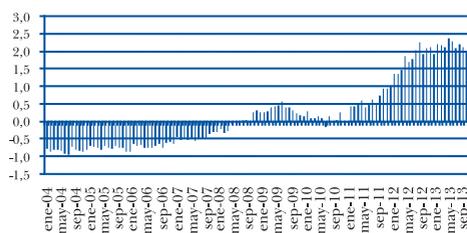
3.6.1. PRÉSTAMOS

Como era de esperar, el fenómeno de la fragmentación en los mercados mayoristas se ha trasladado a los mercados bancarios al por menor, mostrando desde el inicio de la crisis de la deuda soberana un significativo aumento de la dispersión de las condiciones de financiación entre países. En concreto, se ha observado en las economías más afectadas por las tensiones una preocupante baja sensibilidad de los tipos de interés del crédito a los estímulos de política monetaria aplicados desde finales de 2011, lo que ha pro-



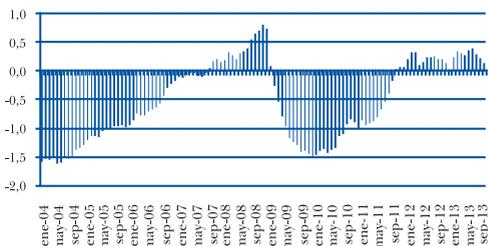
ducido diferencias nacionales muy acusadas en los costes de financiación, especialmente en el segmento de empresas. Ésta es la situación de las sociedades españolas que, desde julio de 2012, afrontan tipos de interés de los préstamos de hasta un millón de euros, los más vinculados a las pymes, en torno a dos puntos porcentuales superior a sus homólogas alemanas (gráfico 14), diferencial máximo desde la entrada del euro. Aunque un análisis de largo plazo también refleja que, desde principios de 2004 hasta el inicio de la crisis en 2007, las pequeñas y medianas empresas españolas y las familias (gráfico 15) estuvieron pagando entre 0,5 y 1,5 puntos porcentuales menos por sus préstamos que sus homólogas alemanas, lo que también reflejaba un desajuste en los precios respecto a una valoración fundamental. La fragmentación de los mercados bancarios minoristas ha empezado a moderarse en los últimos meses, aunque todavía está lejos de corregirse.

**GRÁFICO 14. CRÉDITOS A EMPRESAS
HASTA 1 MILL. € ESPAÑA.
DIFERENCIAL DEL TIPO MEDIO
PONDERADO S/ALEMANIA (PP)**



Fuente: BCE y Servicio de Estudios de Bankia.

**GRÁFICO 15. CRÉDITOS A HOGARES
PARA VIVIENDA ESPAÑA.
DIFERENCIAL DEL TIPO MEDIO
PONDERADO S/ALEMANIA (PP)**

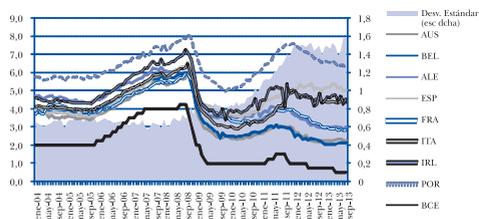


Fuente: BCE y Servicio de Estudios de Bankia.

Hasta el año 2010, los tipos de interés de financiación al sector privado en los diferentes países respondieron de forma relativamente homogénea a los cambios en los tipos de intervención. La bajada de tres puntos porcentuales del tipo oficial del BCE entre junio de 2008 y mayo de 2009 se trasladó a los tipos de interés de nuevas operaciones de préstamos a empresas con similar intensidad a lo largo de toda el área euro (gráfico 16). A finales de 2009 el tipo de interés medio de créditos de hasta un millón de euros acumulaba en el área euro una caída media de 2,7 puntos porcentuales respecto a mayo de 2008. Irlanda, Bélgica, Italia y Austria, con retrocesos de más de 3 puntos porcentuales registraron las mayores reducciones mientras España y Francia tuvieron una evolución más moderada (2,4 y 2,1 puntos respectivamente). En los préstamos a familias para adquisición de vivienda (gráfico 17), la bajada media en el conjunto del área fue de 1,7 puntos porcentuales. La disparidad entre países, sin embargo, fue mayor, destacando la intensidad de la caída en España, Italia y Portugal con reducciones en el entorno de los tres puntos porcentuales. Parte de esas diferencias en los créditos para adquisición de vivienda pueden explicarse por la utilización de referencias hipotecarias diferentes (en el caso de España, de manera mayoritaria el Euribor a plazo de doce meses).

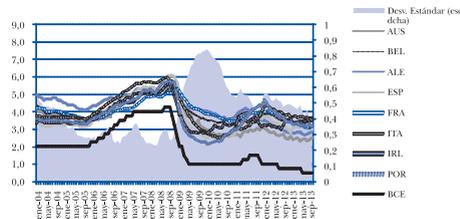


GRÁFICO 16. CRÉDITOS A EMPRESAS HASTA 1 MILL. €. TIPO MEDIO PONDERADO (%)



Fuente: BCE y Servicio de Estudios de Bankia.

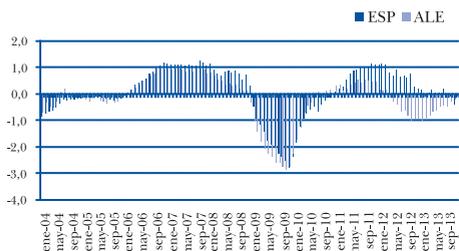
GRÁFICO 17. CRÉDITOS A HOGARES PARA VIVIENDA TIPO MEDIO PONDERADO %



Fuente: BCE y Servicio de Estudios de Bankia.

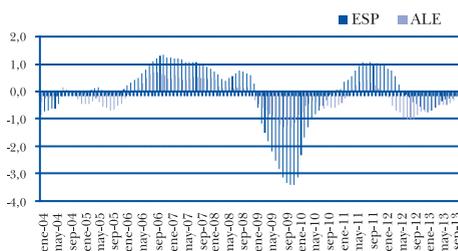
Desde el recrudecimiento de las tensiones soberanas a lo largo de 2010 y primera mitad de 2011 y su interrelación con el riesgo bancario, los tipos de interés aumentaron su sensibilidad al factor nacional, produciendo un incremento significativo de la dispersión del coste de financiación entre países. Desde entonces, los movimientos de los tipos de interés se han transmitido de forma desigual a los mercados bancarios minoristas de los diferentes países. Las subidas del tipo oficial producidas entre diciembre de 2009 y julio de 2011, que totalizaron medio punto porcentual de aumento, se tradujeron en un mayor coste de financiación en el conjunto del euro, tanto para compra de vivienda como para pymes de 0,27 y 0,76 puntos porcentuales, respectivamente, pero en esta ocasión la reacción fue superior en el grupo de países afectados por las tensiones como España, Portugal, Irlanda e Italia (gráficos 18 y 19). En concreto, los tipos bancarios españoles aumentaron en torno a un punto porcentual en ambas categorías.

GRÁFICO 18. CRÉDITOS A EMPRESAS HASTA 1 MILL. €. VARIACIÓN INTERANUAL DEL TIPO MEDIO PONDERADO (PP)



Fuente: BCE.

GRÁFICO 19. CRÉDITOS A HOGARES PARA VIVIENDA. VARIACIÓN INTERANUAL DEL TIPO MEDIO PONDERADO (PP)



Fuente: BCE.



Las bajadas que se sucedieron desde noviembre de 2011 tampoco se transmitieron de forma homogénea. Las economías fuertes del euro respondieron de forma más elástica mientras en los países afectados por las tensiones la reacción a la bajada fue tardía y menos intensa llegando, incluso, a ser inexistente en el segmento de empresas. En Alemania, Francia y Bélgica, por ejemplo, los tipos de interés para préstamos a empresas en operaciones de cuantía inferior a un millón de euros se han reducido en torno a un punto porcentual desde julio de 2011, en línea con el descenso del tipo oficial, mientras en España e Italia, por el contrario, han aumentado hasta encarecerse 0,3 y medio punto porcentual, respectivamente, en el mismo período.

Con todo, desde el anuncio por parte del BCE del programa de OMT en septiembre de 2012 se ha apreciado cierta corrección de esta tendencia. Los tipos de interés de préstamos a empresas en operaciones de menor cuantía empezaron a reducirse ligeramente en España, acumulando desde entonces una caída de 0,37 puntos hasta septiembre de 2013 que compensa, parcialmente, la escalada de 0,7 puntos producida en los once meses anteriores. En Italia, igualmente, la subida de 0,6 puntos previa se alivia con la disminución de 0,05 puntos desde el anuncio del programa OMT.

La falta de confianza en el euro, en los fundamentos de la recuperación económica de algunos países y en la reestructuración bancaria han producido el fenómeno de fragmentación en el mercado bancario, coadyuvado por otros factores como las presiones sufridas por las entidades en cuanto a la financiación minorista, tanto en cantidades como en precios, o la reducida actividad transfronteriza a nivel retail.

La dificultad estriba en diferenciar qué parte de los diferenciales en los tipos de interés de los préstamos dentro de la UEM se deben puramente a la fragmentación financiera (riesgo soberano y riesgo de solvencia del sector financiero) y qué parte se debería a la situación del ciclo económico y al propio riesgo de las empresas. En su último informe de estabilidad financiera (GFSR)⁵, el FMI estima un modelo econométrico (VAR) mensual para intentar explicar el comportamiento de los tipos de interés aplicados a los créditos de las empresas en España, Italia y Francia (en concreto, a las pequeñas y medianas al ser préstamos de menos de 1 millón de euros).

Los resultados concluyen, en el caso de España, que si el riesgo soberano y el del sector financiero volvieran a niveles previos a la crisis, las pymes españolas pagarían 1,6 puntos porcentuales menos por sus préstamos. Lo que no significa que esos 1,6 puntos porcentuales estén completamente explicados por la fragmentación financiera.

3.6.2. DEPÓSITOS

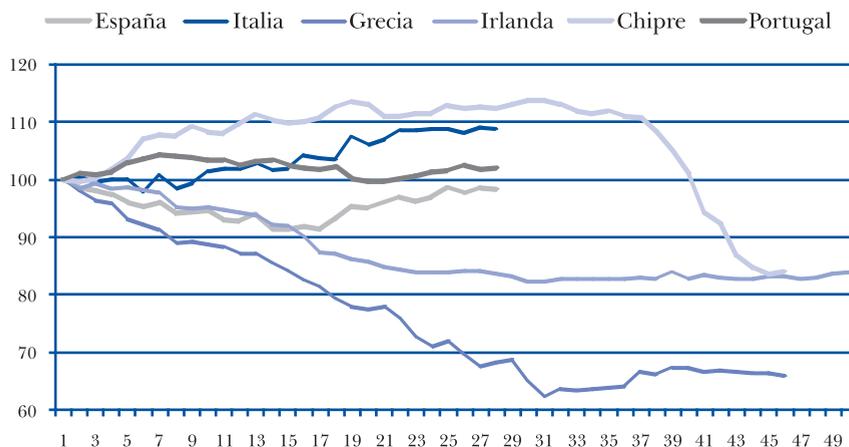
La fragmentación en los mercados financieros mayoristas ha tenido efectos en los costes de pasivo de las entidades financieras en los países sometidos a más tensiones. Tendencia que se agudizó, en algunos casos, por los importantes retrocesos en las bases

⁵ International Monetary Fund, 2013, Global Financial Stability Report (October): Chapter 1: Making the transition to stability.

de financiación minorista en los momentos de mayor inestabilidad (importantes salidas de fondos hacia el exterior) (gráfico 20). En España, la evolución de los depósitos debe matizarse para tener en cuenta el proceso de sustitución de depósitos bancarios por pagarés que tuvo lugar desde junio de 2011 hasta agosto de 2012, estrategia seguida por las entidades para evitar la penalización de los depósitos de alta rentabilidad con mayores contribuciones al FGD. Si se incluye esta parte de los fondos minoristas desviada hacia los pagarés, la base de financiación *retail* de los bancos españoles se ha mantenido relativamente estable durante la crisis en comparación con el resto de países afectados. Sin embargo, en otros países periféricos afectados por la crisis, la caída de la base de depósitos ha sido muy importante: más de un 30% en Grecia y de un 20% en Chipre. En este último caso destaca la intensidad del ajuste, pues se produce en pocas semanas, reflejando también las características especiales del sistema financiero chipriota.

GRÁFICO 20. DEPÓSITOS EMPRESAS Y HOGARES. EVOLUCIÓN MENSUAL DESDE INICIO DE CRISIS (ÚLTIMO DATO: SEP 13)

Bases: España, Portugal e Italia jun11; Grecia, y Chipre dic09; Irlanda ago09



Fuente: BCE y Servicio de Estudios de Bankia.

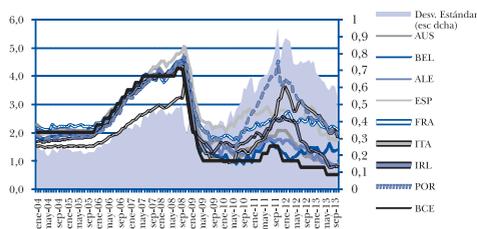
En cuanto al precio del pasivo, desde el inicio de la crisis, las entidades españolas han pagado más por sus depósitos que las alemanas (gráfico 21). Al igual que en el caso del crédito, el inicio de la crisis soberana acentuó esa tendencia, especialmente marcada en el primer semestre de 2012. Sin embargo, desde enero de 2013 vuelve a reducirse la diferencia (gráfico 22), tanto por la normalización de la situación en la zona euro, como por la bajada del precio del pasivo en España.

De todas formas, en el caso del proceso de fragmentación en la banca minorista se ha visto potenciado por la baja integración de los mercados bancarios minoristas en el área euro, concentrados en la actividad doméstica y con insignificante operativa transfronteriza. El volumen de préstamos y depósitos domésticos de empresas y hogares sobre



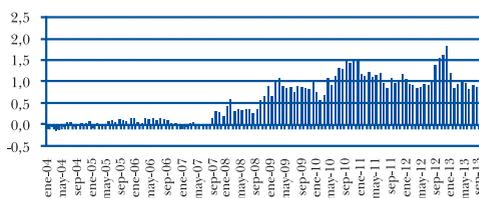
el total es muy elevado (gráficos 23 y 24), superior al 95% en los principales países. Un mercado bancario *retail* más integrado en actividad podría haber contribuido a minimizar los efectos del sesgo nacional de la crisis.

GRÁFICO 21. DEPÓSITOS A PLAZO DE HOGARES. TIPO MEDIO PONDERADO (%)



Fuente: BCE y Servicio de Estudios de Bankia.

GRÁFICO 22. DEPÓSITOS A PLAZO DE HOGARES ESPAÑA. DIFERENCIAL DEL TIPO MEDIO PONDERADO S/ALEMANIA (PP)



Fuente: BCE y Servicio de Estudios de Bankia.

GRÁFICO 23. CRÉDITOS A HOGARES&EMPRESAS. PESO RESIDENTES DOMÉSTICOS (promedio datos 2013, %)



Fuente: BCE y Servicio de Estudios de Bankia.

GRÁFICO 24. DEPÓSITOS DE HOGARES&EMPRESAS. PESO RESIDENTES DOMÉSTICOS (promedio datos 2013, %)



Fuente: BCE y Servicio de Estudios de Bankia.

3.7. CONCLUSIONES

La fragmentación financiera en la zona euro continúa siendo uno de los principales problemas de la región, pues retroalimenta los vínculos entre deuda bancaria, soberana y empresarial y dificulta el mecanismo de transmisión de la política monetaria. Ante la primera situación de «stress» en la región se ha puesto de manifiesto la inconsistencia de, por un lado, mantener la regulación y supervisión en el ámbito nacional, mientras, por otro, los flujos e inversiones financieras cada vez tienen mayor movilidad entre zonas



geográficas y divisas. Una vez que se ha reducido de manera importante la probabilidad de ruptura del euro y ha mejorado la arquitectura institucional (unión bancaria), el proceso de renacionalización financiera en la región se está corrigiendo, pero llevará tiempo recuperar la normalidad en determinados segmentos del mercado.

En los mercados monetarios, desde julio de 2012 se ha producido una mejora notable, aunque aún queda mucho por hacer. El punto más débil es que no se ha regresado a unos volúmenes de actividad como los existentes antes del inicio de la crisis financiera y los plazos a los que se presta también son mucho más reducidos. Es cierto que gran parte de la operativa que antes se desarrollaba abiertamente en estos mercados ahora se efectúa con el BCE, lo que ha provocado una «centralización» de la intermediación financiera. Por tanto, no será hasta que el BCE empiece a jugar un menor papel como suministrador de liquidez a las entidades financieras, cuando se pueda testar si realmente se está normalizando la situación.

Entre los avances también se debe destacar la reducción de los saldos deudores en el Target de los países sometidos a tensiones en la UEM, hecho que, en definitiva, ilustra una reducción de sus dificultades financieras y una menor dependencia del Eurosistema. También es importante resaltar la menor dispersión entre los tipos de interés negociados (medida por su desviación standard), gracias a la disminución de las primas de riesgo exigidas a las contrapartidas de los países periféricos de la UEM.

En cuanto al mercado de bonos soberanos de la UEM, también mejora la integración financiera como reflejan los descensos de las primas de riesgo entre países y de las primas de los CDS. Hay que decir, en este caso, que es poco probable un regreso a la situación previa al inicio de la crisis sin que antes se produzcan nuevos avances en la corrección de los desequilibrios fiscales y en la unión fiscal.

Por su parte, en los mercados de financiación minoristas se han producido avances moderados en los últimos meses, aunque todavía las empresas españolas (especialmente pymes) pagan un diferencial elevado en sus préstamos frente a las de países del centro de Europa. El problema en este caso es separar qué parte del diferencial vendría explicado por la fragmentación financiera (riesgo soberano y riesgo de solvencia del sector financiero) y qué parte se debería a la situación del ciclo económico y al propio riesgo de las empresas.

En definitiva, la integración de los mercados en la UEM no está funcionando como sería deseable en un área monetaria óptima pero, al menos, en los últimos meses se observa una moderación de la fractura que se había producido con la crisis, consecuencia de la desconfianza sobre la viabilidad de la Unión Monetaria y de los problemas de información asimétrica en la zona euro. Desde julio de 2012, el BCE ha conseguido reducir la inestabilidad financiera en toda la región y reabrir poco a poco los mercados de financiación mayorista, desatascando algunas de las cañerías que estaban obstaculizando la transmisión de la política monetaria en la zona euro. Sin embargo, será complicado revertir en el corto plazo algunos de los cambios estructurales que se perciben en los mercados, como la preferencia en la utilización de los mercados repo frente a los que no utilizan colateral o la reducción de los plazos en los préstamos.

Evidentemente, una vez que el BCE asuma la supervisión de las mayores entidades financieras europeas en noviembre de 2014, tras un ejercicio de valoración de su sol-



vencia en escenarios estresados, debería reducirse adicionalmente la fragmentación, pese a que, por el camino y dependiendo de los resultados de dicho ejercicio, pueda haber repuntes puntuales de la inestabilidad en los mercados. Pero en el largo plazo, todo lo que aporte información al mercado sobre la situación de los bancos será positivo para terminar con el problema de información asimétrica y selección adversa que existe en la actualidad. En definitiva, probablemente hemos dejado atrás los mayores niveles de fragmentación financiera en la zona euro, pero aún queda un largo camino para hablar de normalización, es decir, para alcanzar una situación en la que no existan discriminaciones entre agentes económicos dentro de la zona euro en su acceso al capital debido a su localización geográfica.

3.8. BIBLIOGRAFÍA

- Banco Central Europeo (2012): «Euro Money Market Survey».
- Banco Central Europeo (2012): «Euro Money Market Study».
- Banco Central Europeo (dic-2012): «The Impact of Bank Funding Market Fragmentation on Credit Intermediation During the Sovereign Debt Crisis», *Financial Stability Review*, pp. 109-118.
- Banco Central Europeo (abr-13): «Financial Integration in Europe».
- Coeuré, Benoît – Member of the Executive Board of the ECB (mar-2013). «The way back to financial integration», *Conference organised by the Bank of Spain*.
- Constâncio, Vítor – ECB Vice-President (abr-13). «Fragmentation and Rebalancing in the euro area», *Joint EC-ECB Conference on Financial Integration*.
- International Capital Market Association (dic-12): «European repo market survey», nº 24.
- International Monetary Fund (mar-13): «Financial Integration and Fragmentation in the European Union», *Technical Note FSAP European Union*.
- International Monetary Fund (oct-2013): World Economic Outlook (October). «Dancing Together? Spillovers common shocks, and the role of financial and trade linkages».
- International Monetary Fund (oct-2013): Global Financial Stability Report. «Chapter 1: Making the transition to stability».
- Jappelli, Tullio and Pagano, Marco (abr-2008). «Financial Market Integration Under EMU», *CSEF – Centre for Studies in Economics and Finance – University of Salerno*.
- Lane, Philip R., Trinity College Dublin and CEPR. (may-2013): «Capital Flows in the Euro Area», *Discussion Paper*, nº 9493.
- Maudos, Joaquín (2013). «Evolución reciente de la integración financiera/bancaria en la Unión Europea». *Documentos de trabajo de CUNEF*, nº 9, pp. 7-16.
- Praet, Peter – Member of the Executive Board of the ECB (may-12). «Financial Integration in Europe» *ICMA Annual General Meeting and Conference 2012*.

PARTE B
LOS AVANCES HACIA UN ÁREA MONETARIA ÓPTIMA



4. LA POLÍTICA MONETARIA COMÚN

4.1. DE LA POLÍTICA MONETARIA CONVENCIONAL A LA NO CONVENCIONAL. UNA PANORÁMICA DE LAS PRINCIPALES ECONOMÍAS AVANZADAS

Antes de la crisis, los bancos centrales de las economías avanzadas aplicaban políticas monetarias predecibles y sistemáticas y su mecanismo de transmisión era entendido por todos los agentes económicos. La herramienta básica de política económica eran los tipos de interés a corto plazo mientras que los agregados monetarios y el tipo de cambio se ajustaban libremente.

Sin embargo, según el IMF (2013), la crisis desafió este modelo por varias razones: i) las perturbaciones financieras debilitaron las condiciones de arbitraje, impidiendo el buen funcionamiento de los mecanismos de transmisión de la política monetaria y afectando a la curva de rendimientos y a los diferenciales de crédito; ii) el miedo secó la liquidez y la creciente sensación de vulnerabilidad congeló algunos mercados financieros; y iii) la gravedad de la recesión situó la tasa nominal de política óptima en terreno desconocido, el *zero lower bound (ZLB)*.

De este modo, condiciones extremadamente adversas indujeron a los principales bancos centrales a responder de manera no convencional, primero, para restablecer el funcionamiento de los mercados financieros e intermediación, y segundo, para potenciar la política monetaria acomodaticia hacia el ZLB. Ambos objetivos, en palabras del propio staff del Fondo Monetario Internacional (2013), «pretenden aportar estabilidad macroeconómica, incluyendo la reducción de los riesgos de cola en fases agudas de la crisis (colapso del sistema financiero, depresión y deflación)». En nuestras palabras, había que intentar evitar la gran depresión saltándose el manual tradicional de intervención monetaria.

Para restablecer el funcionamiento de los mercados financieros e intermediación, los bancos centrales modificaron drásticamente su función de prestamista de última instancia. La práctica tradicional de proporcionar liquidez cara a bancos solventes enfrentados a restricciones temporales de acceso o precio, se convierte con la crisis en una función de creadores de mercado de última instancia; de prestamista en mercados en funcionamiento se pasa a crear mercados colapsados por la desaparición de la liquidez.

Asimismo, se respondió al escenario de riesgo de colapso del sistema financiero con inyecciones masivas y muy agresivas de liquidez. Primero, ampliando el número y características de los receptores directos de liquidez, las contrapartes de los bancos centrales. Así por ejemplo, en Estados Unidos se incluyó a entidades financieras no bancarias y que no eran tomadoras de depósitos, como sociedades de valores y fondos de inversión del mercado monetario. Segundo, se prestó directamente fondos a mercados financieros específicos y no solo al mercado de deuda pública. Un ejemplo es la



extensión de las operaciones repo al papel comercial y valores respaldados por activos (*Asset-Backed Securities*) en Estados Unidos. Tercero, se prestó dinero a vencimientos más largos, por cantidades ilimitadas («barra libre de liquidez»), y con una política de colaterales más laxa. Algunos ejemplos fueron las LTRO a tres años (*llamadas full-allotment Long Term Refinancing Operations*) en la Eurozona y las *Term Auction Facility* (TAF) en los Estados Unidos. Finalmente, se ha llegado a intervenir directamente para estabilizar el precio en ciertos mercados altamente volátiles y a proporcionar liquidez en divisas distintas de la moneda nacional del banco emisor. Algunos ejemplos son los *Term Asset-Backed Securities Loan Facility* (TALF) en los EE.UU., y las líneas de *swaps* de divisas entre bancos centrales.

En ese mismo sentido de aplicar políticas heterodoxas, el Banco Central Europeo (BCE) compró deuda pública de países de la zona euro para hacer frente a lo que consideraba excesos irracionales de los diferenciales que no respondían a fundamentales económicos y que impedían el normal funcionamiento del mecanismo de transmisión de la política monetaria. El BCE puso así en marcha el *Securities Markets Program* (SMP), posteriormente sustituido por el compromiso de intervenir con mayor decisión a través de las *Outright Monetary Transactions* (OMT), aunque bajo cierta condicionalidad macroeconómica¹. Según Pattiipeilohy et al. (2013), todos estos programas tuvieron efectos positivos sobre la intermediación financiera, ya sea mediante la resolución de problemas de financiamiento de bancos o mediante el refuerzo de los balances bancarios al mejorar el precio de algunos activos.

Los bancos centrales también actuaron ante la debilidad de la intermediación financiera, principalmente a través de la compra de activos privados. El objetivo era estabilizar los precios de los activos clave para evitar ventas masivas, mitigar las restricciones de crédito a las instituciones financieras y reducir los costes de endeudamiento. Algunos ejemplos de estas prácticas los encontramos en el *Funding for Lending Scheme* (FLS) del Banco de Inglaterra, las *Mortgage-Backed Securities* (MBS) de la Reserva Federal, los avales a la deuda bancaria del BCE o las compras de bonos corporativos y papel comercial por el Banco de Japón.

Respecto a acomodar la política monetaria hacia el ZLB, los bancos centrales llevaron sus tipos de referencia a cero o casi cero, lo que anula prácticamente su margen de maniobra a través de políticas convencionales. Para remediarlo, perfeccionaron el uso del *forward guidance* para manejar las expectativas de los agentes con comunicados más explícitos y descriptivos de la reacción de los bancos centrales. Lograron así convencer a los mercados de que los Bancos Centrales mantendrían los tipos bajos durante mucho tiempo² (generando de esa manera expectativas de inflación al alza). Política seguida intensamente por la Reserva Federal y el Banco de Japón.

Al mismo tiempo, la Fed, el BoE y el BoJ compraron masivamente bonos para estimular la demanda agregada. En EE.UU., destaca el *Large Scale Asset Purchase Program* (LSAP1)

¹ En el anterior libro de la Fundación de Estudios Financieros 2013, *La Arquitectura institucional de la refundación del euro*, se presenta y discute en cierto detalle este programa que tuvo éxito con solo ser anunciado.

² Sin embargo, las *forward guidance* no están exentas de los problemas de inconsistencia temporal.



entre 2008 y 2009 (300 mil millones de dólares), el LSAP2 entre 2010 y 2011 (600 mil millones de dólares), el *Maturity Extension Program* (MEP u *Operations Twist*) entre 2011 y 2012 (667 mil millones de dólares) y el LSAP3 en 2012. En UK destaca el *Asset Purchase Program* (APP1) en 2009 por valor de 200 mil millones de libras y el APP2 en 2011 (175 mil millones de libras). Por último, Japón implementó el *Comprehensive Monetary Easing* (CME) entre 2010 y 2013 (76 billones de yenes) y más recientemente el *Quantitative and Qualitative Monetary Easing* (QQME) que pretende elevar la base monetaria entre 60 y 70 billones de yenes anuales a través de la compra de bonos y de algunos activos privados.

La extraordinaria inyección de liquidez a la que han asistido las principales economías mundiales ha tenido su reflejo en la extraordinaria expansión de los balances de los bancos centrales en los últimos cinco años. La Fed ha incrementado su saldo de casi 1 billón de dólares en 2007 a prácticamente 3,5 billones en 2013; el BoE ha aumentado su base monetaria de unos 70.000 millones de libras en 2007 a 400.000 millones en 2013; y el Eurosistema, de unos aproximadamente 750.000 millones de euros en 2007 ha pasado a un máximo de 1,8 billones en 2012 y 1,4 billones en 2013. Es decir, el balance de la Reserva Federal y del Banco de Inglaterra se ha más que triplicado y cuadruplicado respectivamente, mientras que el del Banco Central Europeo apenas se ha llegado a doblar.

4.2. LA POLÍTICA MONETARIA CONVENCIONAL EN LA EUROZONA

El Banco Central Europeo, para el diseño e implementación de la política monetaria convencional, utiliza tres instrumentos operativos de control monetario: las operaciones de mercado abierto, las facilidades permanentes y las reservas mínimas (ECB, 2011).

4.2.1. OPERACIONES DE MERCADO ABIERTO

Es sabido que las operaciones de mercado abierto juegan un papel muy importante en el control de la cantidad de dinero en circulación y, por ende, en la evolución de los tipos de interés. Las operaciones de compra de activos por parte del BCE suponen un proceso de inyección monetaria que tiende a relajar los tipos interbancarios, mientras que las operaciones de venta drenan masa monetaria del sistema elevando los tipos de interés interbancarios. De este modo, la utilización de este tipo de instrumentos de control monetario aporta información sobre el tipo de política monetaria que se está llevando a cabo: expansiva si el BCE compra activos y restrictiva si vende activos.

Atendiendo a la finalidad, regularidad y procedimientos de las operaciones de mercado abierto se distinguen cuatro categorías:

1. Operaciones principales de financiación (MRO³): son operaciones temporales de inyección de liquidez de carácter regular, periodicidad semanal y vencimiento

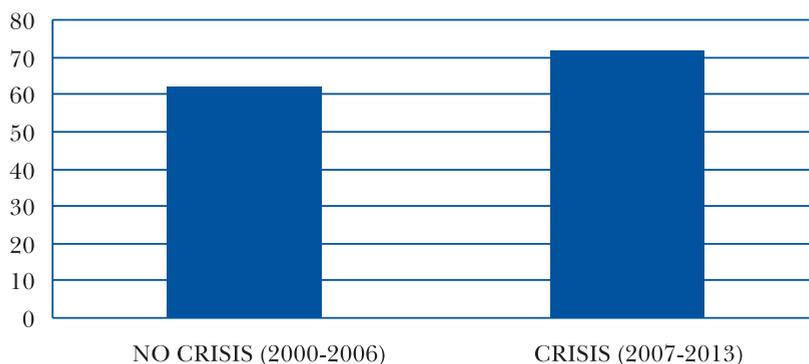
³ *Main Refinancing Operations.*

habitual a una semana, que los Bancos Centrales Nacionales ejecutan mediante subastas estándar. Juegan un papel determinante en la consecución de objetivos de la política monetaria.

2. Operaciones de financiación a plazo más largo (LTRO⁴): son operaciones temporales de inyección de liquidez de periodicidad mensual y vencimiento habitual a tres meses. Aportan financiación extra a mayor plazo de vencimiento.
3. Operaciones de ajuste (FTO⁵): se llevan a cabo *ad hoc* para gestionar la liquidez y controlar los tipos de interés de mercado. Aunque normalmente este tipo de operaciones se ejecutan mediante operaciones temporales también pueden emprenderse a través de *swaps* de divisas o la captación de depósitos a plazo fijo.
4. Operaciones estructurales (SO)⁶: se ejecutan cuando el BCE desea ajustar la posición estructural del Eurosistema frente al sector financiero.

En el gráfico 4.1 se observa que la cantidad de dinero inyectada a través de políticas monetarias convencionales ha sido mayor durante la crisis (2007-2013) que en el periodo 2000-2006. Las necesidades de financiación provocadas por la extraordinaria restricción del crédito obligan al BCE a incrementar el estímulo monetario. En estas cifras se incluyen las MRO, LTRO (sin contar con las dos especiales) y las OT, y no se tienen en cuenta las esterilizaciones.

**GRÁFICO 4.1. INYECCIONES MONETARIAS EN LA UEM
(PM convencional: MRO-LTRO-OT) - bill. €**



Fuente: BCE.

NOTA: OT = Other type (Fine-tuning Operations and Structural Operations).

Sin embargo, al comparar esos mismos periodos pero diferenciando por tipos de operaciones de mercado abierto, se aprecia un mayor uso de las MRO antes de la crisis

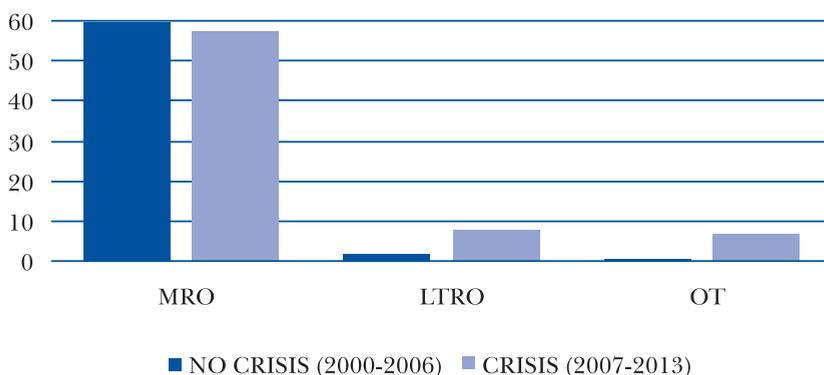
⁴ Longer-term Refinancing Operations.

⁵ Fine-tuning Operations.

⁶ Structural Operations.

al tiempo que una mayor utilización de las LTRO y OT durante la crisis. Es decir, la recesión ha modificado cuantitativa y cualitativamente el uso de la política convencional, pasando de herramientas de corto plazo (MRO) a las de plazo más largo (LTRO) y a las discretionales (OT) (ver gráfico 4.2). Nótese que no se tienen en cuenta, al igual que antes, las LTRO a 3 años, las cuales se analizan por separado en la PM no convencional. Evidentemente, si se tuvieran en cuenta dichas LTRO, el volumen de estas operaciones en el periodo de crisis sería mucho más elevado.

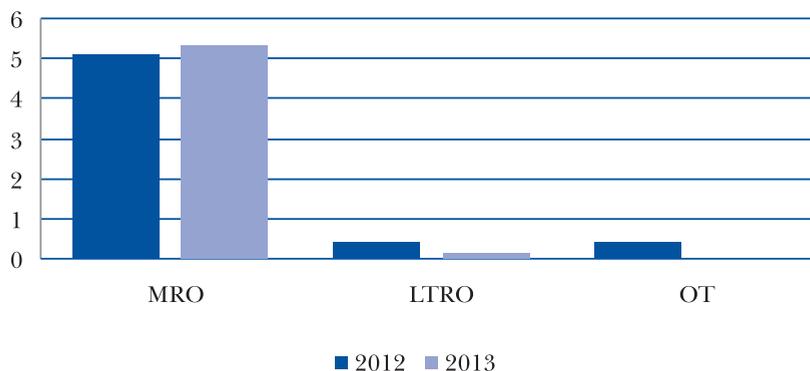
GRÁFICO 4.2. TIPOS DE INYECCIONES MONETARIAS CONVENCIONALES EN LA UEM: NO CRISIS VS CRISIS (bill. €)



Fuente: BCE.

Por el contrario, al comparar 2013 con respecto a 2012 (gráfico 4.3) se está produciendo un mayor uso de las MRO en detrimento de las LTRO y OT (efecto contrario al observado en el gráfico anterior). Esto podría explicarse, por un lado, por la mejora del acceso a la liquidez con respecto a 2012 y, por otro, por la incorporación de medidas no convencionales que están sustituyendo a las LTRO clásicas y OT por su mayor alcance (léase las LTRO especiales o el programa de inyección de liquidez SMP, ambos ya aplicados o las anunciadas OMT).

GRÁFICO 4.3. TIPOS DE INYECCIONES MONETARIAS CONVENCIONALES EN LA UEM 2012-2013
(bill. €)



Fuente: BCE.

4.2.2. FACILIDADES PERMANENTES

Las facilidades permanentes están diseñadas para inyectar y drenar liquidez a un día, lo que permite controlar los tipos de interés intradía y evitar tensiones en los mercados interbancarios por situaciones de falta/exceso de liquidez.

Las entidades pueden recurrir a dos tipos de facilidades:

1. Facilidad marginal de crédito: cuando la entidad desea obtener liquidez a un día de los BCN contra activos de garantía, pagando un tipo de interés.
2. Facilidad de depósito: cuando la entidad desea realizar depósitos a un día en los BCN a cambio de un tipo de interés. Ante la persistencia de la situación de fragmentación financiera en la Eurozona y la aparente incapacidad de las medidas extraordinarias de liquidez, incluida la barra libre de liquidez ilimitada vivida durante gran parte de este año 2013, para reducir los diferenciales a niveles razonables, como veremos más adelante, crece cada día la presión al BCE para que se adentre en un terreno peligroso y desconocido, el de situar el precio de la facilidad de depósito en el BCE en niveles negativos. Se trataría así de castigar a los bancos que teniendo exceso de liquidez no la pasan al sector privado, o a otros bancos en otros países incentivando la recuperación del mercado bancario transfronterizo.

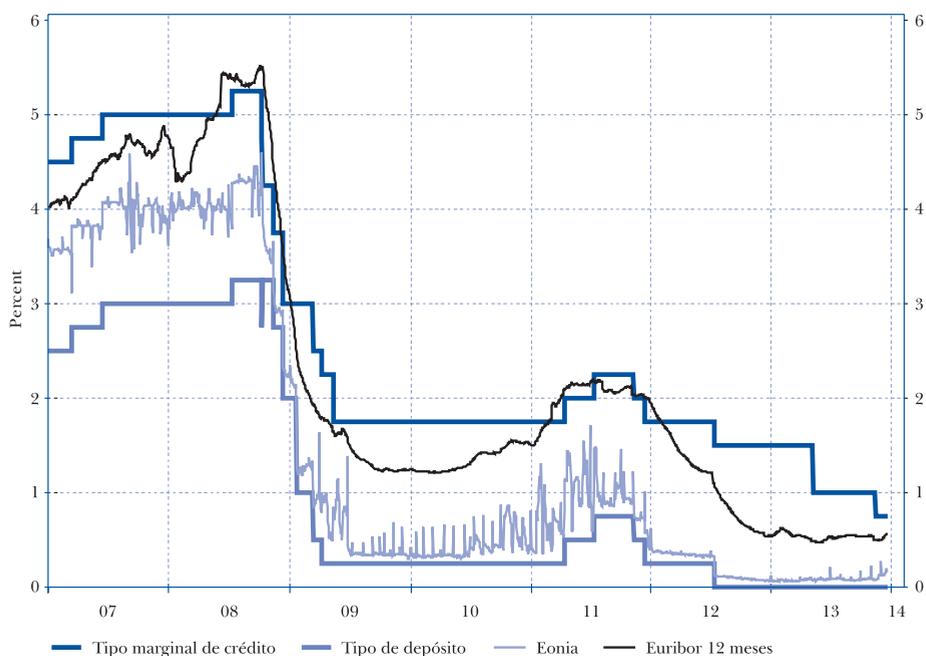
Las entidades financieras toman liquidez del Sistema Europeo de Bancos Centrales a través de las operaciones principales de financiación (MRO) y de las operaciones a largo plazo (LTRO), siendo la facilidad de crédito, lo que podríamos denominar, un préstamo de última instancia para aquellas entidades con problemas puntuales de liquidez.

Respecto a la facilidad de depósito, siendo importante el nivel al que se sitúe su tipo de interés, y quizás particularmente importante en el caso de la Eurozona por las espe-

ciales características institucionales del área monetaria, lo es igual o más el diferencial que tenga con respecto al tipo de intervención. Por ejemplo, supongamos las dos siguientes situaciones: (a) tipo de intervención en el 3% y tipo de la facilidad de depósito en el 2% y (b) tipo de intervención en el 2% y tipo de la facilidad de depósito en el 1,75%. Siendo en el caso (a) el tipo de la facilidad de depósito más alto y, sin embargo, el que más penaliza a las entidades financieras con exceso de liquidez.

Al observar el comportamiento de esta herramienta de control monetario convencional a lo largo de la breve historia del BCE, se aprecia que la utilización de las facilidades permanentes con criterios de política monetaria ha sido mucho más agresiva a partir de 2008, en línea con el tipo de intervención (ver gráfico 4.4); reduciendo a mínimos el tipo marginal de préstamo para facilitar la petición de liquidez a la banca comercial al tiempo que se ha llevado el tipo de depósitos también al mínimo para desincentivar a los bancos a colocar sus excesos de reservas en el BCE, para forzar la circulación monetaria y la generación de dinero bancario.

GRÁFICO 4.4. FACILIDADES PERMANENTES



Fuente: Reuters EcoWin.

A lo largo del año 2013 se han producido dos modificaciones del tipo marginal de crédito: desde el 1,5% al 1% en mayo y desde el 1% al 0,75% en noviembre, gracias a la moderación de la inflación, con el objetivo de abaratar la petición de préstamos in extre-



mis de la banca comercial al BCE. Esta última bajada ha sido más polémica y ha sorprendido más al mercado, porque aunque crecían las presiones para que el BCE fuera más agresivo, entre otros del FMI que lo había pedido insistentemente, lo cierto es que el mercado se había venido resignando a la visión tradicional de un BCE como un inmenso transatlántico, de movimientos lentos previsibles y fuertemente inerciales, en comparación con el velero, inestable pero ágil y rápido con el que se suele representar a la Fed.

Pero el BCE bajó los tipos de intervención en noviembre y cabría preguntarse por qué, aunque solo sea para intentar averiguar sus movimientos posteriores, ya que del comunicado tras la reunión no queda una explicación evidente. Probablemente porque no hay uno sino múltiples factores concomitantes: unas expectativas de inflación tan bajas en el conjunto de la Eurozona que obligan a países necesitados de una devaluación interna a acercarse peligrosamente a la deflación; una recuperación económica desigual, incierta concentrada en pocos países e insuficiente para animar el empleo; un tipo de cambio del euro, la razón innombrable pero siempre presente, que se ha apreciado significativamente y amenaza con seguir haciéndolo y complicando la reducción de los desequilibrios ahorro inversión en el interior de la Eurozona; una cierta voluntad del BCE por colocarse por delante de la curva del mercado e indicar una actitud más *americana* del nuevo presidente; y por último una preocupación sostenida por la fragmentación financiera que aunque amortiguada sigue en niveles preocupantes. Conviene quizá precisar aquí que, en nuestra opinión, esta última consideración sería mejor atendida mediante avances decididos en la unión bancaria que disipen el riesgo potencial de un nuevo círculo explosivo de deuda bancaria, o en su caso situando la facilidad de depósitos a precios negativos, como ya hemos señalado, que con bajadas adicionales del nivel del tipo de intervención.

Lo cierto es que en cualquier caso, después de la bajada de noviembre apenas se han observado cambios en la evolución de los tipos interbancarios en 2013 (véase Eonia y Euribor a 12 meses), que han llegado incluso a situarse por debajo del tipo de intervención (ver anexo A1). Porque la situación actual es excepcional por el exceso de liquidez que hay en el sistema y porque, aunque en menor medida, el mercado ha descontado las bajadas de tipos del BCE. Por su parte, la facilidad de depósitos continua invariable en el 0%, buscando desincentivar que la banca deposite sus excesos de reservas en el BCE pero sin atreverse todavía a castigar a los bancos por no hacerlo por miedo a desincentivar el ahorro. Porque no olvidemos que aunque pueda ser un arma poderosa para reducir la fragmentación no deja de ser una medida de represión financiera que castigaría el ahorro de las familias en la medida en que las entidades financieras podrían trasladarla a sus depositantes.

4.2.3. RESERVAS MÍNIMAS

Este tercer instrumento tradicional de control monetario se aplica a las entidades de crédito del área euro y tiene una doble finalidad: estabilizar los tipos de interés del mercado monetario así como crear el déficit estructural de liquidez que facilite la labor de todo banco central.



Las reservas mínimas de cada entidad se determinan en relación con algunas partidas del balance: depósitos intradía, depósitos con vencimiento de hasta 2 años inclusive y títulos de deuda con vencimiento desde origen hasta 2 años inclusive⁷. El cumplimiento se determina en función del nivel medio de reservas diarias durante el periodo de mantenimiento. Las reservas exigidas a las entidades se remuneran al tipo de interés de las operaciones principales de financiación (MRO).

Una reducción del coeficiente de reservas facilita la creación de dinero bancario y, como consecuencia, la inyección de liquidez. Asimismo, aminora la capacidad del Eurosistema de operar eficientemente como proveedor de liquidez. Y viceversa cuando se aumenta dicho coeficiente.

Desde el año 1999 hasta enero de 2012, las reservas requeridas se calculaban siguiendo el criterio de 2% para los depósitos y otros pasivos con dos años o menos de vencimiento y 0% para los depósitos y deuda emitidos de más de dos años de vencimiento así como repos. A partir del 18 de enero de 2012, los porcentajes cambiaron al 1% y 0% respectivamente. En 2013 no se ha producido cambio alguno. Constancia que parece consistente y adecuada pues en un área monetaria sofisticada instrumentos tan burdos de control monetario solo tienen cabida en situaciones realmente excepcionales.

4.3. EL FUNCIONAMIENTO DE TARGET2

TARGET2 es el sistema automatizado transeuropeo de transferencia urgente para la liquidación bruta en tiempo real, por lo que se utiliza entre otras operaciones para la liquidación de transferencias interbancarias en dinero del banco central y para las acciones de política monetaria. Entró en funcionamiento en 2007 y desempeña un papel fundamental en la integración del mercado monetario y financiero de la eurozona.

Las principales diferencias respecto a la versión anterior del sistema radican en la centralización de las operaciones en una plataforma técnica compartida por todos los bancos centrales adheridos. La utilización de la misma plataforma permite la total armonización de precios y servicios, tanto en el ámbito nacional como en el transfronterizo (Alonso y Conesa, 2013).

Los bancos centrales de la Eurozona y el BCE están adheridos a TARGET2, pero además se permite el acceso al sistema, en condiciones especiales, a los bancos centrales nacionales de la UE (y a sus entidades bancarias). Las condiciones especiales se refieren a la imposición de unos ciertos límites a la financiación intradía en euros que estos bancos centrales pueden conceder a sus participantes, y la posición de estas entidades debe ser en todo momento acreedora respecto a los bancos centrales del Eurosistema en su conjunto. En estas condiciones se encuentran países como Dinamarca, Polonia, Letonia, Lituania, Bulgaria y Rumanía.

⁷ Al resto de pasivos (normalmente con vencimientos superiores a los dos años) o bien se les aplica el 0% como criterio de reserva mínima o bien están excluidos del cómputo (*Guideline of the European Central Bank*, 2011).



Este sistema está diseñado para realizar transferencias en euros de cualquier importe y su uso es obligatorio para la liquidación de las operaciones de política monetaria, para la liquidación de la parte en euros de las operaciones de divisas del Eurosistema y para la liquidación de los sistemas netos de grandes pagos. Pero también es el canal habitual para realizar transferencias interbancarias de elevado importe así como para canalizar las transferencias urgentes de los clientes de los participantes.

Otro punto interesante del TARGET2 es que al ser un sistema de liquidación en tiempo real, elimina virtualmente el riesgo de crédito para los participantes, en tanto en cuanto sólo se pueden liquidar operaciones si el emisor tiene fondos en su cuenta o acceso a crédito intradía. La liquidación inmediata y en dinero del banco central proporciona la máxima seguridad al receptor de los fondos. Por tanto, es el banco central quien soporta un cierto riesgo de crédito al proporcionar a los participantes crédito intradía para facilitar la liquidación de las operaciones. Para atenuar este riesgo el banco central exige que el crédito esté colateralizado (siguiendo el criterio de activos elegibles de la política monetaria, ver anexo A2).

Según datos del ECB (2012), casi 1.000 entidades de crédito de Europa usan TARGET2 para procesar pagos por cuenta propia o de sus clientes. Y si se tienen en cuenta las sucursales y filiales, casi 60.000 entidades de crédito de todo el mundo pueden acceder a TARGET2.

Según datos del último informe sobre TARGET2 del ECB (2013), este sistema funcionó sin problemas en 2012 y confirmó su posición de liderazgo en Europa, procesando el 92% del monto total de los pagos de alto valor. El número de transacciones en TARGET2 aumentó en un 1,2% con respecto al año anterior, alcanzando los 90,6 millones de transacciones, mientras que el valor total de los pagos aumentó en un 3,5%, alcanzando un total de 634 billones de euros (ver gráfico 4.5). El volumen diario promedio fue de 354.185 transacciones, con un valor promedio diario de 2.477 millones de euros. La disponibilidad de la plataforma compartida única de TARGET2 alcanzó el 100%.

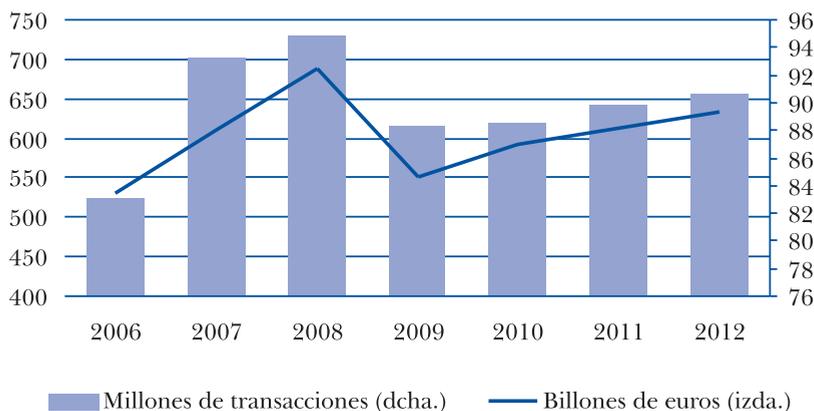
Respecto al uso de TARGET2 en el tiempo, en el gráfico 4.5 se observa una tendencia positiva a lo largo de los años aunque con un descenso notable en 2009 como consecuencia de la severa crisis europea y de un cambio metodológico en el cálculo de la serie, relacionado con la no contabilización de algunos tipos de transacciones que sí se tenían en cuenta antes de 2009 (ver ECB, 2012: 7). Por su parte, los incrementos sucedidos en 2011 y 2012 están estrechamente relacionados por las masivas inyecciones de liquidez realizadas por el BCE a través de dos LTROs especiales, una en diciembre de 2011 y otra en febrero de 2012, que en el siguiente epígrafe se describirán con más detalle.

Por otro lado, la agregación de los microdatos ubicados en TARGET2 permite realizar comparaciones entre países para detectar aquellos que tienen una posición acreedora frente al resto del Eurosistema y aquellos que sufren una posición deudora.

Asimismo, recuérdese que TARGET2 permite a los bancos comerciales en Europa resolver sus transacciones de pago, incluidas las relativas a las operaciones de los bancos centrales del Eurosistema, en una plataforma compartida y en dinero del banco central. Esto significa que cuando un banco hace un pago a un banco en otro país a través de TARGET2, la operación cambia las cuentas corrientes de los bancos en los respectivos

bancos centrales. La liquidación de este tipo de pagos transfronterizos en TARGET2 afecta al balance interno del Eurosistema. Esto deja a cada banco central con un único saldo neto (acreedor o deudor) frente al BCE.

GRÁFICO 4.5. TRÁFICO EN TARGET/TARGET2



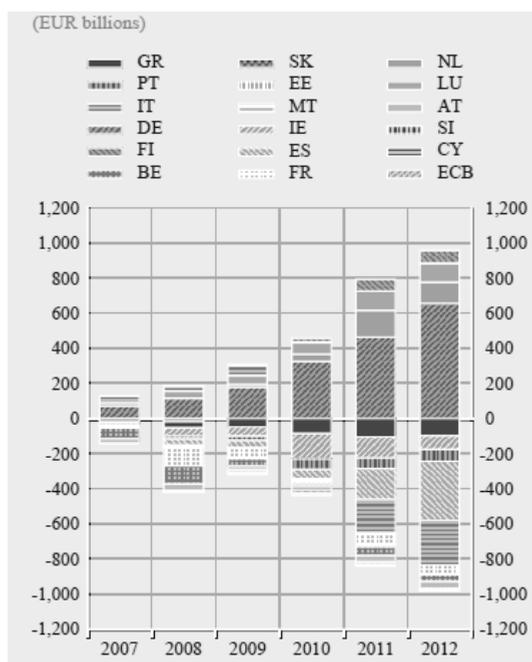
Fuente: BCE (2013).

En este sentido, el gráfico 4.6 muestra los países que mantienen una posición acreedora frente al Eurosistema y los que presentan una posición deudora. En el primer caso resalta principalmente Alemania, aunque también Holanda, Luxemburgo y Finlandia. En el otro lado aparecen España e Italia, como principales economías deudoras frente al resto del Eurosistema, y Portugal, Irlanda y Grecia.

Lo más dramático de esta situación es que la brecha entre prestamistas y prestatarios se ha venido ampliando, en respuesta a la fragmentación del sistema bancario europeo, dando lugar a todo tipo de interpretaciones erróneas incluso claramente sesgadas y deliberadamente explosivas. El profesor Sinn, Presidente del influyente CES IFO alemán, ha declarado en varias ocasiones que esta brecha supone un rescate oculto por parte del BCE a los países periféricos. El autor alemán ha llegado más lejos al afirmar que con esta actuación, el BCE está perjudicando a Alemania, puesto que el dinero que el BCE presta a los periféricos expulsa financiación a los bancos alemanes, lo que en última instancia podría llevar a una situación de pérdida de control del tipo de interés en su país, curioso descubrimiento a los quince años de funcionamiento de una unión monetaria que por definición supone esa pérdida de soberanía. La recomendación que sugiere es que se limite el acceso al sistema TARGET2 y que se salden las deudas con una periodicidad anual, y con activos no producidos por agentes de los países que contraen deudas con el TARGET2, es decir en dólares. Recomendación que como el autor bien sabe y no esconde rompería de raíz la unión monetaria, pondría el riesgo de crédito explícitamente al albur del riesgo soberano y haría explosivos los diferenciales en caso de dudas del mercado. Proponer saldar los balances a más de un año entre los bancos de la eurozona en activos en otra divisa es como considerar los euros depositados en un país del

euro no son convertibles en otro. Una solemne estupidez que solo persigue deshacer lo que el profesor Sinn considera un error, la renuncia al marco.

GRÁFICO 4.6. BALANCE NETO CON EL EUROSISTEMA
(Miles de millones de euros)



Fuente:ECB.

4.4. LAS POLÍTICAS MONETARIAS NO CONVENCIONALES EN LA EUROZONA: EVOLUCIÓN Y RESULTADOS

Los distintos instrumentos de política monetaria no convencional implementados por el BCE desde el estallido de la crisis pueden agruparse en tres categorías (Szczerbowicz, 2012): i) medidas de liquidez extraordinaria, ii) compras de activos y iii) relajación de la política de colaterales.

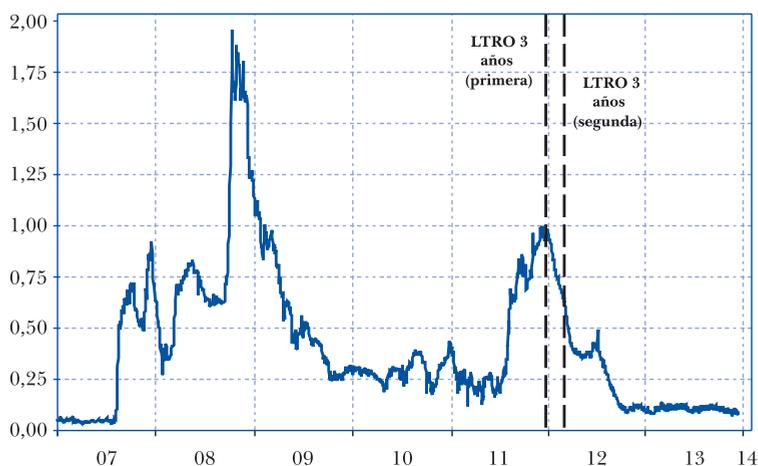
4.4.1. EVOLUCIÓN DE LA LIQUIDEZ EXTRAORDINARIA: LTRO ESPECIALES Y ELA

El principal objetivo de las inyecciones extraordinarias de liquidez radica en la superación de lo que se estima funcionamiento anómalo de los mercados interbancarios como elemento crucial para extender el crédito a empresas y economías domésticas, así como evitar temporalmente los crecientes riesgos de cola.

Dentro de la provisión extraordinaria de liquidez implementada por el BCE se diferencian cuatro tipos de medidas que potencian el alcance de la política monetaria:

- Procedimiento de lote completo a tipo fijo (FRFA⁸): con este nuevo procedimiento, los bancos pueden satisfacer todas las necesidades de liquidez a un tipo de interés especificado con antelación (es la conocida «barra libre» de liquidez). El 8 de octubre de 2008, el BCE anunció que las MRO se llevarían a cabo a través del lote completo a tipo de interés fijo en lugar de a tipo variable como era habitual en este tipo de operaciones. Y el 15 de octubre de ese mismo año el BCE decidió extender el FRFA también a las LTRO.
- LTRO a 3 años: el 8 de diciembre de 2011, el BCE anunció la aplicación de una medida sin precedentes que consistía en convertir las LTRO tradicionales (vencimiento a 3 meses) en LTRO especiales o excepcionales con vencimiento de hasta 3 años, con lote completo y a un tipo de interés fijo. La primera LTRO a 3 años se ofreció el 21 de diciembre de 2011 (€ 489.190.750.000) y la segunda el 29 de febrero de 2012 (€ 529.530.810.000), ascendiendo la cantidad inyectada a más de un billón de euros sumando ambas LTRO. Esta es sin duda la medida de inyección extraordinaria más importante y más exitosa de las descritas en este epígrafe, en tanto en cuanto redujo las tensiones en el mercado financiero de manera intensa y continuada. En el gráfico 4.7 se observa cómo el diferencial entre el Euribor y el OIS (*Overnight Indexed Swap*) a 3 meses, se reduce drásticamente tras la inyección masiva de euros en el sistema. Este *spread* puede interpretarse como un indicador de la percepción de los bancos del riesgo de crédito de otras instituciones financieras y de la disponibilidad general de fondos para financiación.

GRÁFICO 4.7. SPREAD EURIBOR 3 MESES - OIS 3 MESES



Fuente: Reuters EcoWin.

⁸ Fixed-rate full-allotment procedure.



- Ampliación del vencimiento de las LTRO hasta un 1 año: aunque no se pueda calificar esta medida como radicalmente no convencional, en línea con la definición que el propio BCE⁹ realiza, la extensión del periodo de vencimiento de las LTRO más allá de los 3 meses podría ser considerada como una medida no convencional. La primera de ellas se llevó a cabo en marzo de 2008 con un periodo de vencimiento de 6 meses y posteriormente le siguieron otras hasta los 12 y 13 meses. No obstante, las cantidades fueron muy inferiores a las proporcionadas mediante las LTRO a 3 años (del orden de 25-50 mil millones de euros cada una).
- Operaciones de financiación en moneda extranjera: el BCE proporcionó liquidez a los bancos también en moneda extranjera gracias a los *swaps* de divisas establecidos con otros bancos centrales, principalmente en dólares, francos suizos y libras.
- Provisión de liquidez de emergencia más conocida por sus siglas en inglés (ELA¹⁰) que tiene un carácter más excepcional. Este mecanismo está diseñado para proporcionar liquidez extraordinaria a una entidad de crédito considerada solvente con problemas temporales de liquidez que no puede obtenerla en el mercado o participando en operaciones de política monetaria ante el BCE *porque no dispone de colaterales* suficientes ni válidos. Su característica particular es que el BCN otorga esa financiación extra de manera discrecional (ver Box 1) con cargo a su propia política de colaterales, más laxa, sin que exista decisión del BCE ni esté reflejada en su balance, a bancos considerados sistémicos a nivel nacional y en condiciones de total anonimato. Chipre, Grecia e Irlanda han utilizado en diferentes ocasiones este mecanismo, lo que da idea de las extremas dificultades experimentadas por sus bancos comerciales en los momentos álgidos de la crisis.

Por provisión de liquidez de emergencia se entiende la provisión efectuada por un banco central nacional (BCN) del Eurosistema de dinero del banco central y/o cualquier otro tipo de asistencia que pueda representar un incremento del dinero de banco central a una institución financiera solvente que esté atravesando problemas de liquidez temporales, sin que estas operaciones se encuadren en el marco de la política monetaria única. La responsabilidad para la provisión urgente de liquidez corresponde al BCN. No obstante, el Consejo de Gobierno del BCE podría limitar las operaciones de ELA si considera que interfieren en los objetivos y tareas del Eurosistema (BCE, 2013).

Para evaluar si existe tal interferencia, el Consejo de Gobierno ha de recibir información sobre dichas operaciones con antelación suficiente. A continuación se exponen las características principales del procedimiento que rige actualmente:

Por regla general, los BCN comunican al BCE los detalles de las operaciones de ELA en los dos días hábiles siguientes a aquél en que se hubiere realizado la operación. Asimismo, el Consejo de Gobierno puede solicitar información adicional al BCN en cuestión o ampliar las exigencias de información. En caso de que el volumen total de las operaciones de ELA previstas para una institución financiera o un grupo de instituciones financieras exceda el umbral de 500 millones de euros,

⁹ Trichet's classification (2009).

¹⁰ *Emergency Liquidity Assistance*.



el BCN ha de informar al BCE tan pronto como sea posible antes de que la asistencia prevista haya sido prestada. En caso de que el volumen total de las operaciones de ELA previstas exceda el umbral de 2.000 millones de euros, el Consejo de Gobierno analizará si existe el riesgo de que tales operaciones de ELA interfieran en los objetivos y tareas del Eurosistema.

Box 1**CARACTERÍSTICAS GENERALES DE LA ELA:**

Provisión excepcional y temporal.

Los BCN pueden llevarla a cabo de manera discrecional con solo informar ex-post al BCE.

Se concede contra colaterales de garantía definidos por el propio BCN.

No se puede utilizar para financiar a un Estado.

No es obligatorio hacer públicos los datos relevantes de su instrumentación (quitas, tipos de interés, vencimientos, etc.), aunque sí habrá intercambio de información entre el BCE y los BCN por razones de política monetaria.

Fuente: *Elaboración propia en base a Mutkin and Featherstone – Morgen Stanley (2010).*

4.4.2. COMPRA DE ACTIVOS

Este tipo de operaciones corrigen anomalías del mercado en la valoración de activos. En este sentido, estas herramientas no solo tienen efecto sobre las primas de riesgo sino también sobre las expectativas futuras de la política monetaria. La acumulación de riesgo en el balance del BC se asocia con políticas monetarias expansivas de mayor duración, puesto que un aumento de los tipos de interés en circunstancias de estrés financiero expondría al BC a pérdidas de capital sobre los activos que mantiene. Los bancos centrales se resisten tradicionalmente a estas políticas, salvo que tengan explícitamente cubiertas las pérdidas potenciales por el Tesoro, porque asumen riesgo de crédito en sus balances y se arriesgan a perder autonomía e independencia.

El BCE ha intervenido fundamentalmente a través de dos tipos de activos:

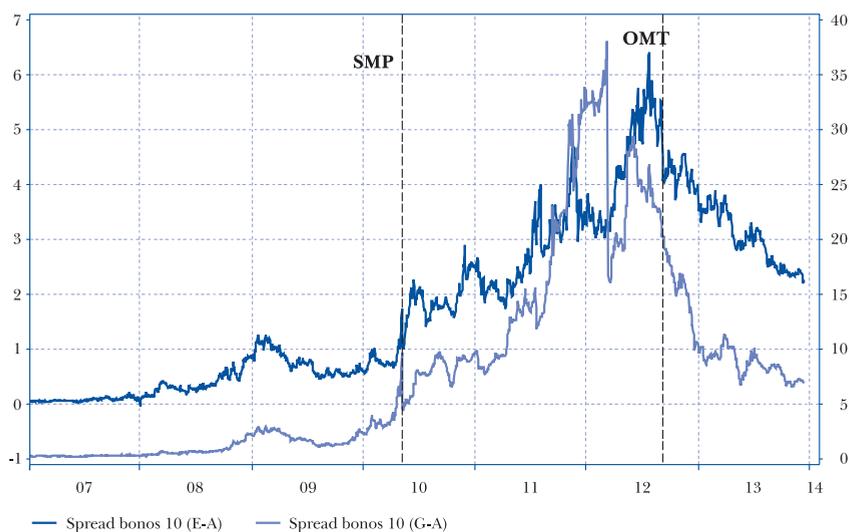
- *Compra de deuda soberana*: la crisis de la deuda soberana griega (primavera de 2010) se contagió rápidamente a otros países periféricos y desató un proceso de venta en cadena de bonos de países de la eurozona. En respuesta, el BCE lanzó en mayo de 2010 el SMP (*Securities Market Programme*) para comprar deuda soberana de países del área euro, y así mitigar el comportamiento un tanto compulsivo e irracional de los mercados de deuda pública y estabilizar el euro. Pero también fue el comienzo de la división en el seno del Consejo de Gobierno del BCE. Algunos afirmaron que el Banco Central Europeo estaría excediendo sus funciones estatutarias¹¹ y dando

¹¹ Ver el capítulo 9 sobre el cuestionamiento legal de esta decisión y su resolución por los Tribunales alemán y europeo.

financiación a los gobiernos al comprar deuda en los mercados secundarios, además de contribuir a la generación de presiones inflacionistas. Sin embargo, el mensaje final del BCE fue que el SMP era un programa temporal y que implicaba también la esterilización completa de las compras para reabsorber la liquidez inyectada (primera diferencia con la Fed en su famoso *Quantitative Easing*). Otra diferencia notable es que el BCE no daba detalles sobre cuánto podían gastar, durante cuánto tiempo ni en qué países en concreto iban a comprar bonos.

Sin embargo, la crisis soberana se agudizó al comienzo de 2012, planteándose incluso la salida de algunos países de la eurozona. En respuesta, el Presidente Mario Draghi anunció en julio de 2012 que el banco central haría todo lo fuera necesario para salvar al euro. En septiembre de 2012 (ver gráfico 4.8) el BCE anuncia un nuevo programa de compra de bonos: *Outright Monetary Transactions* (OMT), que sustituye al SMP y será analizado en detalle en el epígrafe 4.5.

GRÁFICO 4.8. SPREADS BONOS A 10 AÑOS: GRECIA Y ESPAÑA



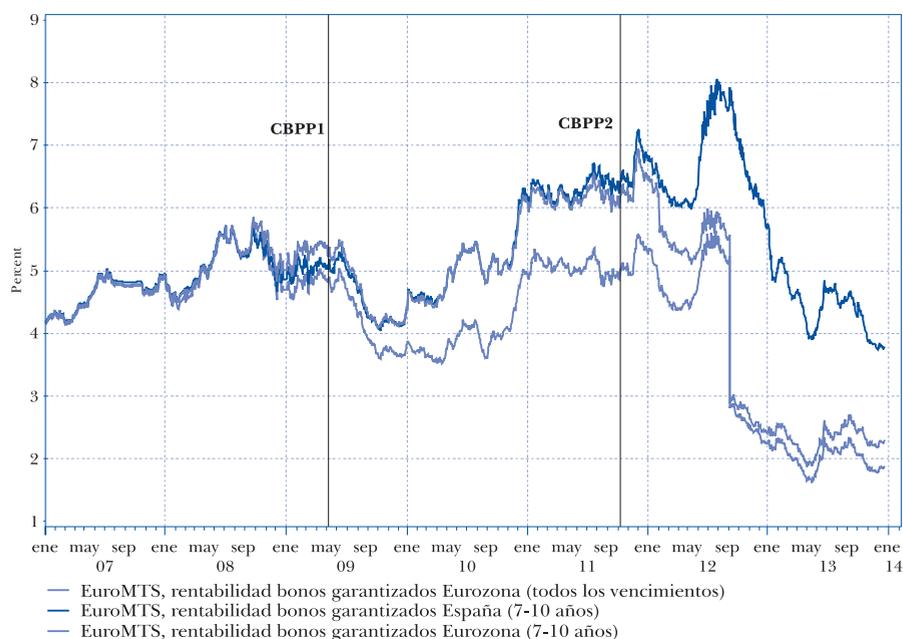
Fuente: Reuters EcoWin.

- *Compra de bonos garantizados (covered bonds)*: los bonos garantizados son valores emitidos por las entidades de crédito para asegurar su financiación a medio y largo plazo. Están respaldados por una cartera de préstamos específica, préstamos hipotecarios y préstamos generalmente del sector público, que cumplen con un estándar mínimo y permanecen en el balance de la entidad crediticia (Szczerbowicz, 2012). Esta garantía de calidad permite a los bancos emitir bonos garantizados con calificación más alta que la suya propia.

Un riesgo relativamente bajo y una rentabilidad ligeramente superior a la de la deuda pública hace que los bonos garantizados sean en condiciones normales muy

atractivos para los inversores privados. De hecho, a finales de 2007 los bonos garantizados de bancos europeos fueron el tipo de título de crédito privado más emitido y demandado del mundo (ECB, 2008). Después de la caída de Lehman Brothers se produjo un aumento de la aversión al riesgo y una tendencia hacia activos más seguros que redujo drásticamente este mercado. Para evitar su colapso, el BCE realizó la primera compra de bonos garantizados (CBPP¹²) en mayo de 2009, acumulando hasta el final de este programa un volumen de 60 mil millones en bonos denominados en euros y la segunda CBPP en octubre de 2011 por 40 mil millones de euros en los mercados primario y secundario. La primera medida sorprendió a los mercados por considerarse un cambio de estrategia al comprar deuda privada directamente. El gráfico 4.9 muestra el fuerte impacto temporal en el mercado de bonos garantizados independientemente del vencimiento del activo. Pero esta política no se ha extendido más, a pesar de que muchos analistas han insistido en ella, porque ha agravado la fractura en el seno del Consejo del BCE y porque no cabe negar que la nacionalidad del banco cuyos bonos adquiere el BCE añade una dimensión particularmente polémica a su decisión, dimensión a la que no se enfrenta la Reserva Federal.

GRÁFICO 4.9. RENTABILIDAD DE LOS BONOS GARANTIZADOS



Fuente: Reuters EcoWin.

¹² Covered Bond Purchase Programme.



4.4.3. POLÍTICAS DE COLATERALES

Es conocido por todos que el Eurosistema proporciona créditos cuando la contraparte presenta colaterales de garantía¹³, es decir, activos que sean elegibles (ver anexo A2). De este modo, una política de relajación de colaterales permite que más entidades puedan acudir a financiarse a través del banco central, del mismo modo que una política más exigente provoca el efecto contrario.

Desde su origen y quizás por tradición alemana donde la política de descuento comercial era y es una fuente tradicional importante del crédito empresarial, el BCE tenía un sistema de garantías menos restrictivo que la Fed y el Banco de Inglaterra, por lo que tenía menos margen de maniobra. Aún así, tras la quiebra de Lehman Brothers, el BCE relajó considerablemente sus normas de garantía y el 15 de octubre de 2008, decidió aceptar como colateral elegible deuda emitida por entidades de crédito, negociadas en los mercados no regulados como por ejemplo certificados de depósito bancario.

También, en la primavera de 2010, la crisis de la deuda soberana obligó al BCE a flexibilizar aún más las normas de garantía. Concretamente, se tomaron una serie de medidas para garantizar que los bancos helenos pudieran seguir utilizando bonos soberanos griegos como garantía para obtener fondos del banco central, a pesar de que algunos de estos bonos soberanos habían caído técnicamente en situación de impago. A medida que la crisis de la deuda soberana se fue extendiendo a otros países de la zona euro en el 2011, el BCE tomó la misma decisión en favor de los bonos del gobierno irlandés y portugués (con el requisito de estar bajo un programa del FMI y de la Comisión Europea). Por otra parte, en diciembre de 2011 el BCE decidió reducir aún más los umbrales de las calificaciones de algunos ABS (*Asset-backed Securities*). En febrero de 2012 se anunció otra novedad importante, a partir de la que cada banco central nacional aceptaría distintos tipos de garantía para dar cabida a las peculiaridades de sus sectores bancarios.

La política de colaterales en 2013 ha continuado relajándose progresivamente, con dos modificaciones del marco general (en marzo y septiembre) y varias de tinte temporal, en donde destaca la de julio con los bonos chipriotas (para mayor detalle de estos cambios y Orientaciones del BCE acúdase al anexo A3). En definitiva, la relajación de la política de colaterales (ver tabla 4.1) no sólo aumenta el volumen de activos que se pueden utilizar como garantía en las operaciones de financiación sino que además promueve la reducción de las tasas de interés de aquellos activos aceptados tras la flexibilización, lo que a la postre tiende a mitigar el estrés bancario, facilita su liquidez y disminuye la factura de su eventual recapitalización en caso de crisis de insolvencia.

¹³ Según las Orientaciones del BCE sobre los instrumentos y procedimientos de la política monetaria del Eurosistema (2011): «De conformidad con el artículo 18.1 de los Estatutos del SEBC, todas las operaciones de crédito del Eurosistema han de basarse en garantías adecuadas. El Eurosistema acepta en sus operaciones un amplio conjunto de activos de garantía. El Eurosistema ha desarrollado un sistema de garantía único común a todas las operaciones de crédito del Eurosistema, también denominado lista única».

TABLA 4.1. UNA MUESTRA DE LOS CAMBIOS ANUNCIADOS POR EL BCE EN LA POLÍTICA DE COLATERALES EN LOS AÑOS 2011, 2012 Y 2013

Fecha	Anuncio del BCE
26/09/13	Criterios comunes de admisibilidad de los activos negociables, criterios adicionales de admisibilidad para los títulos con garantía hipotecaria comercial y criterios específicos de admisibilidad de los bonos garantizados (marco general)
05/07/13	El BCE anuncia cambios en la elegibilidad de instrumentos de deuda negociables emitidos o garantizados por la República chipriota
22/03/13	El BCE anuncia cambios en el uso como garantía de ciertos bonos bancarios garantizados (marco general)
19/12/12	El BCE anuncia cambios en la elegibilidad de los instrumentos de deuda emitidos o garantizados por el gobierno griego
06/09/12	El BCE anuncia la suspensión del umbral de calificación para instrumentos de deuda de países que son elegibles para las OMT o están bajo un programa de la UE-FMI
22/06/12	El BCE reduce el umbral de calificación y corrige los requisitos de elegibilidad para ciertos ABS
08/03/12	El BCE reactiva la elegibilidad de los bonos griegos como colateral
09/02/12	El BCE relaja la política de colaterales
08/12/11	El BCE reduce el umbral de calificación para algunos ABS y permite a los BCN aceptar derechos de crédito (préstamos bancarios) como colateral
21/09/11	El BCE incrementa el conjunto de activos aceptados como colateral para préstamos
07/07/11	El BCE anuncia cambios en la elegibilidad de instrumentos de deuda emitidos o garantizados por el gobierno portugués
31/03/11	El BCE anuncia la suspensión del umbral de calificación para instrumentos de deuda del gobierno irlandés

Fuente: BCE.

4.5. EL STATUS DE LAS *OUTRIGHT MONETARY TRANSACTIONS*

Las *Outright Monetary Transactions* (OMT), anunciadas en septiembre de 2012, consisten en un programa de compra masiva de deuda pública en el mercado secundario por parte del Banco Central Europeo, centrado principalmente en bonos a 1 - 3 años. La intervención del BCE se limita a países con un programa de asistencia financiera en vigor o que hayan solicitado la ayuda financiera de los mecanismos europeos de estabilización, el *European Financial Stability Facility* (EFSF) y el *European Stability Mechanism* (ESM) y que no tengan vetado su acceso al mercado.

Las características técnicas de las OMT son las siguientes:

- Condicionalidad: una condición necesaria para acogerse a las OMT es estar ligado a un programa del EFSF/ESM, ya sea de ajuste macroeconómico completo o de precaución.

- Cobertura: Las operaciones del BCE están enfocadas al corto plazo de la curva de rendimientos (bonos con vencimiento de 1 a 3 años) y sin límite cuantitativo.
- Tratamiento del acreedor: el mismo tratamiento que a los acreedores privados, lo que persigue evitar los problemas provocados con la intervención del FMI y el BCE en Grecia que convirtió de facto a los acreedores privados en deuda junior.
- Esterilización: la liquidez inyectada a través de las OMT será totalmente esterilizada para evitar tensiones inflacionistas.
- Transparencia: se realizan publicaciones periódicas (semanales y mensuales) de las cantidades inyectadas, indicando su duración y el país hacia donde se han dirigido las intervenciones.
- *Securities Market Programme (SMP)*: este programa es sustituido por las OMT, aunque se mantiene la esterilización de los saldos vivos.

GRÁFICO 4.10. PRIMAS DE RIESGO PIIGS



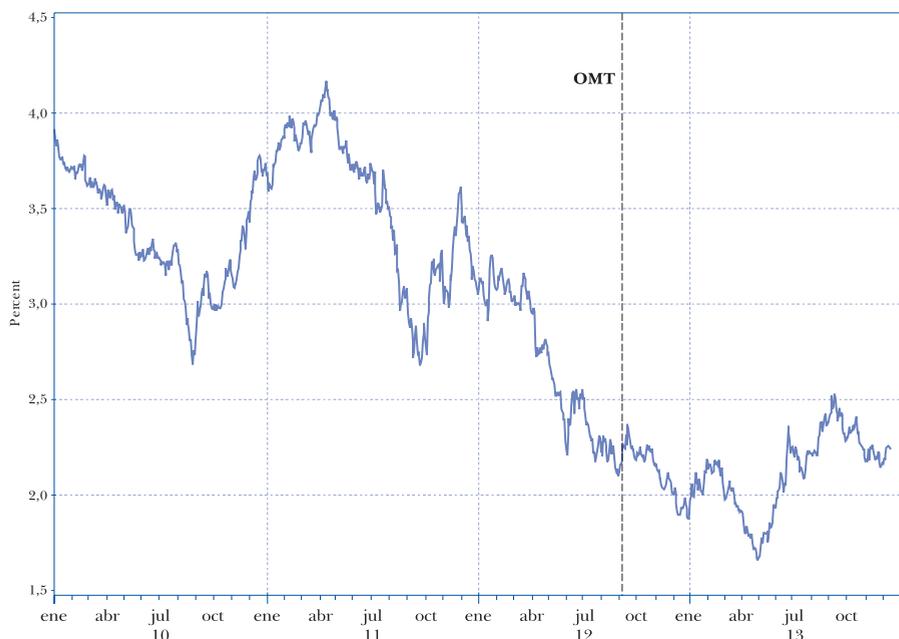
Fuente: Reuters EcoWin.

La acogida del mercado al anuncio de las OMT fue extraordinariamente positiva. Los gráficos 4.10, 4.11 y 4.12 muestran, desde diferentes puntos de vista, que las tensiones en los diferentes mercados se redujeron tras la posibilidad de las compras masivas de activos; noticia de la que se deducía un compromiso firme de salvar al euro y así fue verbalizada por Mario Dragi. En el gráfico 4.10 se observa cómo caen las primas de riesgo del bono a 10 años de los países de la periferia y cómo se estabilizan gracias al resto de medidas anunciadas relativas a la unión bancaria europea. En el gráfico 4.11, referente a los *Credit Default Swaps* (CDS), se aprecia una tendencia similar que indica que el coste de los seguros de impago se modera ante el aumento de la confianza en la UEM tras el anuncio de las OMT. Finalmente, el gráfico 4.12 recoge cómo los activos emitidos por el sector privado corporativo también se ven afectados por la mejora ante las menores exigencias del mercado como consecuencia de la mayor confianza en el euro.

GRÁFICO 4.11. SPREADS CDS PIIGS

Fuente: Reuters EcoWin.

GRÁFICO 4.12. EUROZONA: RENTABILIDAD BONOS CORPORATIVOS (AAA - 10 AÑOS)



Fuente: Reuters EcoWin.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Alonso, J. y Conesa, C. (2013): «TARGET2: Qué significa y qué implica» en Fernández Méndez de Andés, F. (dir.): La arquitectura institucional de la refundación del euro. Fundación de Estudios Financieros. Papeles de la Fundación, nº 49.
- Banco Central Europeo (2011): «Orientaciones del Banco Central Europeo sobre los instrumentos y procedimientos de la política monetaria del Eurosistema». BCE/2011/14. Diario Oficial de la Unión Europea.
- Banco Central Europeo (2012): «Orientaciones del Banco Central Europeo por la que se modifica la Orientación BCE/2011/14 sobre los instrumentos y procedimientos de la política monetaria del Eurosistema». BCE/2012/25. Diario Oficial de la Unión Europea.
- Banco Central Europeo (2013a): «El sistema TARGET». Boletín mensual del BCE, junio de 2013.
- Banco Central Europeo (2013b): «Procedimientos de provisión urgente de liquidez». Eurosistema, octubre de 2013.

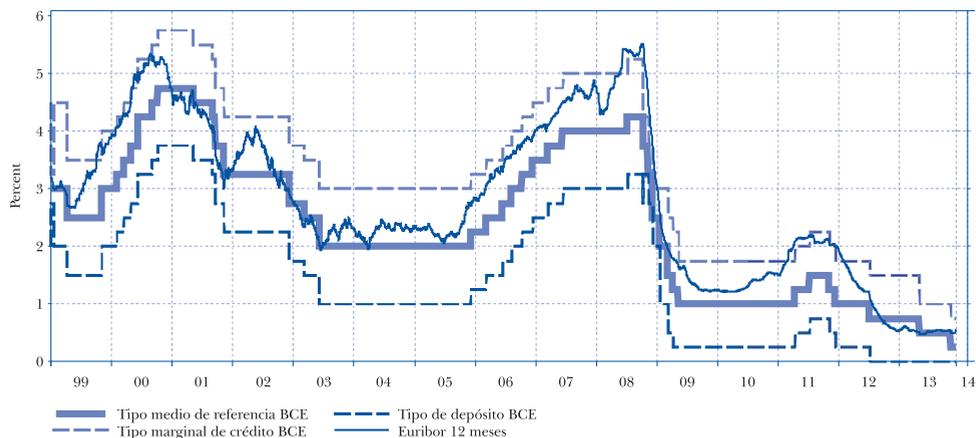


- Banco de España (2013): «La respuesta del Banco Central Europeo a la crisis» en el Encuentro «Experiencias y enseñanzas de las crisis: Europa y América Latina». Universidad Complutense de Madrid y Fundación Ramón Areces. Dirección General del Servicio de Estudios, julio de 2013.
- Cecchetti, S.; McCauley, R.N. y McGuire, P.M. (2012): «Interpreting TARGET2 balances». BIS Working Papers 393».
- European Central Bank (2008): «Covered Bonds in the EU Financial System». European central bank, December.
- European Central Bank (2011): «Guideline of the European Central Bank on monetary policy instruments and procedures of the Eurosystem». ECB/2011/14.
- European Central Bank (2013): «TARGET Annual Report 2012». Eurosystem.
- International Monetary Fund (2013): «Unconventional Monetary Policies. Recent experience and prospects». IMF.
- Mutkin, L. y Featherstone, R. (2010): «Emergency Liquidity Assistance in the Euro Area». Morgan Stanley.
- Pattipeilohy, C.; Van Den End, J.; Tabbae, M.; Frost, J. y De Haan, J. (2013): «Unconventional monetary policy of the ECB during the financial crisis: An assessment and new evidence». DNB Working Paper 381 / May 2013.
- Szczerbowicz, U. (2012): «The ECB unconventional monetary policies: have they lowered market borrowing costs for banks and governments? CEPII, N° 2012-36.



ANEXOS

ANEXO A1. PASILLO DE LA POLÍTICA MONETARIA EN LA UEM



Fuente: Reuters EcoWin.



ANEXO A2. ACTIVOS DE GARANTÍA DE LAS OPERACIONES DE POLÍTICA MONETARIA DEL EUROSISTEMA

Criterios de selección	Activos negociables		Activos no negociables	
	Certificados de deuda del BCE Otros instrumentos de renta negociables	Créditos	Instrumentos de renta fija no negociables con garantía hipotecaria emitidos al por menor (RMDB)	
Tipo de activo	El activo debe tener una elevada calidad crediticia, que se determina utilizando las normas del ECAF aplicables a los activos negociables	El deudor o avalista debe tener una elevada calidad crediticia. La solvencia se determina utilizando las normas del ECAF aplicables a los créditos	El activo debe tener una elevada calidad crediticia, que se determina utilizando las normas del ECAF aplicables a los RMDB	
Calidad crediticia	EEE Los instrumentos deben estar depositados de forma centralizada mediante anotaciones en cuenta en un BCN o en un SILV que cumpla los criterios mínimos establecidos por el BCE.	No aplicable	No aplicable	
Lugar de emisión	EEE Lugar de liquidación: Eurozona Los instrumentos deben estar depositados en cuenta en un BCN o en un SILV que cumpla los criterios mínimos establecidos por el BCE.	Procedimientos del Eurosistema	Procedimientos del Eurosistema	
Procedimientos de liquidación/gestión	BCN Sector público Sector privado Organismos internacionales y supranacionales	Sector público Sociedades no financieras Organismos internacionales y supranacionales	Entidades de crédito	
Tipo de emisor, deudor o avalista	Emisor: EEE o países del G10 no pertenecientes al EEE Deudor: EEE Avalista: EEE	Zona del euro	Zona del euro	
Ubicación del deudor; del emisor y del avalista	Mercados regulados Mercados no regulados aceptados por el BCE	No aplicable	No aplicable	
Mercados admitidos	Euro	Euro	Euro	
Moneda	No aplicable	Importe mínimo en el momento de la presentación del crédito: – Uso nacional: a elección del BCN – Uso transfronterizo: importe mínimo común de 500.000 €	No aplicable	
Importe mínimo	No aplicable	Legislación aplicable al contrato de crédito y al acuerdo de movilización del crédito: legislación de un Estado miembro. El número total de legislaciones diferentes aplicables a: a) la entidad de contrapartida; b) el acreedor; c) el deudor; d) el avalista; e) el contrato de crédito, f) el acuerdo de movilización	No aplicable	
Legislación	En el caso de los bonos de titulación, la adquisición de los activos subyacentes debe registrarse por la legislación de un Estado miembro de la UE. La legislación por la que se rijan los créditos subyacentes debe ser la de un país del EEE			
Uso transfronterizo	Si	Si	Si	Si

Fuente: BCE/2011/14.



ANEXO A3. DETALLE DE LA POLÍTICA DE COLATERALES EN 2013

MODIFICACIÓN DE LAS NORMAS RELATIVAS A LA UTILIZACIÓN COMO ACTIVOS DE GARANTÍA DE BONOS BANCARIOS SIMPLES CON LA GARANTÍA DEL ESTADO PARA USO PROPIO (BCE/2013/6 – MARZO DE 2013).

Esta modificación consiste en: «Desde marzo de 2015, los bonos bancarios simples emitidos por la entidad de contrapartida que los use, o por entidades que tengan vínculos estrechos con ella, y plenamente garantizados por una o varias entidades del sector público del Espacio Económico Europeo (EEE) que tengan derecho a recaudar impuestos, no podrán utilizarse como activos de garantía en las operaciones de política monetaria del Eurosistema por esa entidad de contrapartida».

No obstante, «en circunstancias excepcionales, el Consejo de Gobierno podrá acordar exenciones temporales, de un máximo de tres años, de la prohibición establecida en el apartado 1. La solicitud de exención vendrá acompañada de un plan de financiación en el que la entidad de contrapartida solicitante indique el modo en que el uso propio de bonos bancarios simples con la garantía del Estado se reducirá progresivamente en el plazo máximo de los tres años siguientes a la concesión de la exención».

Junto al marco general de activos de garantía, de manera adicional se encuentran las medidas temporales sobre la elegibilidad de colaterales. En este sentido, durante el año 2013 se han producido algunos cambios en la exigencia de dichos activos de garantía, que se resumen en la Orientación subsiguiente:

ORIENTACIÓN DEL BCE SOBRE MEDIDAS TEMPORALES ADICIONALES RELATIVAS A LAS OPERACIONES DE FINANCIACIÓN DEL EUROSISTEMA Y LA ADMISIBILIDAD DE LOS ACTIVOS DE GARANTÍA Y POR LA QUE SE MODIFICA LA ORIENTACIÓN BCE/2007/9 (BCE/2013/4 – MARZO DE 2013).

Según el BCE, las medidas adicionales establecidas en esta Orientación deben aplicarse temporalmente, hasta que el Consejo de Gobierno considere que ya no son necesarias como mecanismo de política monetaria. La mayoría de estos cambios ablandan las exigencias y, por tanto, favorece la fluidez del crédito. Estas medidas temporales consistieron en:

1. Medidas adicionales relativas a las operaciones de financiación y activos admisibles. En caso de discrepancia con la Orientación BCE/2011/14 (marco general descrito anteriormente) prevalecerá la presente Orientación, aunque los BCN seguirán aplicando las disposiciones de la Orientación general BCE/2011/14.
2. Opción de reducir el importe o terminar las operaciones de financiación a plazo más largo. El Eurosistema puede decidir que, con condiciones, las entidades de contrapartida puedan reducir el importe o poner fin a determinadas operaciones de financiación a largo plazo antes de su vencimiento (amortización anticipada).
3. Admisión de determinados bonos de titulización adicionales. Además de los bonos de titulización admisibles en la Orientación BCE/2011/14, los bonos de titulización que no cumplan los requisitos de evaluación de la calidad crediticia de la sección 6.3.2 del anexo I de la Orientación BCE/2011/14 pero sí cumplen todos los crite-



- rios de admisibilidad de la Orientación BCE/2011/14, serán aceptados como activos de garantía para las operaciones de política monetaria del Eurosistema, siempre que cuenten con dos calificaciones crediticias de al menos triple B¹⁴.
4. Admisión de determinados créditos adicionales. Los BCN podrán aceptar como garantía para las operaciones de política monetaria del Eurosistema créditos que no cumplan los criterios de admisión del Eurosistema. No obstante, los criterios de admisión y medidas de control de riesgo que establezcan los BCN estarán sujetos a la autorización previa del Consejo de Gobierno.
 5. Aceptación de determinadas obligaciones bancarias garantizadas por un Estado. Los BCN no estarán obligados a aceptar como garantía en las operaciones de crédito del Eurosistema, bonos simples bancarios admisibles que no cumplen los requisitos de elevada calidad crediticia del Eurosistema, que son emitidos por la entidad de contrapartida que les da uso o por entidades muy vinculadas a la entidad de contrapartida y que están garantizados por un Estado con una calificación crediticia insuficiente según la Orientación BCE/2011/14 o que está sujeto a un programa de la UE/FMI.
 6. Admisión de ciertos activos denominados en libras esterlinas, yenes japoneses, o dólares estadounidenses como activos de garantía admisibles. Los instrumentos de renta fija negociables descritos en la Orientación BCE/2011/14, si están denominados en libras esterlinas, yenes o dólares estadounidenses, serán activos de garantía admisibles para operaciones de política monetaria del Eurosistema siempre que se emitan y mantengan/liquiden en la zona del euro, el emisor esté establecido en el Espacio Económico Europeo y, obviamente, cumplan todos los otros criterios de admisibilidad incluidos en la Orientación BCE/2011/14.
 7. Suspensión de los requisitos de umbrales de calidad crediticia para determinados instrumentos negociables. Los umbrales de calidad crediticia del Eurosistema no se aplicarán a los instrumentos de renta fija negociables emitidos o garantizados por los Estados miembros sujetos a un programa de la UE/FMI, salvo que el Consejo de Gobierno dicte lo contrario.

DECISIÓN DEL BCE SOBRE MEDIDAS TEMPORALES RELATIVAS A LA ADMISIBILIDAD DE LOS INSTRUMENTOS DE RENTA FIJA NEGOCIABLES EMITIDOS O GARANTIZADOS POR CHIPRE (BCE/2013/13 – JULIO DE 2013).

1. Suspensión de ciertas disposiciones de la Orientación BCE/2011/14 y admisibilidad de instrumentos de renta fija negociables emitidos o plenamente garantizados por la República de Chipre. Los umbrales de calidad crediticia del Eurosistema, conforme se determinan en la Orientación BCE/2011/14, se suspenderán para los instrumentos de renta fija negociables emitidos o plenamente garantizados por la República de Chipre. Por ello, Chipre será considerada un Estado miembro de la zona del euro sujeto a un programa de la UE/FMI.

¹⁴ Existen otros criterios que se pueden encontrar en: http://www.ecb.int/ecb/legal/pdf/1_0_9520130405es00230030.pdf



2. De este modo, los instrumentos de renta fija mencionados en el párrafo anterior sufrirán los recortes especiales establecidos en el anexo de BCE/2013/13.

DECISIÓN DEL BANCO CENTRAL EUROPEO SOBRE MEDIDAS ADICIONALES RELATIVAS A LAS OPERACIONES DE FINANCIACIÓN DEL EUROSISTEMA Y LA ADMISIBILIDAD DE LOS ACTIVOS DE GARANTÍA (BCE/2013/35 – SEPTIEMBRE DE 2013)

1. Criterios comunes de admisibilidad de los activos negociables. Los instrumentos de renta fija admitidos deben tener: un principal fijo no sometido a condiciones, cupones fijos, cupones cero o cupones variables que no puedan dar lugar a un flujo de tesorería negativo.
2. Criterios adicionales de admisibilidad para los títulos con garantía hipotecaria comercial. Los títulos con garantía hipotecaria comercial no podrán incluir préstamos que en algún momento tengan carácter estructurado, sindicado o apalancado.
3. Criterios específicos de admisibilidad de los bonos garantizados. Los bonos garantizados que se hallaran incluidos en la lista de activos admitidos a 30 de marzo de 2013 disfrutarán también de un período de excepcionalidad hasta el 28 de noviembre de 2014.



5. LA ARMONIZACIÓN DE LA REGULACIÓN BANCARIA EUROPEA

ANA GARCÍA Y PILAR LLUESMA
Uriá & Menéndez

La Gran Recesión, tal y como empieza a conocerse «al fenómeno económico de tan extraordinaria gravedad como la crisis financiera que comenzó en el verano de 2007»¹, ha supuesto uno de los mayores retos jurídico-económicos a los que se han tenido que enfrentar los diferentes Estados en los últimos años. De este modo, se ha llevado a cabo de forma global la búsqueda de los denominadores comunes de la crisis bancaria con el fin de articular los mecanismos necesarios para agilizar la recuperación y evitar su futura repetición².

Los miembros del G-20, comenzaron de este modo a incluir en sus sesiones de trabajo su preocupación sobre cómo tratar la problemática originada por la desregulación generalizada de la gestión de crisis bancarias a nivel mundial³, así como a elaborar una serie de recomendaciones que, junto con las del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (CSBB), desembocaron, entre otras medidas, en la publicación en diciembre de 2010 por dicho Comité de la denominada Basilea III, que fija requerimientos de capital más exigentes, incluidas normas que obligan a mantener colchones de conservación de capital y colchones de capital anticíclicos⁴, e introduce un nuevo marco global de liquidez⁵. El acuerdo que alcanzaron los miembros del Comité fue que Basilea III se aplicaría a partir de 2013, sin perjuicio de las disposiciones transitorias que permitirían su aplicación con carácter gradual hasta el 1 de enero de 2019.

¹ DE CARLOS BELTRÁN, L.: «La respuesta del ordenamiento jurídico a la crisis del sistema financiero», Ponencia en la Real Academia de Jurisprudencia y Legislación, el 26-9-2013.

² PAZ ARES, C.: «Regulación bancaria y crisis financiera. Una visión desde el Derecho Mercantil», XXXI Jornadas de Estudio de la Abogacía General del Estado, 25, 26 y 27 de noviembre de 2009; ROLDÁN ALEGRE, J.: «La arquitectura del sistema financiero: lecciones de la crisis», XXXI Jornadas de Estudio de la Abogacía General del Estado, 25, 26 y 27 de noviembre de 2009; MÉNDEZ ALVAREZ-CEDRÓN, J.: «Estructura de gobierno del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria y los Fondos de Garantía de Depósito», XXXI Jornadas de Estudio de la Abogacía General del Estado, 25, 26 y 27 de noviembre de 2009; URÍA FERNÁNDEZ, F.: «Reestructuración bancaria y Derecho de la Competencia», XXXI Jornadas de Estudio de la Abogacía General del Estado, 25, 26 y 27 de noviembre de 2009.

³ Así, en la Cumbre para los mercados financieros y la economía mundial celebrada en Londres el 2 de abril de 2009, los representantes de los Estados asistentes afirmaron que «*We face the greatest challenge to the world economy in modern times; a crisis which has deepened since we last met, which affects the lives of women, men, and children in every country, and which all countries must join together to resolve. A global crisis requires a global solution*».

⁴ CSBB, Basilea III: Marco regulador global para reforzar los bancos y sistemas bancarios. Diciembre de 2010 (rev. junio de 2011), disponible en http://www.bis.org/publ/bcbs189_es.pdf

⁵ CSBB, Basilea III: Marco internacional para la medición, normalización y seguimiento del riesgo de liquidez. Diciembre de 2010, disponible en http://www.bis.org/publ/bcbs188_es.pdf



En este escenario de crisis, y en el ámbito exclusivamente comunitario, la Comisión hizo, de una parte, un llamamiento a favor de una unión bancaria que permitiera fortalecer no sólo el sector bancario sino también la confianza de los mercados en nuestra moneda única, puesto que sólo de ese modo sería posible alcanzar una verdadera unión bancaria y, en la medida de lo posible, «fiscal», y de otra parte, participó, y continúa participando, activamente en los trabajos de Basilea III e inició en paralelo la reforma de los requisitos y la supervisión prudencial de las entidades de crédito, a través de la puesta en marcha de nuevas normas comunitarias que sustituyeran a la existente Directiva 2006/48/CE del Parlamento Europeo y del consejo de 14 de junio de 2006 relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio («**Directiva 2006/48/CE**»).

A nadie debe resultarle ajeno que, en este contexto, uno de los principales pilares de esta unión bancaria sea la supervisión común e integrada de las entidades de crédito⁶ así como una gestión global y coordinada de las crisis bancarias. Medidas, a través de las cuales, será posible crear un halo común de protección con un marco unitario de actuación y unos mecanismos de supervisión centralizados. De modo que sea posible evitar el arbitraje financiero y regulatorio, la banca en la sombra y otro tipo de prácticas de mercado que surgen en aquellos escenarios en los que hay una fragmentación regulatoria plena.

5.1. PRINCIPALES NOVEDADES EN MATERIA DE REGULACIÓN BANCARIA: CAPITAL, LIQUIDEZ Y REMUNERACIÓN

Basilea III no es sino un conjunto de estándares internacionales desarrollados por supervisores y bancos centrales que son aplicables a bancos internacionalmente activos, aunque bien es cierto que los mismos ya han sido o están en proceso de incorporación en la legislación de la mayor parte de las jurisdicciones pertenecientes al CSBB⁷, y en particular las pertenecientes a la Unión Europea.

Así pues, la principal novedad en materia de regulación bancaria a nivel comunitario, es el resultado de la implementación en la normativa de la Unión Europea de los estándares de Basilea III a través de la aprobación de la Directiva 2013/36/UE del Parlamento Europeo y del Consejo de 26 de junio de 2013, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a la supervisión prudencial de las entidades de crédito y las empresas de inversión («**DRC**»), y del Reglamento (UE) 575/2013, del PE y del Consejo de 26 de junio de 2013 sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de servicios de inversión («**RRC**»). A este respecto es de destacar el hecho de que se haya utilizado la vía reglamentaria y no la de la directiva para definir los conceptos básicos de la solvencia de las entidades de crédito, el capital y los riesgos,

⁶ FERNÁNDEZ MÉNDEZ DE ANDÉS, F.: «La reforma de la supervisión financiera: anticipación y eficiencia», *XXXI Jornadas de Estudio de la Abogacía General del Estado*, 25, 26 y 27 de noviembre de 2009.

⁷ Ver el documento del CSBB *Progress Report on implementation of the Basel Regulatory Framework*, October 2013, disponible en <http://www.bis.org/publ/bcbs263.pdf>



lo que garantiza sin duda una armonización plena a nivel comunitario de dicho ámbito de regulación bancaria.

El cuadro siguiente indica a grandes rasgos las materias que aborda cada una de dichas normas comunitarias.

DRC	RRC
Acceso y ejercicio de la actividad	Capital
Libertad de establecimiento y libre prestación de servicios	Riesgo de Crédito/Operativo/Mercado/Liquidación
Supervisión prudencial	Grandes Exposiciones
Gobierno Corporativo/Remuneraciones	Liquidez
Colchones de capital	Apalancamiento
Sanciones	Divulgación

A. CAPITAL

Sin duda alguna la principal novedad respecto a la anterior Directiva 2006/48/CE, por lo que respecta al capital de las entidades bancarias, es la regulación en sede de RRC de la definición y de los requisitos de capital y en sede de DRC de los distintos colchones de capital. Tanto el RRC como la DRC recogen los mismos criterios que Basilea III, si bien la DRC introduce dos nuevos colchones de capital: (i) el colchón para otras entidades de importancia sistémica («**OEIS**»), además del que ya estaba previsto en Basilea III para las entidades de importancia sistémica mundial («**EISM**»), y (ii) el colchón contra riesgos sistémicos.

1) Elementos del capital

A continuación se indica de forma resumida cuáles son los elementos e instrumentos que integran los distintos niveles de capital de las entidades de crédito, así como las deducciones a los mismos.



CAPITAL DE NIVEL 1 ORDINARIO	
Partidas integrantes ⁸	Deducciones ⁹
Capital emitido y desembolsado/instrumentos de capital que reúnan los requisitos del art. 28 del RRC. ¹⁰	Pérdidas del ejercicio en curso y pérdidas esperadas ¹¹ , en su caso
Primas de emisión	Activos intangibles
Ganancias y otros resultados acumulados	Activos por impuestos diferidos que dependan de rendimientos futuros
Otras reservas	Capital de nivel 1 ordinario en autocartera
Beneficios provisionales	Las tenencias recíprocas de capital de nivel 1 ordinario en otras entidades del sector financiero
	Las tenencias de capital de nivel 1 ordinario en otras entidades del sector financiero en los que la entidad tiene una participación significativa o no
Instrumentos de capital suscritos por autoridades públicas en situaciones de urgencia ¹²	El importe excedente de las partidas que deban deducirse de los elementos del capital de nivel 1 adicional
CAPITAL DE NIVEL 1 ADICIONAL	
Partidas integrantes ¹³	Deducciones ¹⁴
Instrumentos híbridos de capital que cumplan los requisitos del artículo 52 del RRC.	Las tenencias en cartera de capital de nivel 1 adicional
Primas de emisión de los citados instrumentos	Las tenencias recíprocas de capital de nivel 1 adicional en otras entidades del sector financiero
	Las tenencias de capital de nivel 1 ordinario en otras entidades del sector financiero en los que la entidad tiene una participación significativa o no
	El importe excedente de las partidas que deban deducirse de los elementos del capital de nivel 2

⁸ Artículo 26 del RRC.

⁹ Artículo 36 del RRC. La ABE presentará a la Comisión Europea un proyecto de normas técnicas de regulación el 1 de febrero de 2015 para especificar la aplicación de dichas deducciones.

¹⁰ Basándose en la información facilitada por cada autoridad competente, la ABE (Autoridad Bancaria Europea) elaborará, mantendrá y publicará una lista de las formas de instrumento de capital en cada Estado miembro que clasifique entre los instrumentos de capital de nivel 1 ordinario. La ABE elaborará y publicará por primera vez esa lista a más tardar el 1 de febrero de 2015, lista que podrá ser revisada y actualizada por la ABE con posterioridad.

¹¹ En el caso de entidades que calculen las exposiciones ponderadas por riesgo utilizando el método basado en las calificaciones internas.

¹² Además de los requisitos del artículo 28 del RRC deberán cumplir los establecidos en el artículo 31 del RRC.

¹³ Artículo 51 del RRC.

¹⁴ Artículo 56 del RRC.

CAPITAL DE NIVEL 2	
Partidas integrantes ¹⁵	Deducciones ¹⁶
Instrumentos de capital y préstamos subordinados, que cumplan los requisitos del artículo 63	Las tenencias en cartera de capital de nivel 2
Primas de emisión conexas a esos instrumentos	Las tenencias recíprocas de capital de nivel 2 en otras entidades del sector financiero
Ciertos ajustes por riesgo de crédito para las entidades que calculen sus exposiciones por el método estándar	Las tenencias de capital de nivel 2 ordinario en otras entidades del sector financiero en los que la entidad tiene una participación significativa o no

2) Requisitos de capital y de los colchones de capital

Asimismo, a continuación se indica cuáles son los requisitos de capital y de colchones de capital exigidos por la RRC y la DRC:

Ratio de capital de nivel 1 ordinario	4,5 % del capital de nivel 1 ordinario sobre el importe total de las exposiciones ponderadas de riesgo
Ratio de capital de nivel 1 (ordinario más adicional)	6 % del capital de nivel 1 sobre el importe total de las exposiciones ponderadas de riesgo
Ratio de capital de nivel 2	2% del capital de nivel 2 sobre el importe total de las exposiciones ponderadas de riesgo
Ratio total de capital (nivel 1+nivel 2) ¹⁷	8% de los fondos propios totales sobre el importe total de las exposiciones ponderadas de riesgo ¹⁸
Colchón de conservación de capital ¹⁹	2,5 % del capital de nivel 1 ordinario sobre el importe total de las exposiciones ponderadas de riesgo
Colchón de capital anticíclico ²⁰	0% - 2,5 % del capital de nivel 1 ordinario sobre el importe total de las exposiciones ponderadas de riesgo. Excepcionalmente, se podrá fijar un colchón superior al 2,5%

¹⁵ Artículo 62 del RRC.

¹⁶ Artículo 6 del RRC.

¹⁷ Artículo 92 del RRC.

¹⁸ En cualquier caso los fondos propios de una entidad de crédito no podrán llegar a ser inferiores al importe del capital inicial exigido en el momento de la autorización (artículo 93 del RRC).

¹⁹ Artículo 129 de la DRC.

²⁰ Artículo 130 y 136.4 de la DRC.

Colchones de EISM y OEIS ²¹	<ul style="list-style-type: none">- 5 categorías de entidades de importancia sistemática mundial (EISM): categoría inferior el 1% y se incrementará paulatinamente en gradientes del 0,5% hasta la categoría superior que se aplicará un 3,5% del capital de nivel 1 ordinario sobre el importe total de las exposiciones ponderadas de riesgo²².- Otras entidades de importancia sistemática (OEIS): 0% -2% del capital de nivel 1 ordinario sobre el importe total de las exposiciones ponderadas de riesgo.- Para cada una de ellas, las autoridades competentes podrán establecer colchones de capital específicos, que en algunos casos son aditivos y en otros se aplica el mayor de los dos.
Colchón contra riesgos sistémicos	1%-3% ²³ /5% ²⁴ de capital de nivel 1 ordinario sobre el importe total de las exposiciones ponderadas de riesgo. Cuando a un grupo al que se exige un colchón para EISM o para OEIS, en base consolidada, se le exija también un colchón contra riesgos sistémicos en base consolidada, se le aplicará el más elevado de los dos colchones. Asimismo, en el caso de una entidad que se exija, en base individual o subconsolidada, un colchón OEIS y un colchón contra riesgos sistémicos, se aplicará el más elevado de los dos.

Debe tenerse en cuenta en relación con los colchones de EISM y de OEIS y del colchón contra riesgos sistémicos que son los Estados miembros lo que deben decidir su fijación, en cuyo caso deberán comunicarlo previamente a la Comisión, a la JERS y a la ABE con un mes de antelación. Asimismo, deberá notificarse a las citadas instituciones, los nombres de las EISM y OEIS y las correspondientes categorías en las que han sido clasificadas. Asimismo, si el colchón contra riesgos sistémicos se pretende situar entre el 3% y el 5% será necesario esperar al dictamen de la Comisión para que un Estado miembro pueda adoptar dicha medida.

Sin perjuicio de lo previsto en el párrafo anterior, los Estados miembros no podrán exigir mayores requisitos de los señalados en el cuadro anterior, si bien la DRC y el RRC

²¹ Artículo 131 de la DRC.

²² El número de categorías y los porcentajes son iguales a los fijados por CSBB en su último documento relativo a los EISM: Bancos de importancia sistemática mundial: metodología de evaluación actualizada y mayor requerimiento de absorción de pérdidas, Julio de 2013, disponible en http://www.bis.org/publ/bcbs255_es.pdf.

²³ Hasta el 31 de diciembre de 2014.

²⁴ A partir de 2015.



prevén instrumentos que dan cierta flexibilidad a los Estados para exigir, directa o indirectamente, unos requisitos de capital superiores:

- (i) Riesgo macroprudencial o sistémico: cuando se observen cambios en la intensidad del riesgo macroprudencial o sistémico del sistema financiero capaz de entrañar perjuicios graves para el sistema financiero y la economía real en un Estado miembro concreto, y se considere que ese riesgo se afrontaría mejor mediante medidas nacionales más estrictas²⁵.
- (ii) Exposiciones garantizadas con hipotecas sobre bienes inmuebles: basándose en el historial de pérdidas y teniendo en cuenta las perspectivas futuras de los mercados y la estabilidad financieras, las autoridades nacionales podrán fijar una ponderación de riesgo más elevada, hasta el 150%, en el caso de las exposiciones garantizadas con hipotecas sobre bienes inmuebles residenciales y comerciales.

A este respecto también debe señalarse la posibilidad de que la Comisión Europea pueda durante un período de un año, imponer requisitos prudenciales más estrictos en lo que se refiere a las exposiciones cuando ello resulte necesario para afrontar cambios de intensidad de los riesgos microprudenciales y macroprudenciales derivados de la evolución del mercado, dentro o fuera de la Unión, que afecten a todos los Estados miembros, y cuando los instrumentos del RRC y de la DRC no basten para hacer frente a dichos riesgos²⁶.

3) Incumplimiento de los colchones de capital

Cuando una entidad de crédito no cumpla los requisitos establecidos en la DRC relativos al colchón de conservación de capital²⁷, de capital anticíclico²⁸ y contra riesgos sistémicos²⁹ deberá (i) calcular el importe máximo distribuible (IMD) de conformidad con lo previsto en el artículo 141.4 de la DRC y notificarlo a la autoridad competente, y no podrá distribuir más del IMD en conexión con el capital de nivel 1 ordinario, o pagar una remuneración variable o beneficios discrecionales de pensión, o realizar pagos vinculados a instrumentos de capital de nivel 1 adicional, y (ii) elaborar un plan de conservación del capital en los términos previstos en el artículo 142 de la DRC y presentarlo a la autoridad competente para su aprobación.

4) Calendario de aplicación

El calendario de aplicación de los requisitos de capital y de los colchones de capital es el siguiente:

²⁵ Artículo 458 del RRC.

²⁶ Artículo 459 del RRC.

²⁷ Artículo 129.6 de la DRC.

²⁸ Artículo 130.6 de la DRC.

²⁹ Artículo 133.17 de la DRC.



- a) Capital: entre el 1/1/2014 y el 31/12/2014, el capital del nivel 1 ordinario podrá situarse entre el 4% y 4,5%, y el capital de nivel 1, entre el 5,5% y el 6%³⁰.
- b) Colchón de conservación de capital y de capital anticíclico: (i) entre el 1/1/2016 y 31/12/ 2016: 0,625%; (ii) entre el 1/1/2017 y 31/12/2017: 1,25%; (iii) entre el 1/1/2018 y 31/12/2018: 1,875%, y (iv) a partir del 1/1/2019 en el 2,5%. Los Estados podrán imponer un periodo transitorio más breve, en cuyo caso informará de ello a la Comisión, la JERS, la EBA y al colegio de supervisores oportuno³¹.
- c) Colchón EISM y OEIS: Se aplicarán a partir del 1/1/2016 de la siguiente forma: (i) en 2016, 25%; (ii) en 2017, 50%; (iii) en 2018, 75% y (iv) 2019, 100%³².
- d) Colchón contra riesgos sistémicos: a partir del 31 de diciembre de 2013³³.
- e) Instrumentos computables como recursos propios: el RRC establece un periodo transitorio de 8 años, hasta 31 de diciembre de 2021, para que puedan computarse como recursos propios aquellos instrumentos o elementos emitidos o admisibles como fondos propios antes del 31 de diciembre de 2011 y que no lo sean ahora de conformidad con los nuevos criterios establecidos por el RRC³⁴, si bien con los límites establecidos en el artículo 486 de dicha disposición³⁵.

B. LIQUIDEZ

Una de las reformas esenciales del CSBB para lograr un sistema bancario más resistente fue la introducción de dos estándares mínimos de liquidez financiera: (i) el coeficiente de cobertura de liquidez, destinado a promover la resistencia a corto plazo de un banco, garantizando que una entidad de crédito tenga suficientes activos líquidos para superar un periodo de tensión significativo durante todo un mes, y (ii) el coeficiente de financiación estable neta, con un horizonte temporal de un año³⁶.

³⁰ En la Norma Cuarta del Borrador de Circular del Banco de España sobre el ejercicio de diversas opciones regulatorias contenidas en el RRC («Borrador de Circular»), se fija un ratio de capital de nivel 1 ordinario del 4,5% y un ratio de capital de nivel 1 del 6%.

³¹ Artículo 160 de la DRC.

³² Artículo 162 de la DRC.

³³ Artículo 162.6 de la DRC.

³⁴ Artículo 484 del RRC.

³⁵ La Norma Decimosexta del Borrador de Circular establece los porcentajes aplicables durante dicho periodo transitorio para el cómputo como elementos de nivel 1 ordinario, nivel 1 adicionales y de nivel 2 en los siguientes términos:

- a) del 80 % durante el periodo comprendido entre 1 de enero de 2014 y el 31 de diciembre de 2014;
- b) del 70 % durante el periodo comprendido entre el 1 de enero de 2015 y el 31 de diciembre de 2015;
- c) del 60 % durante el periodo comprendido entre el 1 de enero de 2016 y el 31 de diciembre de 2016;
- d) del 50 % durante el periodo comprendido entre el 1 de enero de 2017 y el 31 de diciembre de 2017;
- e) del 40 % durante el periodo comprendido entre el 1 de enero de 2018 y el 31 de diciembre de 2018;
- f) del 30 % durante el periodo comprendido entre el 1 de enero de 2019 y el 31 de diciembre de 2019;
- g) del 20 % durante el periodo comprendido entre el 1 de enero de 2020 y el 31 de diciembre de 2020;
- h) del 10 % durante el periodo comprendido entre el 1 de enero de 2021 y el 31 de diciembre de 2021.

³⁶ CSBB, Basilea III. Coeficiente de cobertura de liquidez y herramientas de seguimiento de riesgo de liquidez, Enero de 2013, disponible en http://www.bis.org/publ/bcbst238_es.pdf



Ambos coeficientes han sido implementados en la normativa comunitaria a través de la regulación detallada que establece la Parte Sexta del RRC.

1) Coeficiente de cobertura de liquidez

El artículo 411 del RRC establece que deberá mantenerse un valor en activos líquidos que cubra las salidas de liquidez menos las entradas de liquidez, a fin de garantizar que las entidades mantengan un colchón de liquidez de nivel apropiado para afrontar cualesquiera desequilibrios entre las entradas y salidas de liquidez en graves condiciones de tensión durante un período de treinta días. Durante los períodos de tensión, las entidades podrán utilizar sus activos líquidos para cubrir las salidas netas de liquidez.

El RRC también regula la información que debe proporcionarse a las autoridades relativa a la liquidez y los elementos de la misma, así como la determinación de qué elementos y cuáles no deben considerarse como activos líquidos y los requisitos que los mismos deben cumplir. La relación de los activos líquidos dada por el RRC se realiza en términos bastante amplios refiriéndola a los conceptos genéricos de «liquidez y calidad crediticia elevadas y sumamente elevadas», por lo que será necesaria una posterior determinación uniforme de qué debe entenderse por dichos conceptos. A este respecto cabe señalar que los trabajos del CSBB están más avanzados, existiendo en su último documento en materia de liquidez de enero de 2013 una identificación de los activos por niveles (1, 2ª y 2B) y dentro de cada uno de estos niveles unos tipos de activos muy concretos y determinados.

Asimismo, el RRC, regula entre otros aspectos, la valoración de los activos líquidos, valoración que será la de su valor de mercado al que se aplicarán los descuentos adecuados, entre el 0% y el 20%, a fin de reflejar al menos la duración, el riesgo de crédito y de liquidez y los descuentos habituales de las operaciones de recompra en períodos de tensión general de los mercados.

Sin perjuicio de que el RRC establezca una obligación genérica de que las entidades deben tener activos líquidos suficientes para cubrir sus salidas netas de liquidez en situaciones de grave tensión durante 30 días, el calendario previsto para su aplicación es el siguiente:

- a) un periodo de observación que se iniciará el 1 de enero de 2014, y en el que las entidades tendrá que reportar al Banco de España los elementos necesarios para que pueda verificarse que disponen de una cobertura de liquidez suficiente³⁷;
- b) 60 % del requisito de la cobertura de liquidez en 2015;
- c) 70 % a partir del 1 de enero de 2016;
- d) 80 % a partir del 1 de enero de 2017;

³⁷ Este reporting será realizado por todas las entidades uniformemente a través de los formatos que desarrolle la EBA.



- e) 100 % a partir del 1 de enero de 2018. No obstante está previsto que el 30 de junio de 2016 la ABE deberá comunicar a la Comisión si dicho calendario debe modificarse, y en particular, retrasar la aplicación del 100% hasta el 1 de enero de 2019³⁸ (fecha propuesta por el CSBB).

No obstante lo anterior, los Estados miembros podrán aplicar normas mínimas vinculantes con anterioridad a las fechas indicadas³⁹.

2) Coeficiente de financiación estable

El artículo 413 del RRC prevé que las entidades se cerciorarán de que se cumplan debidamente las obligaciones a largo plazo mediante una variedad de instrumentos de financiación estable, tanto en situaciones normales, como en situaciones de tensión.

El RRC se limita a establecer en sus artículos 427 y 428 cuáles son los elementos que proporcionan financiación estable y cuáles son los que la requieren.

En cuanto a los plazos de aplicación, se indica que a más tardar el 31 de diciembre de 2016, la Comisión, si procede, y tomando en consideración los informes elaborados por la EBA, y teniendo plenamente en cuenta la diversidad del sector bancario de la Unión, presentará al Parlamento Europeo y al Consejo una propuesta legislativa sobre la forma de garantizar que las entidades utilicen fuentes estables de financiación⁴⁰.

C. REMUNERACIÓN

La política de remuneración de las entidades de crédito que se regula en la nueva normativa comunitaria, tanto en la DRC⁴¹ como en el RRC⁴², continúa teniendo como eje central la idea de que la remuneración debe ser acorde con la propensión al riesgo y a los valores e intereses a largo plazo de la entidad de crédito

Las novedades que introduce la DRC respecto a la anterior directiva 2006/48/CE son las siguientes⁴³:

³⁸ Artículo 460 y 461 del RRC.

³⁹ El Real Decreto-Ley 14/2013, de 29 de noviembre, ha modificado el artículo sexto de la Ley 13/1985, de 25 de mayo, para incluir la posibilidad de imponer «la obligación de disponer de una cantidad mínima de activos líquidos que permitan hacer frente a las potenciales salidas de fondos derivadas de pasivos y compromisos, incluso en caso de eventos graves que pudieran afectar a la liquidez, y la de mantener una estructura adecuada de fuentes de financiación y de vencimientos en sus activos, pasivos y compromisos con el fin de evitar potenciales desequilibrios o tensiones de liquidez que puedan dañar o poner en riesgo la situación financiera de la entidad». Asimismo se prevé que dicha obligación podrá ser más estricta en función de la capacidad de cada entidad de crédito para obtener capital de nivel 1.

⁴⁰ Artículo 510 del RRC.

⁴¹ Artículos 92 a 96 de la DRC.

⁴² Artículo 450 del RRC.

⁴³ La regulación prevista en la DRC ya ha sido implementada en la normativa española mediante el Real Decreto-Ley 14/2013, de 29 de noviembre, que añade el nuevo artículo décimo bis a la Ley 13/1985, de 25 de mayo.



- (i) Introduce un nuevo principio de la política de remuneración por el cual ésta debe fijar una clara distinción entre los criterios para el establecimiento de la remuneración de base fija y la remuneración variable. La primera debe reflejar principalmente la experiencia profesional y la responsabilidad en la organización), mientras que la segunda, un rendimiento sostenible y adaptado al riesgo, así como un rendimiento superior al requerido para cumplir con las funciones que le corresponden al empleado.
- (ii) Por lo que respecta a los principios aplicables a los elementos variables de la remuneración debe señalarse lo siguiente:
 - a) Se afirma que la remuneración variable garantizada no es compatible con una gestión correcta de los riesgos ni con el principio de recompensar el rendimiento, y no formará parte de posibles planes de remuneración.
 - b) Se establecen como principios que deben regir el establecimiento de los ratios apropiados entre los componentes fijos y variables de la remuneración total los siguientes:
 - i. El componente variable no podrá ser superior al 100% del componente fijo, aunque se reserva la facultad de que los Estados puedan establecer un porcentaje máximo inferior.
 - ii. Los Estados miembros podrán autorizar a los accionistas a aprobar un nivel superior al anteriormente indicado, siempre el nivel global del componente variable no sea superior al 200% del componente fijo. Para ello será necesario que haya una recomendación pormenorizada previa de la propia entidad que deberá ser inmediatamente comunicada a la autoridad competente, y deberá ser aprobada por una mayoría del 66% como mínimo, siempre que esté representado el 50% de los accionistas, decisión que igualmente será comunicada a la autoridad competente quien a su vez lo comunicará a la ABE.
 - iii. Con vistas a fomentar la utilización de acciones o instrumentos de deuda que sean pagaderos en régimen diferido a largo plazo como componentes de remuneración variable, los Estados miembros podrán autorizar, dentro de ciertos límites (25% de la remuneración variable total), a las entidades que apliquen un tipo de descuento teórico al calcular el valor de dichos instrumentos a efectos de aplicar la ratio máxima. No obstante, los Estados miembros podrán prever un porcentaje máximo de la remuneración variable total más reducido que el que se acaba de señalar.

A fin de asegurar un enfoque armonizado y coherente, la ABE debe ofrecer una orientación adecuada con respecto al tipo de descuento teórico aplicable que debe utilizarse a más tardar el 31 de marzo de 2014.
 - iv. Se introduce la precisión de que los pagos por rescisión tampoco podrán recompensar conductas indebidas.
 - v. Hasta el 100% de la remuneración variable total estará sometida a cláusulas de reducción de la remuneración o de recuperación de las remuneraciones ya satisfechas. Entre los criterios específicos que deberán establecer las entidades a este respecto, se abordarán en particular;



- aquellas situaciones en las que el empleado: (i) haya participado o sea responsable de conductas que hubieran generado importantes pérdidas, y (ii) incumpla las exigencias de idoneidad y corrección.
- (iii) Las entidades que tengan sitio web explicarán en ella cómo cumplen los requisitos de la DRC en materia de política de remuneraciones y de los elementos variables de la remuneración.

El RRC regula en su artículo 450 la información que las entidades de crédito deben divulgar sobre su política y su práctica de remuneración en aras de una mayor transparencia sobre esta materia. El contenido de este artículo reproduce literalmente lo que ya se preveía en el Anexo XII, Parte II, punto 14 de la Directiva 2006/48/CE, si bien extiende la obligación de divulgación a la siguiente información: (i) los ratios entre remuneración fija y variable establecidos de acuerdo con lo establecido en la DRC y (ii) el número de personas que perciben una remuneración de 1 millón de euros o más por ejercicio financiero.

Asimismo, el RRC prevé la publicación de la remuneración total de cada miembro del órgano de dirección o de la alta dirección a petición del Estado miembro o de la autoridad competente.

5.2. LA COORDINACIÓN EUROPEA: LAS RELACIONES ENTRE LA EBA Y EL ECB

La necesidad del establecimiento de unos mecanismos únicos de supervisión ya había sido puesta de manifiesto por Jacques de Larosière⁴⁴ quién urgió la necesidad de adoptar una serie de medidas y propuestas legislativas que trajeron como consecuencia la creación de unos supervisores europeos⁴⁵, la Junta Europea de Riesgo Sistémico («ESRB») (para el nivel de supervisión macroprudencial) y el Sistema Europeo de Supervisores Financieros, del que forman parte las nuevas Autoridad Bancaria Europea («EBA»), Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación («EIOPA») y Autoridad Europea de Mercados y Valores («ESMA») (para el nivel de supervisión microprudencial)⁴⁶. No obstante, estas auto-

⁴⁴ GRUPO DE LAROSIÈRE (2009) Informe del Grupo de alto nivel sobre la Supervisión Financiera presidida por Charles de Larosière (el «Informe Larosière»).

⁴⁵ *Regulation (EU) No 1093/2010 of the European Parliament and of the Council, of 24 November 2010, establishing a European Supervisory Authority (European Banking Authority), amending Decision No 716/2009/EC and repealing Commission Decision 2009/78/EC (OJ L 331, 15.12.2010, p. 12); Regulation (EU) No 1094/2010 of the European Parliament and of the Council, of 24 November 2010, of 24 November 2010, establishing a European Supervisory Authority (European Insurance and Occupational Pensions Authority), amending Decision No 716/2009/EC and repealing Commission Decision 2009/79/EC (OJ L 331, 15.12.2010, p. 48); Directive 2010/78/EU of the European Parliament and of the Council, of 24 November 2010, amending Directives 98/26/EC, 2002/87/EC, 2003/6/EC, 2003/41/EC, 2003/71/EC, 2004/39/EC, 2004/109/EC, 2005/60/EC, 2006/48/EC, 2006/49/EC and 2009/65/EC in respect of the powers of the European Supervisory Authority (European Banking Authority), the European Supervisory Authority (European Insurance and Occupational Pensions Authority) and the European Supervisory Authority (European Securities and Markets Authority) (OJ L 331, 15.12.2010, p. 120).*

⁴⁶ VERGARA MAÑERÚ, Juan Ignacio, «Las recomendaciones del Informe Larosière en relación con la supervisión del sistema financiero y su ejecución por la Comisión y el Consejo Europeos». *RDMV*, n.º 6/2010, págs. 421 y ss.



ridades de supervisión no se erigieron en sustitución de las nacionales sino que crecieron con una vocación de convivencia, lo que debilitó, en parte, su creación y supuso asimetrías nacionales en la implantación de sus recomendaciones⁴⁷.

Con el fin de superar las deficiencias de este esquema de supervisión a nivel comunitario y de lograr una mejor gestión de las crisis bancarias, a los efectos de impedir el colapso de un sistema financiero, nacional o internacional, el 10 de julio de 2013 la Comisión publicó su propuesta de reglamento para la creación de un (i) mecanismo único de supervisión⁴⁸; (ii) un mecanismo único de resolución; y (iii) un fondo único de resolución bancaria.

Este paquete de medidas legislativas está encaminado a crear un marco homogéneo de actuación en un mercado altamente regulado como es el bancario. De este modo, se completará el proceso de lo que se ha dado a conocer «Unión Bancaria» que empieza con una revisión de los requisitos de acceso y de actuación al y en el mismo (cuyo máximo exponente ha venido definido por la aprobación de DRC y RRC) continúa con el establecimiento de un mecanismo único de supervisión, intervención y resolución y finaliza con la creación de un fondo único para el rescate.

El problema de este proyecto tan ambicioso puede generarse en el supuesto de que la implementación de todas las diferentes estancias ocurra a distintas velocidades. Hoy por hoy tenemos ya la regulación Europea que da virtualidad al mecanismo único de supervisión⁴⁹, el cual queda articulado a través de la transferencia al Banco Central Europeo («**ECB**») de las funciones concretas en materia de supervisión de entidades de crédito. Pero aún nos encontramos bastante lejos de llegar al mismo resultado en relación con el mecanismo único de resolución (en el cual aún no se ha encontrado un consenso en si el mismo ha de ser también el ECB o si, por el contrario, ha de ser la Comisión Europea) y del fondo único de resolución.

Se ha previsto que la puesta en marcha de este suprasupervisor tenga lugar en el último trimestre del 2014, y su legitimación legal procede de su propio reglamento de creación, de la directiva de recuperación y resolución bancaria (que se encuentra, actualmente, en fase de trílogos), y de las reglas de ayudas de Estado de la Comisión que resultarán aplicables cuando se recurra a dinero público e incluso cuando se recurra al fondo de resolución único.

El gran problema que la antelación temporal del mecanismo único de supervisión puede acarrear no es otro que su frustración ante la falta de acuerdo de los distintos Estados miembros en la creación de los otros dos elementos que culminarían la unión bancaria.

⁴⁷ GARCÍA ALCORTA, J.: «El nuevo marco institucional relativo a la supervisión financiera en la Unión Europea», *AJUM*, n.º 29, 2011.

⁴⁸ GARCÍA ALCORTA, J.: «Observaciones en torno al mecanismo único de supervisión bancaria en la Unión Europea», *AJUM*, n.º 34, 2013.

⁴⁹ Reglamento N° 1024/2013 de 15 de octubre de 2013, por el que se confieren poderes suficientes al Banco Central Europeo en relación con la supervisión prudencial de las entidades de crédito y Reglamento N° 1022/2013 por el que se modifica el Reglamento N° 1093/2010 por el que se establece la autoridad bancaria europea («nuevo Reglamento EBA»).



A nadie se le escapa que la creación de tantas instancias comunitarias puede provocar ciertos conflictos de interés o competenciales entre las mismas, por ello, a lo largo de este trabajo trataremos de delimitar las parcelas de cada uno de los mecanismos que, tanto a nivel europeo como a nivel internacional, se han articulado para la supervisión de los mercados financieros y, en especial, del sistema bancario.

La atribución de las competencias de supervisión y, en su caso, de resolución al ECB no está exenta de críticas. No se puede olvidar que el ECB es la autoridad monetaria por excelencia y que es, en primera instancia a dicha tarea a la que ha de destinar el diseño de su política de actuación y los recursos económicos con los que cuenta. No obstante, también es cierto que el ECB es el mayor conocedor, a nivel comunitario, de la situación de los bancos de la eurozona y tiene los medios necesarios y adecuados para llevar a cabo la labor de supervisión encomendada. Por tanto, entendemos que para garantizar la ejecución de su nueva labor sólo habrán de tomarse ciertas cautelas que permitan establecer compartimentos estancos de modo que este nuevo papel no suponga un sesgo a la hora de tomar las decisiones de política monetaria.

En la presentación de las nuevas medidas tanto al Parlamento Europeo como al Consejo, que tuvo lugar el pasado 12 de septiembre, el Comisario de Mercado Interior, Michel Barnier, afirmó que: *«Hace falta una supervisión bancaria más eficaz en todos los países europeos para garantizar la aplicación coherente de las normas del mercado único. El ECB tendrá la función de asegurar que los bancos de la zona del euro se atengan a buenas prácticas financieras. Nuestro objetivo último es dejar de utilizar el dinero de los contribuyentes para sacar de apuros a los bancos»*. Continuó diciendo: *«Hemos propuesto un mecanismo que separa la supervisión de la política monetaria dentro del ECB, y hemos dispuesto lo necesario para garantizar que el ECB rinda cuentas ante el Parlamento Europeo de sus decisiones de supervisión.»*

También tenemos que tener en cuenta que el ECB ha jugado un papel extraordinario en todo el proceso de la crisis, si contamos desde la caída del Banco de Inversión Lehman Brothers, y ha permitido una lenta pero estable recuperación de la Eurozona gracias al mantenimiento de la liquidez necesaria en el sistema⁵⁰. Tal vez por todos estos hechos, y partiendo de un análisis económico situacional, tuvo lugar la aprobación del mecanismo único de supervisión bancaria mediante un trasvase hacia el Banco Central Europeo de considerables facultades de supervisión prudencial (ahora en manos de los supervisores nacionales).

En la misma sesión y, con el fin de dar virtualidad al trasvase de competencias citado y permitir una adecuada convivencia entre el ECB y la EBA, se produjo también la aprobación por el Parlamento Europeo del ya citado Reglamento por el que tendrá lugar la modificación del Reglamento (EU) N° 1093/2010 de creación de la EBA.

No podemos olvidar que la EBA nació con la doble vocación de asegurar un nivel de homogeneización y de supervisión efectiva en el ámbito de la Unión Europea y de promover la estabilidad y la transparencia del sistema financiero. Según el Expositivo 12 de

⁵⁰ SHOENMAKER, D.: «Banking Supervision and Resolution: the European Dimension», January 2012 *DSF Policy Paper*, N° 19.



su norma de creación «[...] debe actuar con vistas a mejorar el funcionamiento del mercado interior; en particular garantizando un nivel elevado, efectivo y coherente de regulación y supervisión que tenga en cuenta los intereses diversos de todos los Estados miembros y el distinto carácter de las entidades financieras. La Autoridad debe proteger valores públicos tales como la estabilidad del sistema financiero, la transparencia de los mercados y los productos financieros y la protección de los depositantes y los inversores [...]». Precisamente por ello, la articulación de una herramienta adecuada para la pacífica convivencia de la misma con el ECB (tal y como el mismo quedará definido tras la aprobación de las reformas apuntadas) es esencial de cara a evitar la frustración de la EBA.

La principal novedad que se introduce en el nuevo Reglamento EBA es el sometimiento del ECB a la EBA. En concreto, tal y como se establece en la hoja de ruta descrita por la Comisión Europea para asegurar la efectividad de la unión bancaria⁵¹, «la EBA ejercerá sus competencias y tareas también en relación con el ECB» quien quedará englobado dentro del concepto de «autoridad competente», de ese modo, al establecer a la EBA como un ente por encima de la nueva autoridad europea de supervisión, i.e. el ECB, se ratifica no sólo su co-existencia sino la certeza, al menos nominal, de que el ECB también se encuentra sometido a vigilancia.

Se adaptará, por otro lado, el sistema de votación de la ABE a fin de que sus estructuras decisorias sigan siendo equilibradas y eficaces y reflejen las posiciones de las autoridades competentes de los Estados miembros que participen en el mecanismo único de supervisión y de los que no participen, preservando así plenamente la integridad del mercado único.

Es conveniente recordar que los sistemas de votación en el seno de la EBA son ejercidos por los miembros de la Junta de Supervisores⁵², con dos modalidades diferentes; (i) mayoría cualificada de sus miembros para los asuntos relativos a los actos de carácter general, cuestiones presupuestarias o recursos imputados por las autoridades nacionales⁵³ y (ii) mayoría simple de los miembros con derecho a voto para el resto de los supuestos⁵⁴. En estos casos, y para el correspondiente cálculo de las mayorías referidas, cada miembro de la Junta de Supervisores tendrá un voto.

⁵¹ Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo y al Consejo. Hoja de Ruta hacia una unión bancaria. Bruselas, 12 de septiembre 2012, COM (2012) 510 final.

⁵² Integrada por los máximos representantes de las autoridades competentes pertinentes de cada Estado miembro y presidida por el Presidente de la Autoridad, debe ser el órgano decisorio principal de la Autoridad. Representantes de la Comisión, de la JERS, del Banco Central Europeo, de la Autoridad Europea de Supervisión (Autoridad Europea de Seguros y Pensiones) y de la Autoridad Europea de Supervisión (Autoridad Europea de Valores y Mercados) deben participar como observadores. Los miembros de la Junta de Supervisores deben actuar con independencia y exclusivamente en interés de la Unión.

⁵³ En concreto las competencias reguladas en los artículos 10 a 16 y a las medidas y decisiones adoptadas de conformidad con el artículo 9, apartado 5, párrafo tercero, y el capítulo VI del Reglamento (UE) n° 1093/2010.

⁵⁴ Salvo en el caso de las decisiones en virtud del artículo 19, apartado 3, labor de mediación entre autoridades nacionales diferentes ante la falta de acuerdo, o de implantación de las medidas sugeridas por la EBA, que se considerarán adoptadas cuando la decisión sea aprobada por mayoría simple salvo que la rechace un número de miembros que represente la minoría de bloqueo de los votos definida en el artículo 16, apartado 4, del Tratado de la Unión Europea y el artículo 3 del Protocolo (n° 36) sobre las disposiciones transitorias.



Por tanto, se ha considerado que, para que el ECB pueda coordinar, tal y como el nuevo mecanismo de supervisión le ha encomendado, la posición de los Estados de la zona euro es necesario que los regímenes de mayorías sean ajustados en determinados supuestos (en particular en aquellas áreas en las que la EBA adopta decisiones vinculantes sobre la aplicación del código normativo único en su persecución de las infracciones del Derecho de la Unión y de solución de diferencias). De este modo se podría garantizar que las decisiones tomadas por la EBA representan el interés de la Unión Europea en su conjunto.

El nuevo sistema de votación en las materias referidas en el párrafo anterior consistirá en el establecimiento por la Junta de Supervisores de un nuevo panel independiente, compuesto por el Presidente y dos de sus miembros con derecho a voto, que decidirá sobre el asunto a tratar y su posición será asumida por la EBA salvo que la misma sea rechazada por una mayoría simple que incluya como mínimo tres votos procedentes de Estados miembros participantes y tres votos procedentes de Estados miembros que no estén participando en el mecanismo único de supervisión.

Del mismo modo que han tratado de ajustar los mecanismos de votación para obtener una estructura representativa que pondere los intereses de todos los Estados miembros y persiga el bien del conjunto de la Unión, también se ha querido incluir una salvaguarda que lo que pretende es defender a aquellos Estados no miembros que opten por acogerse a los beneficios de tener al ECB como supervisor único de modo que el sistema de votación cuente con una minoría de bloqueo⁵⁵ que vaya oscilando en función del número de Estados no participantes que se acojan al sistema único de supervisión.

Por último, en el nuevo Reglamento EBA se ha introducido una cláusula de revisión específica, con objeto de tomar en consideración toda evolución en cuanto al número de Estados miembros cuya moneda es el euro o cuyas autoridades competentes hayan establecido una cooperación estrecha, así como de examinar si, a la luz de tal evolución, resulta necesario proceder a más ajustes de dichas disposiciones para garantizar que las decisiones de la EBA se adopten en aras del mantenimiento y fortalecimiento del mercado interior de los servicios financieros.

A pesar de todo lo que, hoy por hoy, se ha articulado para garantizar la supervivencia de la EBA con el fin de establecer un marco de supervisión completo, armonizado, sin lagunas, en la que se garantiza la supervisión de cada uno de sus integrantes con el fin de evitar conflictos de interés y garantizar que cada uno desempeña el cargo y el papel que le fue otorgado, habrá que esperar a su puesta en práctica para ver qué es lo que realmente ocurre y cómo queda, finalmente establecida la supervisión a nivel de la Unión Europea.

⁵⁵ De conformidad con lo expuesto en el artículo 44.1 párrafo cuarto (tal y como el mismo quedará redactado tras la aprobación de la Propuesta de Reglamento EBA) a partir de la fecha en que como máximo cuatro Estados miembros no sean Estados miembros participantes ni hayan establecido una cooperación estrecha con el BCE al amparo de ese Reglamento, la decisión propuesta por el panel se considerará adoptada a menos que sea rechazada por una mayoría simple que incluya como mínimo un voto de un miembro de estos Estados miembros. Cada miembro dispondrá de un voto.



5.3 LA COORDINACIÓN INTERNACIONAL: *EUROPEAN BANKING AUTHORITY* Y *FINANCIAL STABILITY BOARD*

A efectos de coordinación internacional, la creación del FSB unido con la encomienda otorgada al mismo por el G-20 en la cumbre de Pittsburg de 2009 de liderar y coordinar el desarrollo de una reforma financiera global ha sido la respuesta internacional más importante ante la crisis⁵⁶.

Sin lugar a dudas, la puesta en marcha de esta nueva arquitectura financiera internacional tendrá un impacto de gran calado en los mercados y los agentes que en ellos operan. Pero las tareas pendientes y los desafíos que surgen no son de menor alcance.

La labor del FSB⁵⁷, que forma parte del comité asesor que ha configurado el nuevo marco regulatorio de solvencia de las entidades de crédito (conocido como el paquete «**DRCIV**»), ha sido muy encomiable y ha ayudado, en gran medida, a la recuperación de la confianza en los mercados financieros. Una de las medidas adoptadas, que surge de su estudio de entidades «*too-big-to-fail*»⁵⁸, es la determinación del concepto de entidades de riesgo sistémico (SIFIs –en terminología anglosajona⁵⁹–) y la imposición a las mismas de unos requisitos de capital y de recursos superiores (con el efecto de evitar las consecuencias devastadoras que podrían ocasionarse en el caso de que las mismas tuviesen que ser rescatadas) tal y como han quedado determinados en el apartado primero del presente epígrafe.

A lo largo del 2013, el FSB ha llevado a cabo, en línea con el mandato encomendado por el G-20, numerosos trabajos tendentes al fortalecimiento de los mercados globales y ha ido cobrando mayor importancia, prueba de ello es la autonomía que se le ha dado al constituirse como una entidad autónoma (a pesar de que siga en la sede del Banco de Pagos Internacionales organismo que, a su vez, la dota de financiación). Al pro-

⁵⁶ El FSB fue propuesto, como continuación a los compromisos asumidos en la Cumbre del G-20 de Washington, en la Cumbre de Londres del 2009 y supone la continuación del Foro de Estabilidad Financiera (fundado en 1999 y cuya finalidad consistía en promover la estabilidad del sistema financiero internacional a través de la cooperación entre organizaciones de supervisión internacional e instituciones financieras internacionales). Sus miembros son, entre otros: el Fondo Monetario Internacional, el ECB, la Comisión Europea, el Banco de Pagos Internacionales y el Comité de Basilea, además de los bancos centrales y ministerios de economía de algunos estados, entre los que se encuentra España. Actualmente está presidido por el gobernador del Banco de Inglaterra y su secretaría tiene sede en el Banco de Pagos Internacionales, en Basilea.

⁵⁷ Con carácter ejemplificativo que no exhaustivo ni limitativo, el FSB se encarga de (i) valorar las vulnerabilidades del sistema financiero, identificar y supervisar las acciones necesarias para enfrentarlas; (ii) promover la coordinación y el intercambio de información entre las autoridades responsables de la estabilidad financiera; (iii) seguir los desarrollos de los mercados y asesorar sobre sus implicaciones regulatorias; (iv) analizar y asesorar las prácticas adecuadas para cumplir con los estándares regulatorios; (v) emprender revisiones estratégicas conjuntas de las políticas que desarrollan los organismos emisores de estándares⁵⁷, para asegurar que sus iniciativas son oportunas, que están coordinadas y que abordan las cuestiones prioritarias; (vi) elaborar directrices para la organización de colegios supervisores, y apoyar su establecimiento; (vii) gestionar planes de contingencia para casos de crisis transfronterizas, en particular por lo que afecta a entidades sistémicas, y (viii) colaborar con el Fondo Monetario Internacional («**FMI**») en la realización de ejercicios de alerta temprana.

⁵⁸ Progress and next steps towards ending «Too-Big-To-Fail» (TBTF). 2 September 2013.

⁵⁹ *Systemically Important Financial Institutions*.



ceder su legitimidad de las cumbres de los representantes del G-20, los cuales se comprometen formal y moralmente a que los Estados y Organismos a los que representan asimilen e implementen de forma adecuada las directrices marcadas por el FSB, los resultados obtenidos son más que encomiables, por cuanto que consiguen un nivel de implantación global.

En el ámbito comunitario, la implantación homogénea a nivel supra-nacional viene, en gran parte, motivada por la función de la EBA que, siguiendo las directrices marcadas por el FSB, contribuye al establecimiento de normas y prácticas reguladoras y de supervisión comunes de alta calidad, elaborando directrices, recomendaciones y proyectos de normas técnicas de regulación y de ejecución. En particular, según establece el reglamento vigente por el que se crea la EBA y en cuanto a su relación con el FSB en la determinación y medición del riesgo sistémico, ésta tendrá plenamente en cuenta los enfoques internacionales pertinentes planteados por las entidades financieras, incluidos los establecidos por el Consejo de Estabilidad Financiera, el Fondo Monetario Internacional y el Banco de Pagos Internacionales.

Tampoco se puede olvidar que tanto la EBA como el FSB forman parte de unos comités que llevan a cabo la revisión conjunta de políticas desarrolladas por otros organismos emisores de estándares (*peer reviews*), pues en dichas revisiones tienen una participación muy activa los estados miembros, los miembros del G-20, la EBA y el FSB. Por su lado, la EBA tiene la tarea de contribuir al establecimiento de normas y prácticas reguladoras y de supervisión comunes. En particular, según establece el reglamento vigente por el que se crea la EBA y en cuanto a la determinación y medición del riesgo sistémico, ésta tendrá plenamente en cuenta los enfoques internacionales pertinentes planteados por las entidades financieras, incluidos los establecidos por el FSB, el FMI y el BIS.

De todo lo anterior podemos deducir que, con independencia de lo que pase en el futuro, a día de hoy se cuenta con un marco regulatorio y supervisor, tanto a nivel comunitario como internacional, que permitirá no sólo encauzar los efectos que aún se están derivando de la Gran Recesión sino evitar que se vuelva a producir un colapso de los mercados financieros. Sólo hay que esperar para ver si, estos nuevos engranajes giran en la dirección adecuada y su perfección no se ve enturbiada por decisiones de índole político.



6. AVANCES EN LA UNIÓN BANCARIA EUROPEA

Cuando los economistas empezamos a hablar de unión bancaria allá por el año 2009¹, el mundo político ignoró completamente el debate y lo consideró una ocurrencia más de pensadores académicos alejados de la realidad, una propuesta casi de ciencia ficción que fue recibida con absoluto desdén. Pero la realidad es tozuda y se acaba imponiendo. Porque lo que los economistas pusimos entonces encima de la mesa eran argumentos bien sencillos apoyados por una abrumadora evidencia empírica, una historia concluyente. Nunca antes había habido una unión monetaria sostenible sin un prestamista de última instancia para todo el territorio de la Unión, un territorio sujeto a procedimientos de regulación, supervisión y liquidación común de las entidades financieras. Una moneda común exige no solo una política monetaria única, sino también una política financiera y bancaria común.

La política monetaria común conlleva por su propia naturaleza la mutualización de las pérdidas que pueda registrar el banco central como consecuencia de esa política única, el llamado déficit cuasi-fiscal. El Tratado de Maastricht conoce y regula este principio al hacer a los Estados miembros del BCE responsables de sus eventuales pérdidas en la parte proporcional a su aportación patrimonial. Maastricht contempla pues ya una cierta mutualización de la deuda bancaria y supone de facto una cierta Unión de Transferencias. Pero es una unión limitada e insuficiente, porque el Tratado ignora deliberadamente, probablemente menos por ignorancia que por falta de acuerdo y voluntad políticos, que una política monetaria común exige para ser sostenible una política bancaria común y con ello necesariamente la mutualización de la deuda bancaria. Porque las crisis bancarias si son sistémicas siempre le han costado y le costarán dinero al contribuyente. Y si el gobierno nacional no puede imprimir dinero, tendrá que suspender pagos y al hacerlo, o simplemente al temer unos inversores histéricos que pueda hacerlo², se alimenta la espiral deuda bancaria deuda soberana que asoló Europa cual tormenta perfecta.

Tuvo que venir una crisis externa, una crisis que disparó la aversión al riesgo de los inversores y que puso de manifiesto la insostenibilidad de los niveles de endeudamiento de algunos países de la Eurozona, para que Europa afrontara finalmente el problema constitucional de la unión monetaria. Si el Banco Central Europeo es responsable de fijar los tipos de interés, es también responsable de los incentivos y consecuencias que esos mismos tipos generan en los niveles de endeudamiento de los agentes privados, y

¹ La aparición del concepto de unión bancaria en el contexto de la crisis europea se explica con detalle en el primer libro de esta serie de la Fundación de Estudios Financieros, *La crisis en Europa: ¿un problema de deuda soberana o del euro?*, ver su resumen ejecutivo para situar ese debate. Madrid 2012.

² Ver C. Reinhart y K. Rogoff, *Financial and Sovereign Debt Crises: Some Lessons Learned and Those Forgotten*, IMF Working Paper 13/266, Fondo Monetario Internacional, Diciembre 2013.



particularmente de las entidades financieras. Puede delegar el control y seguimiento de esas consecuencias en los Bancos Centrales Nacionales, BCN, y así se hizo más por defecto que por concepto. Pero no puede renunciar, si quiere garantizar la supervivencia de la zona monetaria, a actuar de prestamista de última instancia de las entidades en problemas, ni a decidir llegado el caso sobre su solvencia con su correspondiente saneamiento o liquidación. Este es el núcleo central de lo que el BCE *descubrió* en el verano de 2012 cuando su presidente asombró al mundo diciendo una obviedad: «haremos todo lo que sea necesario para salvar la unión monetaria».

Lo cierto es que a partir de mediados de 2012 y sobre todo tras el Documento de los cuatro presidentes al que ya hemos hecho referencia en capítulos anteriores³, la unión bancaria comenzó a tomar carta de naturaleza en el debate oficial en Europa hasta convertirse en doctrina oficial de la Unión en diciembre de ese año. Desde entonces han sido muchos los debates y los desacuerdos que se han ido produciendo en cada Ecofin y en cada Cumbre, muchos los escépticos y los convencidos, y más aún los que hemos ido cambiando de bando a medida que se iban concretando los términos del acuerdo político. Los avances han sido espectaculares, no cabe negarlo si lo analizamos con un cierto rigor y perspectiva histórica, y hoy la unión bancaria es ya doctrina oficial de la Unión Europea, aprobada por Consejo, Comisión y Parlamento. Una unión bancaria que supone irreversiblemente tres cosas, como ya decíamos hace dos años entre el escepticismo general y la negativa rotunda de muchos académicos, banqueros o bancarios y políticos europeos. Tres cosas sencillas e inevitables a las que dedicaremos este capítulo para evaluar cuán lejos estamos del destino necesario: un supervisor común para todos los bancos europeos, un mecanismo común de intervención y en su caso liquidación bancaria y una institución única responsable, y un sistema de garantía de depósitos común para todos los bancos de la Eurozona. Serán muchos los detalles y los comentarios críticos, porque Europa es un espacio político complejo y anquilosado donde el peso de la inercia y un cierto populismo son claramente excesivos, pero la conclusión es afortunadamente indiscutible: el riesgo de ruptura del euro, el llamado riesgo de redenominación, ha desaparecido de los mercados financieros. En 2013 Europa ha acordado por abrumadora mayoría crear una unión bancaria a plazo fijo. Ya solo queda discutir el reparto de los costes durante el período de transición, lo que evidentemente no es un tema menor pero tampoco cuestión de supervivencia.

6.1. INTRODUCCIÓN: LA CONSTRUCCIÓN DE UNA UNIÓN BANCARIA

La unión bancaria supone una mayor integración europea, rompe el círculo vicioso entre deuda soberana y bancaria y permitirá al Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE o ESM por sus siglas en inglés) capitalizar directamente a los bancos de la Eurozona (European Commission, 2012). Los líderes europeos en diciembre de 2012 diseñaron un proceso de aprobación e implantación por etapas sucesivas de los elementos clave de la unión bancaria europea que en síntesis supone:

³ Von Rompuy, Herman (2012), *Towards a Genuine Economic and Monetary Union*.



- i. Mecanismo Único de Supervisión (SSM por sus siglas en inglés).
- ii. Mecanismo Único de Resolución (SRM por sus siglas en inglés).
- iii. Fondo de Garantía de Depósitos común (DGS).

El mecanismo único de supervisión (SSM) aprobado en el mismo diciembre de 2012 es el primer paso hacia una unión bancaria y transfiere a nivel europeo las funciones supervisoras que tradicionalmente venían desarrollando los Bancos Centrales Nacionales, o las autoridades de supervisión correspondientes como en el caso de BAFIN alemán, aunque con algunos matices y por etapas. Las preguntas básicas que este mecanismo único europeo tiene que contestar son: ¿quién supervisa a las entidades financieras de la Eurozona?, ¿y a las de la Unión Europea?, ¿cómo va a operar en la práctica este nuevo supervisor y cómo se va a relacionar con los supervisores existentes? ¿a qué entidades va a supervisar la autoridad europea? y ¿con qué criterios se supervisan las entidades financieras en la Eurozona?, ¿en qué medida son similares o diferentes de los criterios acordados en el seno de Basilea y en el Foro de Estabilidad Financiera? La respuesta rápida y sencilla es que el BCE será el responsable de supervisar todos los bancos de la Eurozona y se aplicará el mismo reglamento a todos ellos. Aunque el BCE tendrá la potestad de supervisar cualquier banco en el área euro, los bancos pequeños seguirán siendo competencia directa de los BCN, salvo que el BCE decida explícitamente lo contrario. Asimismo, los países no miembros de la Eurozona podrán incorporarse de manera voluntaria al SSM.

El mecanismo único de resolución (SRM) es el obligado segundo paso hacia la denominada unión bancaria. Aprobado finalmente en diciembre de 2013, habrá de garantizar que si un banco sujeto al SSM se enfrenta a graves dificultades, se pueda proceder a su resolución (término que sustituye al tradicional de liquidación en la legislación española), *en igualdad de condiciones para todos* y de una manera eficiente que suponga el mínimo coste para el contribuyente. Obviamente las cuestiones claves, además de las institucionales y organizativas que son siempre un problema en Europa dada la varianza institucional existente en un tema tan sensible, son cómo articular un sistema que garantice esa igualdad de condiciones al margen de la calidad crediticia del emisor soberano donde el banco tenga su sede. Cuestión que obliga a visualizar la mutualización de la deuda bancaria entre los distintos contribuyentes de la Eurozona, a acordar unas reglas explícitas de reparto entre los distintos países o a acordar una garantía solidaria ilimitada. Un tema que en la literatura económica se conoce como el «*single fiscal backstop*», la necesidad de que el garante de última instancia del coste de las eventuales liquidaciones bancarias sea una autoridad europea con acceso a los contribuyentes de todos los Estados miembros, sin excepción ni limitación. No es pues de extrañar que las discusiones sobre este aspecto hayan llevado buena parte del año 2013 y se hayan resuelto en un acuerdo de última hora que deja flecos pendientes y que, en mi opinión, está lejos de ser definitivo, como veremos.

El fondo de garantía de depósitos europeo (DGS) se convertiría en el tercer y último paso hacia la unión bancaria. Pero es un componente necesario e ineludible del diseño final, aunque sea considerado casi anatema por algunos países que han permitido un debate populista y completamente demagógico al respecto. Bastaría con haber recordado que de haber estado presente un sistema común de garantía de depósitos europeos



durante la reunificación alemana y la crisis subsiguiente en muchas de sus cajas de ahorros y bancos estatales, hubiera sido el ahorro español el que más hubiera contribuido a garantizar los depósitos bancarios alemanes. El proyecto europeo tiene que evolucionar gradualmente desde un sistema de garantía de depósitos nacionales hacia otro común europeo. Para ello es necesario unificar cobertura y método de financiación, así como llegar a un acuerdo sobre el tratamiento de los distintos niveles de capitalización y solvencia patrimonial con los que los diferentes sistemas nacionales de garantía llegarán a su coordinación y definitiva unificación. Es un tema que todavía asusta en muchas capitales europeas y se ha pospuesto a la espera de poner en marcha la supervisión y resolución europea única. Era probablemente una decisión táctica inevitable, pero se echa en falta más decisión europea, una vez terminada la incertidumbre de la política alemana. Porque con independencia del ritmo de ajuste y del reparto de los costes de transición, el diseño final no es negociable si no queremos que sus insuficiencias cuestionen todo el edificio de la unión monetaria europea⁴.

6.2. LA PUESTA EN MARCHA DE LA AUTORIDAD DE SUPERVISIÓN EUROPEA

De acuerdo con la decisión tomada por el Consejo Europeo de crear un mecanismo único de supervisión (MUS o más conocido por sus siglas inglesas SSM), en septiembre de 2012⁵ la Comisión Europea presentó una hoja de ruta en donde el BCE sería el responsable de la supervisión bancaria en la eurozona, incluyendo tanto la supervisión micro como macroprudencial. Esta función supervisora descansaría en la cooperación y conocimiento de los supervisores nacionales.

La agenda propuesta por la Comisión era muy ambiciosa, comenzando en enero de 2013 para aquellas instituciones que recibían fondos públicos, continuando en julio de este mismo año para todos los bancos de mayor riesgo sistémico y extendiéndose finalmente al resto de los bancos de la Eurozona en 2014. El propio BCE (2013) señalaba que «la creación del mecanismo único de supervisión se convertirá en otoño de 2014 en un hito decisivo en el proceso de creación de la unión bancaria en Europa».

Tras los intensos debates que siguieron a la propuesta de la Comisión, el Ecofin llegó finalmente a un acuerdo básico sobre el diseño del SSM, en diciembre de 2012. De acuerdo con el Reglamento aprobado, el BCE será responsable de la supervisión de todos los bancos del área euro, pero el día a día de la supervisión será responsabilidad

⁴ Como se dice coloquialmente, si no queremos que un euro depositado en un banco alemán malo sea un activo de mejor calidad que ese mismo euro depositado en un banco español bueno. Y si queremos hacer sostenible y duradera la unión monetaria no podemos desear lo contrario porque estaríamos invitando a desplazamientos geográficos del ahorro bancario que serían inherentemente inestables.

⁵ Como se indica en el Reglamento: «el SSM debe velar porque las medidas de la Unión en materia de supervisión prudencial de las entidades de crédito se apliquen de manera coherente y eficaz, porque el código normativo único de los servicios financieros se aplique de manera homogénea a las entidades de crédito de todos los Estados miembros afectados y porque estas entidades de crédito sean objeto de una supervisión de la máxima calidad, no obstaculizada por otras consideraciones de índole no prudencial».



de los supervisores nacionales para aquellas instituciones financieras cuyo tamaño esté por debajo de un cierto umbral (cuyo volumen de activos sea inferior a € 30.000 millones) o que sean consideradas no significativas a escala nacional siempre que no hayan recibido ayudas del MEDE o de su antecesor el FEEF. El sistema, además, está abierto a los Estados no miembros de la zona del euro.

La EBA (la Autoridad Bancaria Europea en sus siglas inglesas) conservará sus competencias para el desarrollo de la regulación bancaria común (el llamado «desarrollo del código normativo único») y para la garantía de la convergencia y coherencia de las prácticas de supervisión a escala internacional. Sin embargo, la nueva regulación también incluye cambios en el Reglamento de la EBA, en particular en lo que se refiere a las modalidades de votación, para garantizar una toma de decisiones equitativa y eficaz dentro del mercado único. El SSM se encargará de la supervisión común 12 meses después de la entrada en vigor de la legislación europea, en el otoño de 2014. El SSM será el responsable de aplicar en la Eurozona el *Single Rule Book*, las normas europeas de supervisión aprobadas por la EBA que armonizan principios, estándares, procedimientos y culturas supervisoras, y del cumplimiento de las recomendaciones del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea conocidas como Basilea III y desarrolladas en Europa a través de la CRDIV⁶.

6.2.1. LA POSIBILIDAD DE RECAPITALIZACIÓN DIRECTA

En consonancia con la declaración de la Cumbre Europea de junio de 2012, una vez puesto en marcha el SSM, la Eurozona acordó en junio de 2013 un nuevo instrumento para permitir recapitalizaciones directas de los bancos a través del Mecanismo Europeo de Estabilización, (MEDE o ESM). El mismo Reglamento de creación del MEDE contemplaba que «siguiendo sus procedimientos normales de decisión, el ESM tendrá la posibilidad de recapitalizar directamente a los bancos cuando se establezca un SSM efectivo». Este mecanismo excepcional está diseñado como último recurso y no aspira a convertirse en procedimiento habitual. Por ello incluye una serie de condiciones que limitarán su atractivo. En particular:

⁶ Para la aplicación de Basilea III la Comisión ha aprobado un Reglamento y una Directiva, para los no iniciados en la jerga comunitaria la diferencia está en que un Reglamento es directamente aplicable en toda la UE, mientras que una Directiva requiere su transposición a la legislación nacional. La Comisión publicó sus propuestas originales para el Reglamento sobre requisitos de capital (CRR por sus siglas en inglés) y la Directiva sobre requisitos de capital (CRD) en julio de 2011. A este paquete de la legislación se le conoce comúnmente como «CRDIV». Tras largas negociaciones «tripartitas» entre los Estados miembros, el Parlamento Europeo y la Comisión Europea, el Parlamento aprobó finalmente el paquete legislativo CRD IV en abril de 2013. La aplicación de este paquete legislativo será gradual desde 2014 a enero de 2019, aunque mercados e inversores ya la están anticipando plenamente y exigiendo su cumplimiento a las entidades de crédito europeas.

Aunque es conocido, las principales modificaciones incluidas en la CRDIV afectan a los niveles de capital regulatorio mínimos y a los estándares de liquidez. Respecto a los requisitos de capital la CRDIV busca incrementar la calidad del capital elegible, elevar los coeficientes mínimos de capital, reducir la prociclicidad, aumentar los requerimientos de capital por riesgo de crédito e introducir un coeficiente de apalancamiento no basado en el riesgo. En cuanto a los estándares de liquidez, la CRDIV introduce dos nuevos coeficientes de obligado cumplimiento: el Índice de Cobertura de Liquidez (LCR), y el Coeficiente de Financiación Estable Neta (RFEN). Para mayor detalle ver Ibáñez y Domingo (2013).



- (i) Los gobiernos nacionales tendrán que compartir la carga de estas ayudas directas del contribuyente europeo.
- (ii) La recapitalización directa no será posible para los bancos que no cumplan con el requisito de capital mínimo, por ejemplo, con un ratio Tier 1 por debajo de 4,5%. Por lo tanto, si esos bancos son considerados sistémicos a nivel nacional y se aprueba su saneamiento en vez de su liquidación, le corresponde a las autoridades nacionales inyectarles capital al menos hasta cubrir ese nivel mínimo.
- (iii) Para los bancos con un ratio de capital Tier 1 por encima del límite, el país deberá en cualquier caso aportar el 20% de la recapitalización total prevista. El acuerdo menciona, sin embargo, que estas reglas pueden ser suspendidas en casos excepcionales.
- (iv) La cantidad total que se puede utilizar para la recapitalización directa es de € 60.000 millones, aunque este montante pueda aumentarse por decisión unánime de la junta de directores del ESM (ministros de Finanzas).

La cuestión de los *«legacy assets»*, el problema de herencia, sigue abierto aunque parece cada vez menos probable que las últimas recapitalizaciones bancarias (por ejemplo, para España e Irlanda) sean asumidas directamente por el ESM. El Presidente del Eurogrupo ha explicado reiteradamente que se consideraría caso por caso previa petición del Estado miembro, pero no parece probable que un país se atreva a formalizar dicha petición sin un acuerdo previo porque una eventual negativa crearía una situación política y financiera muy compleja y difícil de manejar. Cabe recordar que la recapitalización directa se concibió en la cumbre europea de junio 2012, en los momentos de máxima tensión en los mercados financieros, para romper el círculo vicioso entre crisis soberana y bancaria. En el mejor espíritu europeo, una vez desaparecida la tensión, el tema se ha vuelto a aparcar. Puede criticarse que el Eurogrupo vuelva a relajarse y a confiar en la aquiescencia de los mercados. Puede incluso afirmarse, como hacen muchos analistas normalmente en agresivos bancos de inversión, que este repetido comportamiento europeo es una invitación informal a nuevos ataques especulativos. Pero lo cierto es que la mera existencia del mecanismo citado, la posibilidad de que en caso necesario se adopte la mutualización de la deuda bancaria, ha sido hasta hora suficiente para controlar y revertir gradualmente la fragmentación financiera del área euro.

6.2.2. EL REGLAMENTO DEL SUPERVISOR EUROPEO

Superados los intentos iniciales de algunos Estados miembros de limitar el Mecanismo Europeo de Supervisión a una coordinación estrecha entre las distintas autoridades nacionales –coordinación siempre difícil entre instituciones caracterizadas por su confidencialidad y con culturas, actitudes y prácticas supervisoras muy diferentes y fuertemente enraizadas en las culturas bancarias locales– la Unión Europea ha optado finalmente por la creación de un auténtico supervisor federal europeo poniendo los cimientos fundacionales de la nueva arquitectura de la unión bancaria. La experiencia de los problemas habidos en la supervisión, crisis y posterior saneamiento de algunos bancos europeos transfronterizos junto con el contagio creciente de los problemas ban-



carios y la generalización a toda la banca europea de las dudas sobre la calidad de sus balances y sus niveles de capitalización, supusieron en mi opinión un punto de inflexión fundamental en la credibilidad y posibilidades reales de esos mecanismos de coordinación en los que Europa ha perdido mucho tiempo, casi cinco años, y agravado así innecesariamente la crisis bancaria y su coste social y económico.

Otro obstáculo importante en la federalización de la supervisión bancaria en el seno de la Unión Monetaria Europea fue la diferente estructura de las autoridades supervisoras nacionales existentes. En concreto, en algunos países europeos y notablemente en Alemania la supervisión no está asignada al Banco Central sino a una autoridad independiente por razones de eficacia e independencia. Eficacia para no entrar en contradicción con la política monetaria y el control de la inflación. Y de independencia porque las decisiones de supervisión son necesariamente políticas, sobre todo si resultan en ayudas públicas. Esa idea de separación de funciones, no muy corriente en Europa pero práctica habitual en las Américas y buena parte del mundo, contagió el debate sobre el supervisor único europeo, pues provocó resistencias justificadas a una excesiva concentración de funciones en el BCE que lo convertiría en una institución demasiado poderosa. Resistencia a la que se unieron las críticas a su falta de democracia y «*accountability*». Ambos temas son legítimos y no están resueltos en la literatura académica⁷, pero lo cierto es que la Unión Europea al final adoptó pragmáticamente la única decisión posible, encargar la supervisión al BCE. Porque crear una nueva institución europea hubiera exigido un nuevo Tratado, lo que hubiera resultado políticamente incierto y excesivamente lento, y porque el BCE es la única institución existente con capacidad técnica y profesional para asumir esta función y desarrollar el *expertise* necesario para cumplirla con posibilidades de éxito⁸. Y el conflicto de interés latente entre ambas funciones se resolvió, como veremos, modificando la estructura interna del BCE y creando un nuevo Consejo de Supervisión dependiendo del Consejo de Gobierno.

El largo y tortuoso proceso de creación de un mecanismo único de supervisión, después de muchos meses de discusión entre la Comisión, el Consejo y el Parlamento Europeos, ha derivado finalmente en la aprobación (septiembre de 2013) del Reglamento⁹ que describe y detalla el papel del BCE en la supervisión bancaria y la forma en que se va a desarrollar esa función supervisora a nivel europeo. A continuación, con el ánimo de ser lo más exhaustivos posible, se presentan los puntos más importantes de dicho Reglamento:

6.2.2.1. Objetivo y ámbito de aplicación

El Reglamento atribuye al BCE funciones específicas relativas a la supervisión microprudencial de las entidades de crédito, con el objetivo de contribuir a la solidez y sol-

⁷ Ver el excelente trabajo sobre cómo ha cambiado la doctrina y práctica de los bancos centrales con la crisis financiera en IMF (2010a).

⁸ El debate europeo sobre el supervisor único se trató extensamente en el anterior estudio de la FEF. Ver Fernández (2012) y en concreto los capítulos 7 de Francisco Uría y 8 de José Guardo y María Luisa Alonso.

⁹ Disponible en: <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//TEXT+TA+P7-TA-2013-0372+0+DOC+XML+V0//ES#BKMD-9>



vencia de estas entidades y a la estabilidad del sistema financiero dentro de la Unión Europea y en cada uno de los Estados miembros. En el cumplimiento de ese objetivo el BCE cooperará con la Autoridad Bancaria Europea, la Autoridad Europea de Valores y Mercados, la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación y la Junta Europea de Riesgo Sistémico, así como con las demás autoridades que constituyen el Sistema Europeo de Supervisión Financiera. Cuando sea necesario el BCE acordará memorandos de entendimiento con las autoridades competentes de los Estados miembros responsables de los mercados de instrumentos financieros. Dichos memorandos se pondrán a disposición del Parlamento Europeo, del Consejo y de las autoridades competentes de todos los Estados miembros.

Asimismo, el BCE cooperará estrechamente con cualquier mecanismo de asistencia financiera pública, incluidos el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera y el Mecanismo Europeo de Estabilidad, especialmente en caso de que ese mecanismo haya concedido o vaya a conceder probablemente asistencia financiera directa o indirecta a una entidad de crédito.

En el ejercicio de sus funciones de supervisión, el BCE podrá realizar todas las inspecciones in situ que considere necesarias en los locales de uso profesional de las entidades de crédito inspeccionadas. El reglamento da cumplimiento así a una de las lecciones de supervisión más importantes aprendidas durante la presente crisis financiera; que los sistemas con una supervisión in situ, permanente y razonablemente intrusiva han gozado en general de sistemas bancarios financieros más estables¹⁰.

Una supervisión efectiva exige disponer de capacidad sancionadora; capacidad que no puede delegarse ni estar sujeta a procedimientos lentos, complejos o negociados internacionalmente en cada caso. Por eso, cuando una entidad de crédito incumpla deliberadamente la normativa establecida, el BCE, como hacían hasta ahora los supervisores nacionales, podrá imponer sanciones pecuniarias administrativas de hasta el doble de la cantidad correspondiente a los beneficios obtenidos o las pérdidas evitadas como resultado del incumplimiento, en caso de que puedan determinarse, o de hasta el 10% del volumen de negocios total anual.

6.2.2.2. Más allá de la política monetaria, el BCE como supervisor

El reglamento atribuye al BCE funciones plenas en relación a la supervisión bancaria. Funciones que ejercerá de manera directa en lo que supone una transferencia completa al BCE de la facultad soberana de supervisión de las autoridades nacionales. Así, el BCE tendrá competencias exclusivas para ejercer, con fines de supervisión prudencial, las siguientes funciones en relación con todas las entidades de crédito establecidas en los Estados miembros participantes en el SSM (ver el detalle en la sección 6.2.2.6):

¹⁰ Ver *The Making of Good Supervision. Learning to Say No*, J. Viñals y J. Fiechter, IMF Staff Position Note, Washington D.C. May 2010, SPN 10/08.



- i. Autorizar a las entidades de crédito y revocar en su caso dicha autorización.
- ii. Llevar a cabo las funciones que corresponderían a la autoridad competente del Estado miembro de origen, en lo que se refiere a la relación con las entidades de crédito establecidas en un Estado participante que deseen establecer una sucursal o prestar servicios transfronterizos en un Estado no participante.
- iii. Evaluar las notificaciones de adquisición y de venta de participaciones cualificadas en las entidades de crédito supervisadas.
- iv. Velar por el cumplimiento de los requisitos prudenciales por parte de las entidades de crédito en materia de fondos propios, titulización, limitación de grandes exposiciones, liquidez, apalancamiento, y notificación y publicación de información sobre estas cuestiones.
- v. Garantizar el cumplimiento de los requisitos relacionados con la implantación por parte de las entidades de crédito de estructuras sólidas de gobernanza (idoneidad de las personas responsables de la gestión, procesos de gestión de riesgos, mecanismos internos de control y políticas de remuneración).
- vi. Llevar a cabo inspecciones supervisoras para determinar si las estructuras, estrategias, procesos, mecanismos y fondos propios establecidos por las entidades de crédito garantizan una gestión y cobertura adecuadas de sus riesgos. Asimismo, el BCE podrá imponer a las entidades de crédito determinados requisitos relacionados con fondos propios adicionales, requisitos específicos de publicación de resultados y requisitos de liquidez.
- vii. Proceder a la supervisión en base consolidada de las empresas matrices de entidades de crédito establecidas en uno de los Estados miembros participantes.
- viii. Participar en la supervisión adicional de los conglomerados financieros en relación con las entidades de crédito que formen parte de ellos.
- ix. Realizar funciones de supervisión en relación con los planes de recuperación y la intervención temprana cuando una entidad de crédito incumpla o vaya a incumplir previsiblemente los requisitos prudenciales aplicables.

6.2.2.3. Funciones e instrumentos macroprudenciales. El papel de los bancos centrales nacionales

Si bien el reglamento, como queda dicho, supone una cesión plena de soberanía al BCE en materia de supervisión microprudencial, no sucede lo mismo en las competencias macroprudenciales. Como no podía ser de otra manera en la medida en que la supervisión macro tiene muchos componentes de política económica, y particularmente fiscal, que permanece siendo una competencia nacional y requiere, por tanto, la coordinación con las autoridades nacionales. Así pues, los Estados miembros de la UE, siempre que lo consideren necesario y a través de las autoridades nacionales designadas específicamente, podrán imponer requisitos a las entidades de crédito en lo que se refiere a los colchones de capital. En concreto, es competencia directa de los BCN la calibración de los llamados colchones de capital de conservación y anti cíclicos establecidos en Basilea III. Además, los BCNs tomarán las medidas que consideren oportunas para subsanar riesgos sistémicos o macroprudenciales.



Evidentemente, estas acciones habrán de ser notificadas al BCE, que se reserva el derecho a definir colchones de capital más elevados que los aplicados por las autoridades nacionales de los Estados miembros, así como a aplicar medidas más rigurosas para subsanar riesgos sistémicos o macroprudenciales. Cuestión polémica es si estos colchones de capital pueden fijarse a niveles diferentes para cada Estado miembro, o pueden establecerse temporalmente requisitos adicionales para algunos países. Parece evidente que así lo pueden requerir las distintas situaciones macro-financieras y la diferente calidad de los balances bancarios, por lo menos hasta que la unión bancaria haya avanzado tanto que podamos hablar de un mercado bancario europeo único con auténticos bancos europeos y no de bancos nacionales con presencia en varios Estados. Pero una decisión asimétrica que singulariza a un país, manda también un potente mensaje a los mercados financieros sobre el juicio que hace el BCE de la solidez de la banca del país afectado por esos requisitos más altos. Como solución de compromiso se aceptó que el BCE pueda actuar en un país concreto, pero antes de hacerlo, deberá cooperar estrechamente con el BCN afectado y notificar su intención diez días hábiles antes de intervenir. En caso de que la autoridad de que se trate se oponga, deberá exponer sus razones por escrito dentro de un plazo de cinco días hábiles. El BCE considerará debidamente dichas razones antes de proceder con la decisión que considere oportuna.

6.2.2.4. **Ámbito de la actuación supervisora del BCE**

El BCE llevará a cabo sus funciones supervisoras en el marco de un SSM integrado por el BCE y las autoridades nacionales competentes. El BCE será responsable del funcionamiento eficaz y coherente del SSM y definirá las reglas de la supervisión que habrán de ser aplicadas en todo el territorio afectado. Tanto el BCE como las autoridades nacionales competentes estarán sujetas al deber de cooperación leal y a la obligación de intercambio de cualquier información relevante. No hay, por tanto, doble supervisión, no hay dos «*rule books*» diferentes para los bancos europeos dependiendo de su tamaño y de su supervisor directo, sino simplemente una delegación de funciones supervisoras para las entidades no significativas. El Reglamento establece una descentralización operativa que no es muy distinta de la existente por ejemplo en la política monetaria, donde las autoridades nacionales se convierten de facto en delegaciones funcionales del BCE a efectos de supervisión. Una descentralización que era por otro lado inevitable dado el número de entidades bancarias en Europa, su desigual distribución nacional y la dispersión geográfica y lingüística.

Ha corrido mucha tinta innecesaria y muchas pasiones nacionales se han desbordado en Europa con este tema. En particular por la resistencia de los pequeños bancos estatales y cajas de ahorros alemanes a caer bajo la supervisión del BCE¹¹. Pero lo cierto es que

¹¹ He sido testigo directo de uno de estos excesos verbales cuando un alto responsable de la patronal de Cajas alemanas respondió, entre aplausos de su público, a mi presentación sobre la unión bancaria en un seminario en Berlín a finales de 2012 con el exabrupto: «dedicaré el resto de mi vida profesional a garantizar que esto no pase y que las Cajas sigan siendo supervisadas en Alemania por la Bafin».



el Reglamento diseña un sistema único pero descentralizado en dos niveles. Un sistema descentralizado pero que no establece diferencias nacionales en el tratamiento de los distintos bancos pues a todos se les aplica el «*single rule book*»; diferencias que serían imposibles pues se reflejarían inmediatamente en los spreads de crédito y supondrían un coste para los bancos presuntamente beneficiados por mantener la supervisión nacional.

Las autoridades nacionales, bajo las reglas fijadas por el BCE, mantendrán las competencias de supervisión directa de las entidades de crédito que sean menos significativas en base consolidada y que estén establecidas en Estados miembros participantes. El carácter significativo se evaluará basándose en los criterios de tamaño, importancia para la economía de la Unión o de cualquier Estado miembro participante, y carácter significativo de las actividades transfronterizas. En concreto, no se considerará menos significativa a una entidad de crédito si reúne alguna de las siguientes condiciones:

- i. Que el valor total de sus activos supere los € 30.000 millones.
- ii. Que la ratio de sus activos totales respecto del PIB del Estado miembro participante supere el 20%, a menos que el valor total de sus activos sea inferior a € 5.000 millones.
- iii. Que el BCE tome una decisión por la que confirma dicho carácter significativo tras haber realizado una evaluación global.

En este sentido, el BCE podrá por iniciativa propia estudiar si una institución tiene una relevancia significativa cuando hubiese establecido filiales bancarias en más de un Estado miembro participante. Aquellas entidades financieras respecto de las cuales se haya solicitado o recibido ayuda financiera pública directa de la FEEF o del MEDE no podrán considerarse menos significativas y serán supervisadas directamente por el BCE. Adicionalmente, el BCE desempeñará sus funciones para las tres entidades de crédito más significativas en cada uno de los Estados miembros participantes, salvo que lo justifiquen circunstancias particulares.

6.2.2.5. Cooperación con Estados participantes fuera de la Eurozona

Otro punto controvertido durante los debates que han dado lugar al SSM ha sido la posibilidad de que países de la Unión Europea que no han adoptado aún el euro pudieran participar en el mecanismo único de supervisión. El debate refleja dos situaciones posibles, muy diferentes entre sí. Por un lado aquellos países que aspiran a adoptar el euro y se encuentran en distintos momentos del proceso de integración que temen que su no pertenencia al SSM pueda afectar negativamente a la calidad crediticia de sus bancos y alimentar una posible espiral de crisis bancaria-crisis soberana. Sin llegar a contemplar situaciones de crisis, parece evidente que la puesta en marcha del SSM extiende un paraguas protector sobre los bancos de los países afectos al mecanismo y consiguientemente empeora la solvencia y solidez relativa de los países *out*. Sobre todo en un contexto de dudas generalizadas sobre la calidad de los activos bancarios europeos, sobre la suficiencia de sus recursos propios a la luz de las nuevas exigencias regulatorias derivadas de Basilea III y sobre la calidad crediticia del soberano en aquellos Estados en



los que la debilidad de su posición fiscal genere dudas adicionales. En este caso, el Reglamento contempla situaciones transitorias e incluso su pertenencia al mecanismo de supervisión.

Por otro lado están países con sistemas financieros sólidos y bien desarrollados que han manifestado su negativa a incorporarse al euro pero que temen el efecto colateral del SSM, sobre todo en lo que se refiere al posible conflicto con la Autoridad Bancaria Europea y a la posibilidad de que la regulación financiera europea, crucial para el Reino Unido, les venga impuesta en el seno del BCE por los países de la Eurozona. Para este caso, como es bien sabido se incorporaron varias enmiendas al reglamento de la EBA que básicamente establecen un sistema de doble mayoría en la toma de decisiones regulatorias que concede de facto un derecho de veto a los países *out* al establecer que no basta con la mayoría de países en el seno de la EBA. Recordemos que los países de la Euro Zona son ya 18.

Para el primer caso mencionado, y dentro de las competencias y límites que el Reglamento le otorga, el BCE podrá asumir funciones supervisoras con las entidades de crédito de un Estado cuya moneda no sea el euro, cuando se haya establecido una cooperación estrecha entre el BCE y la autoridad nacional competente de dicho Estado. Dicha cooperación estrecha será posible si se cumplen las siguientes condiciones:

- i. Que el Estado miembro de que se trate notifique a los demás Estados miembros, a la Comisión, al BCE y a la EBA su deseo de establecer una cooperación estrecha con el BCE.
- ii. Que en la citada notificación, el Estado miembro garantice el cumplimiento de las orientaciones formuladas por el BCE y se comprometa a proporcionar a éste toda la información necesaria sobre las entidades de crédito.
- iii. Y que el Estado miembro de que se trate haya incorporado en su legislación nacional la garantía de que la autoridad nacional de supervisión está obligada a adoptar cualquier medida que solicite el BCE.

Para evitar los problemas habidos con los criterios para la adopción del euro, que una vez cumplidos para entrar dejaban de ser de aplicación obligatoria, el BCE podrá en caso de incumplimiento de alguna de sus instrucciones dirigirse al Estado de que se trate avisándole de que la cooperación estrecha quedará suspendida o terminada si no se adoptan medidas correctoras contundentes. El Estado miembro que haya dado por terminada su cooperación estrecha con el BCE no podrá establecer una nueva cooperación hasta que hayan transcurrido tres años desde la fecha de publicación en el Diario Oficial de la Unión Europea de la decisión del BCE por la que se puso fin a la cooperación estrecha.

6.2.2.6. Principios organizativos para el correcto funcionamiento del BCE

En el cumplimiento de sus funciones supervisoras el BCE se regirá por las siguientes prácticas:



i. Independencia

El BCE y las autoridades nacionales en el seno del SSM actuarán con independencia. Los miembros del Consejo de Supervisión y el Comité Director actuarán con total independencia y objetividad en el interés de la Unión en su conjunto y no pedirán ni aceptarán instrucción alguna de las instituciones u órganos de la Unión, de ningún Gobierno de un Estado miembro ni de ninguna otra entidad pública o privada.

ii. Rendición de cuentas e información

Cada año, el BCE presentará al Parlamento Europeo, al Consejo, a la Comisión y al Eurogrupo un informe sobre la ejecución de las funciones atribuidas. El Presidente del Consejo de Supervisión del BCE presentará públicamente estos informes al Parlamento Europeo y al Eurogrupo en presencia de representantes de los Estados miembros participantes cuya moneda no sea el euro.

iii. Contacto con los parlamentos nacionales

El BCE transmitirá simultánea y directamente dicho informe a los parlamentos nacionales de los Estados miembros participantes. Asimismo, los parlamentos nacionales podrán dirigir al BCE observaciones motivadas a este informe.

iv. Respeto de las garantías procesales en relación con la adopción de decisiones de supervisión

Antes de adoptar una decisión de supervisión, el BCE dará a las personas objeto del procedimiento la oportunidad de ser oídas. Sin embargo, si fuera necesaria una intervención urgente para evitar un colapso del sistema financiero, se omitiría temporalmente esta vista.

v. Denuncia de las infracciones

El BCE garantizará que se establezcan mecanismos eficaces para denunciar infracciones por parte de las entidades de crédito.

vi. Comité Administrativo de Revisión

El BCE establecerá un Comité Administrativo de Revisión, encargado de llevar a cabo el examen interno de las decisiones adoptadas por el BCE. Dicho Comité estará compuesto por cinco personas de excelente reputación, procedentes de los Estados miembros y que contarán con un demostrado historial de conocimientos y experiencia profesional.

vii. Separación de la función de política monetaria

El BCE llevará a cabo las funciones de supervisión con independencia de sus labores de política monetaria. Análogamente, las funciones de supervisión no deberán interfe-



rir en el diseño e implementación de la política monetaria. Del mismo modo, las funciones supervisoras tampoco interferirán en sus funciones relacionadas con la Junta Europea de Riesgo Sistémico.

Para ello, el BCE garantizará que en el funcionamiento del Consejo de Gobierno estén completamente diferenciadas las funciones monetarias y las de supervisión. Dicha diferenciación deberá incluir reuniones y órdenes del día separados. Además, con la finalidad de garantizar una separación de las funciones de política monetaria y de supervisión, el BCE creará una comisión de mediación.

Para garantizar en la práctica esa independencia, se crea un Consejo de Supervisión que se encargará plenamente de la planificación y ejecución de las funciones de supervisión atribuidas al BCE. Dicho órgano interno estará compuesto por un presidente, un vicepresidente, cuatro representantes del BCE y un representante de la autoridad nacional competente de cada Estado participante («Consejo de Supervisión»). Las decisiones del Consejo de Supervisión se tomarán por mayoría simple de sus miembros. Cada miembro dispondrá de un voto. En caso de empate decidirá el voto de calidad del Presidente. El Consejo de Supervisión asumirá las funciones de supervisión atribuidas al BCE y propondrá al Consejo de Gobierno del BCE las decisiones que necesiten su aprobación.

viii. Secreto profesional e intercambio de información

Los miembros del Consejo de Supervisión, el personal del BCE y el personal enviado en comisión de servicios por los Estados miembros participantes que ejerzan funciones de supervisión estarán sujetos a las obligaciones de secreto profesional.

ix. Presupuesto y cuentas anuales

El BCE informará detalladamente acerca del presupuesto destinado a sus funciones de supervisión. Las cuentas anuales del BCE, establecidas y publicadas de conformidad con el artículo 26.2 de los Estatutos del SEBC y del BCE, incluirán y desglosarán los ingresos y gastos relativos a las funciones de supervisión.

x. Tasas de supervisión

De manera análoga a como venían haciendo hasta ahora la mayor parte de las autoridades de supervisión nacionales en la Eurozona, el BCE cobrará por los servicios prestados en aras a garantizar la solvencia y estabilidad bancaria, una tasa anual de supervisión a las entidades de crédito establecidas en los Estados miembros participantes. Dicha tasa está destinada a sufragar los gastos incurridos en el ejercicio de sus funciones supervisoras.

También siguiendo prácticas habituales, las tasas se basarán en criterios objetivos relativos a la importancia y perfil de riesgo de las distintas entidades de crédito, incluidos su volumen de activos ponderados por riesgo.

Es interesante subrayar que la transferencia de soberanía al BCE de las funciones de supervisión lleva también aparejada una transferencia importante de recursos económi-



cos y, como veremos inmediatamente humanos. Dada la diferente estructura bancaria de los distintos Estados Miembros, y dado el número de bancos que seguirán bajo supervisión nacional, el impacto en las cuentas de los BCNs será muy desigual. Baste pensar que España transfiere la supervisión de 16 de las 314 entidades de crédito, mientras que Alemania por ejemplo sólo 24 de un total de 1.869 entidades.

Esta transferencia de funciones y recursos no puede sino alterar profundamente el papel, autoridad y funciones de los bancos centrales nacionales. Si ya la cesión de la política monetaria implicó un cambio cualitativo al que los BCNs aún no han acabado de adaptarse, la cesión de la función supervisora para toda institución financiera significativa, supone un cierto fin de época. Es difícil imaginar que en unos pocos años su estructura, tamaño, funciones y relevancia no se vean alterados dramáticamente. Seguir denominándolos autoridad monetaria no deja de ser una cierta reminiscencia histórica. Pero las transiciones son muy importantes y su papel de vigilancia y garantía de las mismas es y seguirá siendo unos años crucial.

xi. Personal e intercambio de personal

Como era lógico y en la práctica la única manera de poner en marcha a corto plazo una institución supervisora con garantía de calidad y sin costes desorbitados, el BCE se alimentará del personal supervisor de las distintas autoridades nacionales para lo que velará para que se lleven a cabo de forma adecuada intercambios de personal con las autoridades nacionales y entre ellas. Asimismo, podrá exigir que en los equipos de supervisión nacionales, que practiquen actuaciones a una entidad de crédito, participe también personal de las autoridades nacionales competentes de otros Estados miembros participantes. El BCE establecerá y desarrollará progresivamente procedimientos generales y formales para la contratación de personal que desempeñen funciones de supervisión.

Como ya sucediera con la transferencia de política monetaria, en algunos bancos centrales nacionales se echa en falta una política más decidida y agresiva de personal hacia el BCE, en excedencia, comisión de servicios o lo que sea. Una política que es necesaria para asegurar que la cultura supervisora del Banco de España no se pierde, para que los bancos españoles no se vean desprotegidos frente a otros supervisores más expeditivos, e incluso para no tener que afrontar complejos procedimientos de ajuste de personal en un futuro próximo.

xii. Informes de seguimiento

Finalmente la Comisión publicará a más tardar el 31 de diciembre de 2015, y posteriormente cada tres años, un informe sobre la aplicación de las funciones del BCE y su interrelación con los BCN. El informe se presentará al Parlamento Europeo y al Consejo.

Dicho informe incluirá información sobre:

- El funcionamiento del SSM dentro del Sistema Europeo de Supervisores Financieros y la repercusión de las actividades de supervisión del BCE en los intereses del conjunto de la Unión.



- La división de tareas entre el BCE y las autoridades nacionales con un análisis particular sobre la eficacia de las modalidades prácticas de organización adoptadas por el BCE.
- La eficacia de los poderes de supervisión y de sanción del BCE y la conveniencia de atribuir al BCE nuevos poderes sancionadores.
- Las tareas de supervisión macroprudenciales y un análisis de la eficacia de la independencia y rendición de cuentas y sobre la interacción entre el BCE y la EBA.
- La interacción entre el BCE y las autoridades competentes de Estados no participantes.
- La eficacia del mecanismo de recurso contra las decisiones del BCE.
- La relación coste-eficacia del SSM.
- La eficacia de la separación entre la función de supervisión y la de política monetaria dentro del BCE.
- Las repercusiones presupuestarias que puedan tener las decisiones de supervisión del SSM en los Estados participantes.

6.2.3. LA AUDITORÍA DE LOS BALANCES BANCARIOS PREVIA A LA ENTRADA EN FUNCIONAMIENTO DEL SSM

El acuerdo de creación del SSM establece que el BCE llevará a cabo una evaluación completa y sistemática de los balances bancarios previa a hacerse cargo de su supervisión. Éste ha sido uno de los puntos más discutidos durante 2013 porque enfrenta dos lógicas impecables pero contradictorias para hacer frente al llamado problema de los *legacy assets*, los problemas de herencia recibida a los que nos hemos referido en el punto 6.2.1, y que casi hacen estallar la unión bancaria.

Las dos lógicas son sencillas, por un lado aquellos países con sistemas bancarios saneados, o con suficiente ahorro doméstico como para sanear cualquier problema interno que pudiera plantearse en sus entidades de depósitos, se negaban a hacerse cargo de los problemas bancarios de otros en el momento cero del nuevo sistema. Algo así como borrón y cuenta nueva, pero el pasado es un problema nacional y no se traspa a Europa. Por su parte, los países inmersos en crisis bancarias más o menos generalizadas, o con débiles posiciones fiscales que resultarían insuficientes para sanear sus sistemas bancarios en caso de crisis en el período de transición, alegaban que su crisis bancaria era tanto el resultado de los problemas institucionales en el diseño original de la unión monetaria como de sus propios errores domésticos y que de nada valía una unión bancaria futura si en el camino quebraban sus entidades de crédito y el país se veía sumido en una gran depresión. Algo así como a largo plazo todos estamos muertos y lo que necesitamos es solucionar esta crisis ya, no prever qué hacer con la futura.

La solución encontrada a este dilema fundamental, en el más puro espíritu europeo, no deja satisfecho a nadie, está llena de ambigüedades y riesgos, reparte los costes de transición entre todos los participantes y ofrece un seguro de último recurso en caso de grave crisis nacional a un precio, en principio, muy caro pero negociable. Está muy lejos de una solución técnicamente limpia, de un acuerdo político claro y definitivo, pero



como siempre en la construcción europea crea un procedimiento para hacer frente a los posibles problemas que la indefinición actual pueda plantear si los inversores se vuelven a poner nerviosos y los mercados cuestionan el compromiso europeo. En síntesis, y como veremos en detalle a continuación, consiste en que antes de hacerse cargo de los bancos europeos el BCE realiza una auditoría exhaustiva para conocer su estado y sus necesidades de capital, insta a los gobiernos a que cubran con fondos nacionales los posibles déficit y si no es posible se comprometen a hablar del reparto del coste entre todos los contribuyentes de la Eurozona. Para algunos, una invitación a la especulación y la crisis; para otros un camino vergonzante a la mutualización de la deuda bancaria; para la mayoría de analistas, la única solución políticamente posible y que puede funcionar económicamente en la medida en que los inversores no se atrevan a confrontar directamente la voluntad de mutualización demasiado pronto. Para mí, además, una solución práctica y operativa aunque excesivamente burocrática y dilatada en el tiempo que corre el riesgo de condenar a los países cuestionados a una larga etapa de bajo crecimiento, sobre todo si vacilan en el ajuste de sus desequilibrios internos.

La auditoría comentada incluye en realidad tres procesos diferenciados y complementarios que se irán desarrollando lo largo de 2014. Una revisión de la calidad de los activos bancarios (*Asset Quality Review*, AQR) por parte del BCE siguiendo criterios y recomendaciones de la EBA; una evaluación de los balances bancarios (*Balance Sheet Assessment*) que tendrá también en cuenta la estabilidad y precio de las modalidades de financiación de las entidades de crédito; y por último un análisis prospectivo de la resistencia de los balances bancarios a distintos escenarios macro financieros adversos, los llamados *stress test*. El resultado de este triple ejercicio será la cuantificación de la situación de recursos propios de las principales entidades financieras europeas, de sus niveles de capital y potenciales necesidades adicionales. Se analizarán un total de 124 entidades que suponen el 85% del sector bancario de la Eurozona. España, con 16 bancos analizados y el 87% del total de activos del sistema, es el segundo país con mayor número de entidades participantes por detrás de Alemania con 24 instituciones pero sólo el 74% de activos totales, lo que da una idea del nivel de concentración del sistema bancario español tras el considerable proceso de ajuste y recapitalización emprendido en 2013.

Con este ejercicio, dispondremos por primera vez con la misma metodología, los mismos criterios y las mismas reglas para todos, de un mapa coherente, homogéneo y comparable de los niveles de capital y solvencia de toda la banca europea. Esa es su principal virtud, aunque hayamos tenido que esperar casi seis años desde que estallara la crisis financiera y se empezase a hablar de reforzar drásticamente la cooperación internacional en materia regulatoria y casi tres años desde que la Unión Europea aprobara el proyecto de unión bancaria. Finalmente podremos saber quién es quién sin proteccionismo regulatorio nacional, sin excepciones culturales ni mantos de opacidad. Claro que en la formulación de las reglas concretas de esos ejercicios de stress ha habido, sigue habiendo a la hora de cerrar este capítulo, todo tipo de presiones de los distintos gobiernos y autoridades bancarias nacionales para mejorar la foto de «nuestros bancos», ahora las veremos; claro que las reglas finales serán discutibles y discrecionales, como todas las convenciones contables desde los principios de los tiempos; claro que alguna de esas normas pueden ser ajenas a la tradición contable y regulatoria española, pues en eso consiste la armonización internacional. Pero las reglas de este ejercicio no se podrán des-



pegar demasiado de las convenciones internacionales y las recomendaciones del Foro de Estabilidad Financiera¹², porque Europa aspira a tener bancos globalmente competitivos. Y el resultado será un paso irreversible, me atrevo a decir que definitivo, hacia la unión bancaria pues supondrá el pistoletazo de salida de la transferencia de soberanía supervisora a una institución federal europea, el BCE.

El BCE ha publicado en noviembre 2013 los detalles de la evaluación global de la banca europea que ha comenzado ese mismo mes en colaboración con terceros independientes y que persigue tres objetivos principales: transparencia, credibilidad y corrección de las insuficiencias que pudieran detectarse. Sin embargo, los criterios concretos de revisión de activos no han sido publicados y siguen negociándose. El análisis se concentra en los elementos de balance considerados de mayor riesgo o menos transparentes y en la adecuación de los activos, garantías y provisiones relacionadas alcanzando todo tipo de exposiciones (riesgo de crédito y de mercado) dentro y fuera de balance, en la zona euro y fuera de ella. La evaluación se llevará a cabo en base a un requisito de capital mínimo del 8%¹³ CET 1 tanto para el AQR como para las pruebas de resistencia¹⁴.

Por su parte, la EBA publicó el día anterior a la comunicación del BCE sus recomendaciones para el AQR, recomendaciones que se centran en la homogeneización de los criterios de morosidad y refinanciaciones. Así, los riesgos morosos incluyen los riesgos impagados superiores a 90 días o que es improbable que se paguen sin ejecución de las garantías; se considerará morosa la totalidad de la exposición sin tener en cuenta la existencia de provisiones y existirá efecto arrastre sobre todas las posiciones de un mismo deudor. Los riesgos refinanciados serán aquellos en los que se han aplicado criterios de tolerancia, tanto en la cartera sana como morosa. Por tolerancia se entienden las concesiones –modificación de las condiciones previas del contrato, refinanciación total o parcial– al deudor que se encuentra o se encontrará previsiblemente en dificultades.

Tema crucial para España, y sobre el que a la hora de cerrar este capítulo existen declaraciones abiertamente contradictorias de distintos miembros del Consejo del BCE, es el de los criterios para la ponderación de los activos por riesgo. En concreto, el tratamiento de la deuda soberana y su posible descuento. Cabe recordar que en el primer inútil y contraproducente test de estrés realizado por la EBA, la deuda soberana fue penalizada mediante la imposición de *haircuts* en una decisión que fue calificada como un grave error por la gran mayoría de analistas e inversores y que precipitó un nuevo y grave episodio de inestabilidad y fragmentación en la Eurozona. En las últimas semanas

¹² Por ejemplo, el Banco de España (2013) ha publicado una herramienta para realizar regularmente análisis prospectivo de los balances bancarios. Es una herramienta desarrollada con Oliver Wyman que permite a los bancos españoles hacer análisis de sensibilidad y tomar así medias correctoras. Los resultados del ejercicio realizado para 2013-15 muestran a nivel agregado una posición de capital bastante confortable para la banca española. En el peor escenario, la capacidad de absorción de pérdidas supera la Pérdida Esperada en € 28.600m. El CET1 en 2015 sería del 11,3% en el escenario base y del 10,2% en el más adverso, aunque la metodología utilizada no permite estimar las posiciones individuales.

¹³ CET 1 del 4,5% más un 2,5% del colchón de conservación más 1% en concepto de entidad sistémica.

¹⁴ Se aplicará la definición de capital vigente al 1 de enero de 2014 para el AQR mientras que en los test de stress se aplicará la definición en vigor al final del horizonte utilizado, 2015.



ha vuelto a extenderse la idea de que habrá nuevamente una penalización de las tenencias de deuda soberana de algunos países o al menos se exigirá algún ajuste negativo sobre los ingresos por *carry trade* y la apelación al BCE. Sería un nuevo y grave error, porque alimentaría la espiral riesgo bancario riesgo soberano, traería nueva inestabilidad y fragmentación a la Eurozona, complicaría la función de política monetaria del BCE que, como analizamos en el capítulo sobre la unión fiscal, no dispone de un activo europeo libre de riesgo con el que instrumentar sus operaciones de mercado abierto, y precipitaría la necesidad de disponer de un *fiscal backstop* europeo poniendo de manifiesto la absoluta insuficiencia del Mecanismo Europeo de Estabilidad con sus € 60.000 m. Desde la perspectiva de una creación gradual y progresiva de la unión bancaria, como parecen haber decidido las autoridades europeas, se entiende muy mal esta tendencia obsesiva, casi suicida, a la expiación pública de los presuntos pecados originales, ignorando las reglas de mercado y las advertencias de los inversores. Sin alguna forma explícita de eurobonos, o al menos *eurobills*, sin la capacidad automática y discrecional del BCE para operar con ellos, penalizar a los bancos europeos por sus tenencias de bonos soberanos parece una invitación a la crisis. Aparte de que provocará muy probablemente una revisión de los ratings soberanos y bancarios pues las agencias de calificación no podrán sino adaptarse a la nueva normativa. Solo nos queda confiar en que finalmente las autoridades europeas entiendan los principios básicos del sistema financiero y tras coquetear una vez más con el precipicio, como con la posibilidad de expulsar a Grecia de la Eurozona en 2011, actúen racionalmente. Y como españoles lamentarnos una vez más por la ausencia de un representante de nuestro país en el Comité Ejecutivo del BCE, en lo que ha constituido sin duda una gran pérdida en nuestra capacidad de interlocución europea. Aunque he de reconocer que algunas posiciones estéticas sostenidas incomprensiblemente por conocidos académicos españoles no ayudan precisamente al entendimiento de la naturaleza del problema ni a avanzar en una equilibrada construcción europea¹⁵.

Con todas estas incertidumbres, las estimaciones sobre el resultado de la auditoría del BCE previa a su asunción de las responsabilidades de supervisión varían considerablemente. El abanico de necesidades de recapitalización varía entre los € 50.000 m y los € 600.000 m¹⁶, una diferencia demasiado grande a escasos meses del proceso. Incertidumbre que se extiende a las reglas del proceso de reestructuración y de la eventual resolución de los bancos europeos. Sería deseable que el BCE aclarara cuanto antes los parámetros concretos de las pruebas de esfuerzo y los mecanismos previstos para cubrir los déficit que pudieran aparecer. Parece obvio que la propia credibilidad del BCE está en juego, y con ella la de todo el sistema bancario europeo, lo que aconsejaría un

¹⁵ Me refiero en concreto a Fernández-Villaverde, Garicano y Santos (2013), colegas y amigos, que creo se equivocan al subrayar que los programas de asistencia financiera implementados en los países periféricos, España entre otros, no han servido para modernizar sus estructuras productivas sino que «han constituido un auténtico sedante de los procesos de reforma», p. 147. Afirmar que el programa de recapitalización de la banca española diseñado en el MoU de julio 2012 ha evitado, atrasado o impedido la mejora estructural del sector bancario y de la economía española es simplemente desconocer la realidad, probablemente por lejanía y dar argumentos a aquellos calvinistas que piensan que solo una catarsis, como una gran depresión, nos haría recuperar la felicidad y virtud perdidas.

¹⁶ Cifras aportadas por Merler y Wolff 2013.



ejercicio exigente que consagrara al BCE entre la autoridades de supervisión más exigentes, pese a la volatilidad temporal que ello pudiera ocasionar en la capitalización de las entidades bancarias europeas. Precisamente por eso es necesario que el BCE esté preparado para suministrar toda la liquidez que sea necesaria a las entidades consideradas viables y muy claras las reglas de resolución para las no viables. Los distintos gobiernos europeos y la propia Eurozona han de estar preparados, han de tener suficiente espacio fiscal, para afrontar las posibles recapitalizaciones, aceptar las eventuales fusiones intra-europeas o internacionales que sean necesarias y la Unión Europea haber establecido reglas claras de reparto de costes, de *bail-in* de los distintos *stake-holders* privados y públicos. Precisamente por eso era tan urgente el acuerdo sobre el mecanismo de resolución bancaria finalmente aprobado en la Cumbre Europea de diciembre que comentamos en el siguiente apartado.

Pero antes, merece la pena detenerse siquiera un momento en el mapa bancario resultante de esta crisis. Porque las fusiones intra-europeas no solo pueden resultar necesarias para afrontar los costes de la recapitalización tras los stress test sino que, más fundamentalmente, son también la consecuencia lógica, imprescindible, de la unión bancaria europea. Contar con bancos auténticamente europeos, más allá de bancos nacionales que operen en varios países comunitarios, parece una consecuencia necesaria, si no un pre-requisito, de una auténtica unión bancaria. Por eso, las reglas de competencia y ayudas de Estado, más concretamente su aplicación al mundo bancario, han de ser reconsideradas. Europa es la única gran área monetaria en la que la autoridad de competencia juega un papel central en la solvencia y resolución bancaria. Es así por razones legales perfectamente comprensibles, es una de las pocas áreas donde la competencia comunitaria es incuestionable, pero no por ello constituye buena política económica y financiera. La lógica de la competencia y la de la supervisión y regulación bancaria no siempre son compatibles.

6.3. DE LA SUPERVISIÓN COMÚN AL MECANISMO EUROPEO DE RESOLUCIÓN BANCARIA

Con el estallido de la crisis financiera internacional los líderes mundiales empezaron a valorar la necesidad de una mayor coordinación internacional. Fue ya en la reunión del G20 en Londres en abril de 2009, cuando se plantearon la creación de un marco internacional, explícitamente acordado y con reglas claras, para gestionar colectivamente las posibles insolvencias de bancos sistémicos. Una necesidad que en el marco de la Unión Europea, y más específicamente en el seno de la unión monetaria, era más urgente. Como la extensión de la crisis a Europa y su inmediato contagio casi generalizado puso rápidamente de manifiesto. Comenzó así el largo camino hacia la armonización de los marcos de reestructuración y liquidación de entidades bancarias que se ha descrito con profusión en los dos informes anteriores de la Fundación de Estudios Financieros.

Tras años de intensa discusión técnica y política en la que se cruzaron argumentos racionales y emocionales, finalmente el 10 de julio de 2013 la Comisión Europea publicó su propuesta legislativa sobre el mecanismo único de resolución (SRM) con la finalidad de disponer de un sistema armonizado de liquidación de entidades bancarias de forma



ordenada y eficiente, que minimizase el coste para los contribuyentes y el impacto sobre la economía real y con ello, preservara la estabilidad financiera de la eurozona.

El Mecanismo Único de Resolución (SRM) constituye el segundo pilar de la futura unión bancaria europea y complementa al Mecanismo Único de Supervisión (SSM). Junto con el borrador de Directiva Europea sobre Resolución y Reestructuración de entidades de crédito aprobado también a principios de julio, supone un nuevo impulso en el avance hacia la unión bancaria. Se espera que una vez aprobados por el Consejo, lo que sucedió en el límite a finales de diciembre de 2013, ambos instrumentos (directiva y mecanismo de resolución) puedan ser debatidos en el Parlamento Europeo antes de su disolución a mediados de 2014 y pueda entrar en vigor en enero de 2015. Pero los plazos son muy exigentes, sobre todo porque los líderes parlamentarios ya han expresado su insatisfacción con el documentado emanado del Consejo¹⁷.

6.3.1. LA DIRECTIVA EUROPEA DE RESTRUCTURACIÓN Y RESOLUCIÓN BANCARIA

Como resultado de esa mayor coordinación, la Unión Europea venía trabajando en un régimen específicamente europeo que regulase de manera clara y vinculante para todos los Estados miembros las condiciones, modalidades y circunstancias de la eventual intervención estatal en ayuda de los bancos en crisis. Un marco que superase la creciente cooperación y coordinación en el seno de los colegios de autoridades nacionales cuyo funcionamiento había resultado manifiestamente insuficiente. De alguna manera, España fue una oportunidad para Europa y el *Memorandum of Understanding* para la reestructuración del sistema financiero español de 2012 un campo de pruebas para ese nuevo régimen europeo de resolución bancaria. La Comisión propuso, y así fue aceptado, que ese régimen constase de varios componentes: una Directiva de Reestructuración y Resolución Bancaria (BRRD) y un Reglamento europeo que estableciese un Mecanismo Único de Resolución Bancaria (SRM), una Autoridad Europea de Resolución (SRA) y un Fondo Único de Resolución Bancaria (SBRF).

La Directiva Europea (BRRD) ya fue analizada en detalle en el estudio anterior. En concreto de una manera descriptiva y positiva en el capítulo 8 «La supervisión bancaria europea» de Francisco Uría y con un enfoque mucho más crítico desde la óptica de la legislación mercantil española en el capítulo 9, «Aspectos jurídico privados de la nueva arquitectura institucional del euro» por María Luisa Alonso y José Guardo. Solo cabe añadir a nuestros efectos que supuso la aceptación europea del principio de «*burden sharing*» por el que acreedores privados y eventualmente depositantes bancarios no asegurados serían llamados a contribuir al coste de su recapitalización o a la asunción de los costes de la liquidación como ha sucedido en España con el MoU. Pero la Directiva BRRD sin el mecanismo y el fondo europeos de resolución constituyó el últi-

¹⁷ Ver las declaraciones a la prensa de Martin Schulz, presidente del Parlamento Europeo, el 19 de diciembre de 2013 en las que critica que los líderes europeos no hayan optado por una autoridad única y comunitaria.



mo e inútil intento de afrontar la crisis bancaria europea mediante soluciones nacionales bajo control último de las autoridades supervisoras domésticas con financiación principalmente local y en el que la autoridades europeas se limitaban a recomendar, supervisar, exigir su compatibilidad con las reglas de ayudas de Estado y en último caso ofrecer facilidades de financiación temporal con garantía exclusivamente local. El SRM y el SBRF suponen un salto cualitativo muy importante hacia la mutualización de la deuda bancaria y la federalización de la política micro prudencial en la Eurozona, hacia una auténtica unión bancaria, por mucho que en la negociación entre Estados soberanos en el seno del Consejo se haya limitado esa mutualización y alejado en el tiempo su puesta en marcha.

6.3.2. LA PROPUESTA DE LA COMISIÓN SOBRE EL MECANISMO ÚNICO DE RESOLUCIÓN

La creación de un mecanismo de resolución (SRM) adicional a un marco de resolución (BRRD) responde a la necesidad de suplir las carencias de este último: el marco general de la directiva se apoya en una red de autoridades nacionales y fondos de resolución que, incluso coordinadas, no harían suficientemente efectiva la liquidación de entidades a nivel europeo. Adicionalmente, este mecanismo de resolución debe ser gestionado al mismo nivel que la recién integrada supervisión ya que, de lo contrario, podrían surgir discrepancias entre el supervisor único y las autoridades de resolución nacionales. Además, las diferentes expectativas del mercado sobre la capacidad de los Estados para gestionar la liquidación de sus entidades podría perpetuarse, reforzando el círculo vicioso entre riesgo bancario y soberano y la fragmentación en la zona euro.

6.3.2.1. Las principales características del Mecanismo Único de Resolución (SRM) propuesto por la Comisión en julio 2013 (COM 2013, 0520)

- i. Tendría el mismo ámbito de actuación que la supervisión única, es decir, bancos de la Eurozona y de otros Estados miembros que decidan adherirse a la unión bancaria (unas 6.000 entidades).
- ii. La Autoridad de Resolución sería la Comisión Europea (CE). Aspecto éste más discutible y discutido. Discutible porque como hemos señalado antes supone consagrar la resolución bancaria a la Autoridad de Competencia, lo que no sucede en ningún área monetaria del mundo desarrollado. Y discutido por la frontal oposición alemana y de otros países que buscan esconderse en su larga sombra a la cesión de soberanía cuasi-fiscal a la Comisión sin un cambio en el Tratado de Maastricht.
- iii. El coste de las intervenciones bancarias y de su eventual saneamiento se financiaría a través de un Fondo Único de Resolución Bancaria, conocido por sus siglas en inglés SBRF, que se constituiría sobre las aportaciones (ex ante) del sector bancario. Este Fondo se recaudaría a lo largo de 10 años (ampliables a 14) hasta alcanzar el equivalente al 1% de los depósitos garantizados y sería adicional al



fondo nacional ya existente de garantía de depósitos. Si en caso de crisis durante el período transitorio, los recursos del Fondo no fuesen suficientes para las necesidades de saneamiento, y fuese necesario inyectar capital público, los Estados miembros podrán crear una tasa impositiva bancaria para recuperar a medio plazo el importe desembolsado (ex post).

La aportación de cada banco al SBRF se calcularía en base al perfil de riesgo de la entidad y a su modelo de negocio. Se tendría en cuenta el total de los pasivos menos los fondos propios y los depósitos garantizados, lo que significa que se beneficia claramente a los bancos financiados mayoritariamente con depósitos que se verán obligados a realizar bajas contribuciones adicionales, aunque compensadas por otra parte con su ampliada aportación al FGD.

6.3.2.2. Calendario inicial y sus modificaciones

El calendario previsto por la Comisión preveía el acuerdo del Ecofin en septiembre, del Consejo por unanimidad de los 28 Estados miembros en octubre y acuerdo definitivo con el Parlamento a finales de 2013. Obviamente este calendario no se ha cumplido. A duras penas el Consejo ha sido capaz de aprobar un acuerdo de principios en su reunión del 19 de diciembre, a costa de dejar considerables indefiniciones para su posterior precisión. Y dada la ya señalada posición de las autoridades del Parlamento y las escasas sesiones pendientes para que termine su mandato, será necesario un gran esfuerzo político y negociador para que el mecanismo y el fondo de resolución vean la luz en 2014 y estén disponibles para cuando el BCE asuma la supervisión. En caso contrario, poco previsible porque la Unión se caracteriza por negociar al borde del precipicio pero no por arrojarse a él, se complicaría mucho la labor del supervisor europeo y se introducirían grandes dudas sobre su capacidad para cumplir con sus responsabilidades. Entre otras cosas porque sería el único supervisor del mundo sin capacidad de intervención y liquidación de bancos ni siquiera con pleno acuerdo de la autoridad política correspondiente.

De cumplirse como esperamos los plazos pendientes, el Reglamento entraría en vigor en 2015, junto con la BRRD¹⁸ y pocos meses después el SSM. Hasta entonces, la liquidación de entidades continuará gestionándose conforme a los regímenes nacionales vigentes. Aunque, estos regímenes tenderán a converger de forma creciente debido a la actualización de la normativa sobre ayudas públicas a entidades financieras en crisis y a la posibilidad de recapitalización directa a la banca a través del MEDE. La comentada actualización de la normativa sobre ayudas públicas a entidades financieras en crisis, también aprobada el 10 de julio, revisa el marco común bajo el que los Estados miembros pueden otorgar ayudas en forma de garantías, capital y compra de activos tóxicos. Este nuevo esquema, vigente a partir del 1 de agosto, exigirá previamente a la recepción

¹⁸ Aunque la BRRD entre en vigor en 2015, las disposiciones sobre *bail-in* no lo harían hasta 2018 (atendiendo al borrador de directiva aprobado por el ECOFIN), lo que provoca una cierta confusión de plazos.



de ayudas, la aprobación de un plan de reestructuración o resolución de la entidad (siguiendo el modelo español) y la asunción de pérdidas por parte de los accionistas y acreedores junior.

6.3.2.3. Funcionamiento del SRM

Aspectos igualmente controvertidos de la propuesta de la Comisión tienen que ver con las normas de funcionamiento del SRM y en concreto con el mayor o menor automatismo para activarlo y proceder a desembolsos del Fondo sin el consentimiento previo, explícito y unánime de los Estados miembros. La Comisión proponía que:

- i. El BCE y no el banco central o autoridad supervisora del país en cuestión fuera el encargado de dar la alerta cuando una entidad atravesase serias dificultades y requiera ser reestructurada o liquidada. Supondría una cesión plena de soberanía supervisora y liquidadora a una autoridad supranacional fuera de la disciplina gubernamental. Supondría también la práctica desaparición a plazo de las autoridades supervisoras nacionales que se convertirían en meras agencias descentralizadas y dependientes del SRM.
- ii. Un Consejo de Resolución, integrado por representantes de la Comisión, del BCE y de las autoridades nacionales, que diseñara la resolución del banco, definiendo los instrumentos y modalidades concretas a utilizar dentro del abanico de posibilidades *-toolkit-* contemplado en la Directiva Europea, y definiera la cuantía de la implicación del Fondo Europeo de Resolución, en estrecha colaboración con las autoridades nacionales. Supondría que ese Consejo fijaría la cuantía de las pérdidas para accionistas, acreedores y depositantes y el reparto ente contribuyentes domésticos y europeos.
- iii. El Consejo se limitaría a dar sus recomendaciones pero la Comisión Europea atendiendo a las mismas o a razones legales tomará la decisión final sobre si la entidad debe ser liquidada y en qué plazo, así como sobre su marco de resolución.
- iv. Bajo la supervisión del Consejo, las autoridades nacionales ejecutarían la liquidación y en su defecto el propio Consejo de Resolución.
- v. En el caso de grupos transfronterizos todas las autoridades de supervisión de los países en que opere el banco a resolver contarían con un voto conjunto de peso equivalente al de la autoridad de origen, en respuesta a la mayor responsabilidad de esta última en la liquidación del banco.
- vi. Se crearía un Fondo de Resolución Único para asegurar la liquidez del banco durante el proceso de reestructuración, que sustituiría a los fondos nacionales de resolución.
- vii. En cuanto al coste de la liquidación se aplicaría en primer lugar el *bail-in*, lo que supondría repartir las pérdidas siguiendo la jerarquía de acreedores establecida en la BRRD hasta un mínimo del 8% del pasivo de la entidad: accionistas, títulos híbridos y deuda subordinada, deuda junior, deuda *senior* y depósitos de más de 100.000 € de grandes empresas, depósitos de más de 100.000 € de particu-



lares y pymes, y FGD. Una vez aplicada la quita anterior, se podría apelar al SBRF para cubrir hasta un máximo del 5% del pasivo restante.

- viii. Finalmente, si no fuera suficiente y como último recurso, se podrían inyectar fondos públicos (*bail-out*) a través de los presupuestos nacionales y del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE). La participación del MEDE queda supeditada a que el Estado miembro inyecte previamente el importe necesario para alcanzar una ratio de capital de máxima calidad (*common equity* Tier 1) del 4,5%.

La propuesta de la Comisión, muy ambiciosa y celosa de centralizar competencias en la Comisión a costa del Consejo, adolece sin embargo en otros puntos cruciales de una manifiesta ausencia de ambición europea. Primero supone un procedimiento de reparto de costes muy rígido y que muy probablemente resultará inaplicable en caso de crisis, que han de resolverse a lo largo de un fin de semana. Se entienden las razones, ya mencionadas en este Anuario, por las que Europa necesita un sistema de normas más previsible y explícito que otras uniones monetarias semejantes. Pero aún así en este caso se ha ido demasiado lejos hasta el punto de resultar difícilmente operativo y practicable. La razón probablemente hay que buscarla en el segundo punto de crítica. La Comisión va demasiado lejos en su intento por asegurar a algunos países que la mutualización de la deuda bancaria será siempre extraordinaria en caso que resulte absolutamente inevitable. Al acomodarles así, inútilmente por cierto porque Alemania rechaza tanto la mutualización como la centralización de la capacidad de decisión en la Comisión, pierde una oportunidad para ganar legitimidad en los países en crisis, ganar credibilidad entre los inversores respecto al compromiso final de los europeos con la unión bancaria, y ganar visibilidad política para un proyecto de unión bancaria que supone necesariamente un paso sin precedentes en la integración política y económica en la Europa de la Eurozona. Un paso así es y solo puede ser una Unión de Transferencias, por mucho que se quiera disimular con eufemismos y complejos procedimientos técnicos que solo prolongan la sensación de provisionalidad de la arquitectura financiera europea y prolongan innecesariamente la crisis. Finalmente, esta propuesta no responde al principal argumento alemán, que no existe actualmente base jurídica sólida para crear un SRM y que será necesario un nuevo Tratado Europeo. Un argumento que más pronto o más tarde habrá que confrontar y que no implica oposición al proceso de integración federal europea. De hecho es probablemente Alemania el país que más abiertamente se ha mostrado a favor de ese nuevo Tratado que legitime fuera de toda duda la unión bancaria.

6.3.3. LA DECISIÓN IN EXTREMIS DEL CONSEJO

Como era previsible el documento de la Comisión encontró pronto la oposición frontal alemana, reacia a un mecanismo automático en el que los gobiernos europeos, el Consejo, perdieran el control de la resolución bancaria en beneficio de la Comisión, una autoridad supranacional. Las razones de esta oposición, no siempre infundadas eran fundamentalmente dos: que la Comisión, una secretaría técnica de coordinación carecía de autoridad moral y legitimidad política para imponer decisiones fundamentalmente



fiscales que suponen la utilización del dinero del contribuyente europeo más allá de sus respectivos presupuestos; y que el proyecto de la Comisión excedía el marco de delegación de competencias establecido en el Tratado de Maastricht y particularmente que suponía la financiación directa de los Estados miembros.

Pero también en el más puro espíritu europeo, tras intensas negociaciones y una vez celebradas las elecciones alemanas que nuevamente supusieron un importante parón en la toma de decisiones europeas, el Consejo de diciembre pudo finalmente llegar a un acuerdo de última hora que mantiene vivas las esperanzas de cumplir el calendario mínimo previsto y asegurar que el mecanismo de resolución bancaria esté listo para cuando el BCE asuma las funciones supervisoras para la Eurozona. El Consejo acordó la creación de una Junta Única de Resolución y un fondo único (el SBRF) y aprobó el borrador del Reglamento del Mecanismo de Resolución con el compromiso de llegar a un acuerdo intergubernamental sobre el funcionamiento del Fondo y con el Parlamento antes del 1 de marzo de 2014. El acuerdo se extiende también al diseño básico del *fiscal backstop* del SBRF.

De acuerdo con la decisión del Consejo, el SRM cubrirá a todos los países incluidos en la supervisión única. Para ello se crea una Autoridad Única de Resolución, un *Single Resolution Board* (SRB en terminología europea), que actuará por su propia iniciativa o a petición del BCE cuando estime que una entidad financiera está en situación de insolvencia o próxima a ella. La Junta determinará la aplicación de los instrumentos específicos de resolución a aplicar y la utilización en su caso del fondo europeo de resolución. Las decisiones de la Junta serán efectivas a las 24 horas de su adopción salvo que el Consejo por mayoría simple o a propuesta de la Comisión las suspenda y solicite cambios. Se modifica así la propuesta original de la Comisión y se da un cierto acomodo a la oposición alemana en la medida en que las decisiones de intervención bancaria no se escapan completamente al control gubernamental que puede modificarlas en el Consejo. Pero se mantiene la práctica del veto a posteriori que eleva el coste político de esa intervención gubernamental y, por lo tanto, la necesidad de una argumentación efectiva y sólida.

El acuerdo del Consejo se extiende también a la composición de la Junta de Resolución que estará formada por un Director ejecutivo, cuatro directores nombrados a tiempo completo y un representante decada una de las Autoridades de Resolución de los países participantes. Se reunirá en sesión ejecutiva o en pleno, pero las propuestas de resolución bancaria se adoptarán por su comité ejecutivo, compuesto por los cinco representantes permanentes y los representantes de los Estados miembros responsables del banco en cuestión. Para asegurar la solvencia del propio SBRF, y para tranquilidad de los grandes países contribuyentes, sólo el pleno de la Junta podrá aprobar decisiones que impliquen asistencia de liquidez por un importe superior al 20% de su capital o cualquier ayuda de recapitalización que supere el 10%, o cualquier disposición del Fondo de Resolución una vez que se haya utilizado el 5% del mismo en un año. En estos casos, las decisiones exigen una mayoría de dos tercios de los miembros del Pleno que represente al menos el 50% del capital desembolsado. El Pleno de la Junta por mayoría simple tendrá, asimismo, derecho de veto de cualquier decisión del comité ejecutivo que suponga endeudamiento del Fondo o la mutualización de deuda bancaria en casos de resolución que afecten a países miembros del SRM y países terceros. Para garantizar la sobe-



ranía presupuestaria de los Estados miembros, y evitar contingencias fiscales indeseables, el proyecto de Reglamento prohíbe además cualquier acuerdo que suponga apoyo público extraordinario de los distintos Estados sin la aprobación explícita de éstos según sus reglas internas.

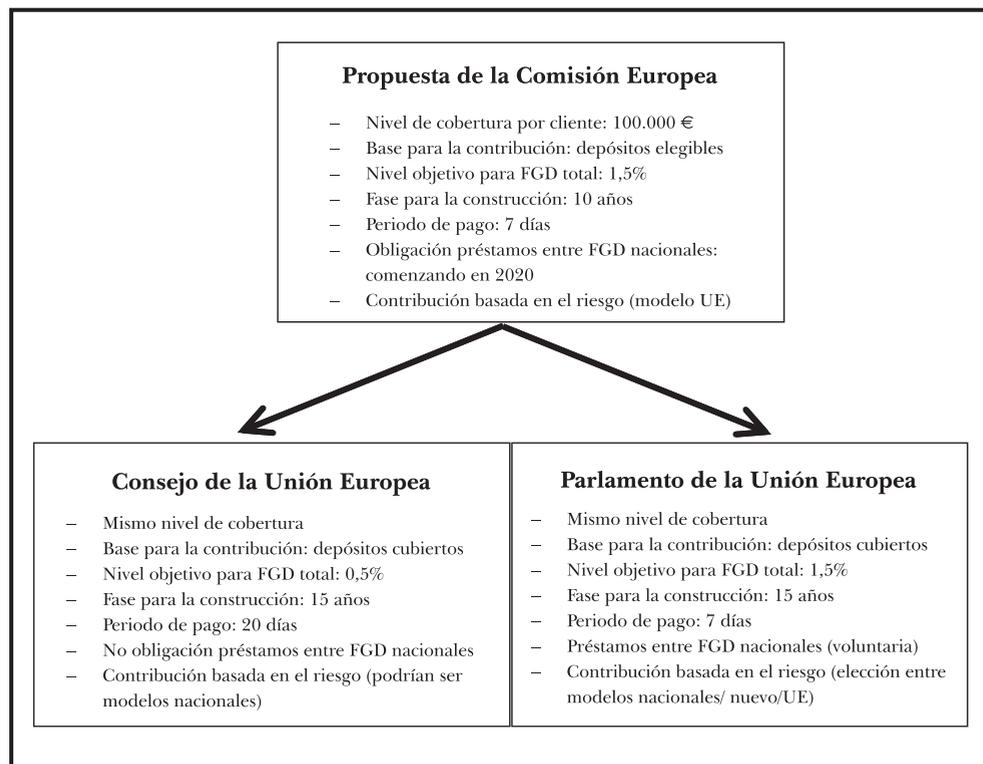
El SRM entrará en vigor el 1 de enero de 2015, pero por razones difíciles de comprender más allá de una cautela extraordinaria, las decisiones de *bail-in* no lo harán hasta 2016. El Reglamento se basa en el artículo 114 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea (TFUE) y exige acuerdo del Parlamento Europeo y será aplicable una vez ratificado por un número de Estados miembros participantes en el SSM/SRM que supongan al menos el 80% de las contribuciones al SBRF. Conocida la posición del Parlamento e incluso la tibia recepción anunciada por el BCE en palabras de su presidente, es probable y deseable que el reglamento del SRM vea cambios significativos antes de su aprobación definitiva. Cambios que han de simplificar su operativa, disminuir el control que los grandes países se han reservado sobre su utilización, aumentar la independencia de la Junta de Resolución de los gobiernos respectivos, del Consejo y de la Comisión, aumentar el tamaño del Fondo y mejorar su articulación conjunta con el MEDE. Solo así se habrán puesto los cimientos para terminar con la crisis europea, roto el círculo vicioso de crisis bancaria crisis soberana que lastra la recuperación europea y puesto en marcha sin más dilaciones la unión bancaria.

6.4. LA LARGA MARCHA HACIA UN MECANISMO EUROPEO DE GARANTÍA DE DEPÓSITOS

El Fondo de Garantía de Depósitos, tercer pilar previsto en la unión bancaria parece que tardará en llegar. La Comisión Europea ha acabado aceptando que primero deben concluir las negociaciones sobre su propuesta legislativa de julio de 2010 dirigida a mejorar el funcionamiento de los Fondos de Garantía de Depósitos (FGD) nacionales. La Unión Europea parece haber claudicado y de momento considera prioritario alcanzar un acuerdo sobre una red coordinada de FGD nacionales. Una vez más, por miopía técnica o falta de coraje político, se vuelve a repetir el error ya cometido con la integración de la supervisión bancaria. La Eurozona perderá así unos años en establecer mecanismos de coordinación que se demostrarán insuficientes e ineficaces en momentos de stress financiero y potenciales episodios de fugas de depósitos. Una vez más, ojalá que nos equivoquemos, habrá que acabar improvisando mecanismos en situaciones de emergencia, mecanismos que se convertirán en casi permanentes y que diseñarán procedimientos imperfectos. Como sucedió en la práctica con la Directiva de Resolución Bancaria apresurada tras las crisis española y chipriota.

Pero lo cierto es que a la fecha de cerrar este Anuario, el Mecanismo Europeo de Garantía de Depósitos pasará al menos por dos etapas. En la etapa inicial, la Unión se limitará a dar cumplimiento al borrador de Directiva de garantía de depósitos que la Comisión Europea publicó en julio de 2010 para armonizar los Fondos nacionales existentes. Armonización que incluía: un incremento significativo de la protección de los depósitos, una prefijación de los niveles objetivo y la obligación para los FGD nacionales de prestarse entre ellos (comenzando en 2020). Con posterioridad, en febrero de

2012, el Parlamento Europeo indicó su posición, significativamente diferente, (ver esquema anexo) sin esperar al acuerdo del Consejo de la UE. Desde entonces, las negociaciones están paralizadas.



Fuente: Deutsche Bank (2013).

Adicionalmente y ya en el estadio de la unión bancaria, se pretende crear un Fondo de Garantía de Depósitos común o FGD europeo. Pero todo esto suena demasiado lejano, pues ni siquiera hay acuerdo sobre la propuesta de Directiva de la Comisión de julio de 2010. Este tema tendrá que esperar a la aprobación definitiva del Mecanismo Único de Resolución (SRM).

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Banco Central Europeo (2013): «Nota: evaluación global». Octubre 2013.
Banco de España (2013), Informe de Estabilidad Financiera 2013, pp. 43-55.



- Barclays (2013): «European Economics Quarterly: One swallow does not (yet) make a summer. The Road towards a Banking Union». July 2013.
- Bankia, «Actualidad Financiera», Área de Estudios, Noviembre 2013.
- Barclays (2013): «The European Commission's proposal for a Single Resolution Mechanism (SRM)». Economics Research. July 2013.
- BBVA (2013a): «La Unión Bancaria: una cuestión de supervivencia para el euro». Observatorio Económico. Sistemas Financieros y Regulación. Febrero de 2013.
- BBVA (2013b): «Unión Bancaria y el futuro del sistema financiero europeo». Observatorio Económico. Sistemas Financieros y Regulación. Febrero de 2013.
- Beck, T.; Gros, D. y Schoenmaker, D. (2013): «On the Design of a Single Resolution Mechanism». European Parliament. Directorate General for Internal Policies, February 2013.
- Carbó Valverde, S. y Rodríguez Fernández, F. (2013): «The European banking union from the Spanish perspective: Myths and reality». Vol. 2, nº 4, pp. 25-34. Spanish Economic and Financial Outlook.
- Deutsche Bank (2013): «Towards a Banking Union. Key issues in the debate». February 2013.
- European Commission (2012): «Communication from the Commission to the European Parliament and the Council. A Roadmap towards a Banking Union». Brussels.
- European Commission (2013): «A comprehensive EU response to the financial crisis: a strong financial framework for Europe and a banking union for the Eurozone». Memo, 10th July 2013, Brussels.
- European Commission (2013): «Commission proposes Single Resolution Mechanism for the Banking Union». Press release, 10th July 2013, Brussels.
- European Commission (2013): «State Aid: Commission adapts crisis rules for bank». Press release, 10th July 2013, Brussels.
- Fernández-Villaverde, J. Garicano, L. y Santos T. (2013), «Political Credit Cycles: The Case of the Eurozone», Journal of Economic Perspectives, Vol. 27, Nº 3, verano 2013, pp. 145-166.
- Glienicker Group (2013): «Towards a Euro Union». Improving Economic Policy. October 2013. Bruegel.
- House of Lords (2012): «European Banking Union: Key issues and challenges». European Union Committee, December 2012.
- Ibáñez, Jesús y Domingo, Beatriz (2013): «La Trasposición de Basilea III a la legislación europea». Revista de Estabilidad Financiera 25, Banco de España, Noviembre 2013.
- International Monetary Fund (2010a): «Central Banking Lessons from the Crisis», Monetary y Capital Markets Department, IMF Position Paper, May 2010.
- International Monetary Fund (2010b): «The Making of Good Supervision. Learning to Say No», J. Viñals and J. Fiechter, IMF Staff Position Note, SPN 10/08, May 2010.
- International Monetary Fund (2013a): «A Banking Union for the Euro Area». IMF Staff Discussion Note. February 2013.



- International Monetary Fund (2013b): «Article IV Consultation with the Euro Area Concluding Statement of the IMF Mission». July 2013.
- KPMG (2013): «CRD IV: Single Rule Book for EU Banking Regulation. Changes and Implications». Regulatory Advisory. May 2013.
- Merler, S. y Wolff, G. (2013), «Ending Uncertainty: Recapitalization under European Central Bank Supervision», Bruegel Policy Contribution, Issue 2013/18, diciembre 2013.
- Sapir, A. y Wolff, G. (2013): «The neglected side of banking union: reshaping Europe's financial system». Contribution to informal Ecofin, 14 septiembre 2013, disponible en Bruegel (<http://www.bruegel.org/publications/publication-detail>).
- Verhelst, S. (2013): «The Single Supervisory Mechanism: A sound First Step in Europe's Banking Union? Royal Institute for International Relations. European Affairs Programme. March 2013.
- Véron, N. (2013): «A realistic bridge towards European Banking Union». Bruegel Policy Contribution. Issue 2013/09. June 2013.
- Véron, N. (2013): «Banking Nationalism and the European Crisis». Improving Economic Policy. October 2013. Bruegel.
- Véron, N. (2013): «An encouraging start for the ECB's Big Bank Review». Improving Economic Policy. October 2013. Bruegel.
- Véron, N. y Wolff, G.B. (2013): «From Supervision to Resolution: Next Steps on the Road to European Banking Union». Peterson Institute for International Economics, number PB 13-5. Washington DC.

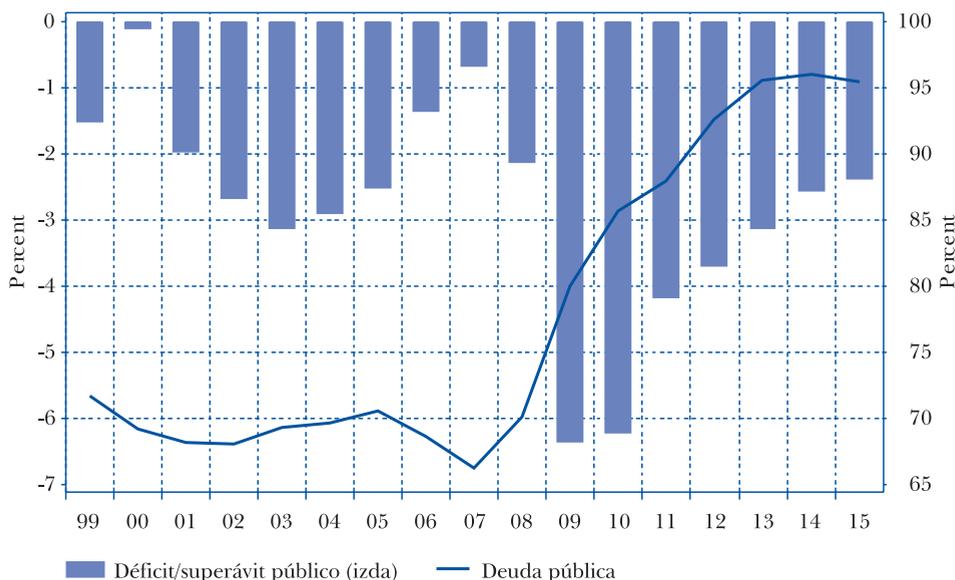


7. UNIÓN FISCAL

7.1. CONTEXTO MACROECONÓMICO: LA POLÍTICA FISCAL EN LA UNIÓN MONETARIA

La última cifra de déficit público de la eurozona (dato consolidado correspondiente a 2012) se sitúa en el 3,7% y la deuda pública en el 92,6% con respecto al PIB, por lo que en ambos casos se supera el límite establecido por las reglas fiscales de la UEM de 3% de déficit y 60% de deuda soberana. Las últimas estimaciones de la Comisión Europea para 2013 reflejan que los avances en la consolidación fiscal han reducido el déficit al 3,1% pero de manera aún insuficiente para evitar que la deuda pública siga creciendo hasta el 95,5%. Aunque es cierto que desde el año 2009 se viene produciendo una caída del déficit (de 6,3% en 2009 a 3,1% en 2013), ésta disminución no permite aún reducir los niveles de deuda pública (ver gráfico 7.1.).

GRÁFICO 7.1. CUENTAS PÚBLICAS EN LA EUROZONA (% PIB)

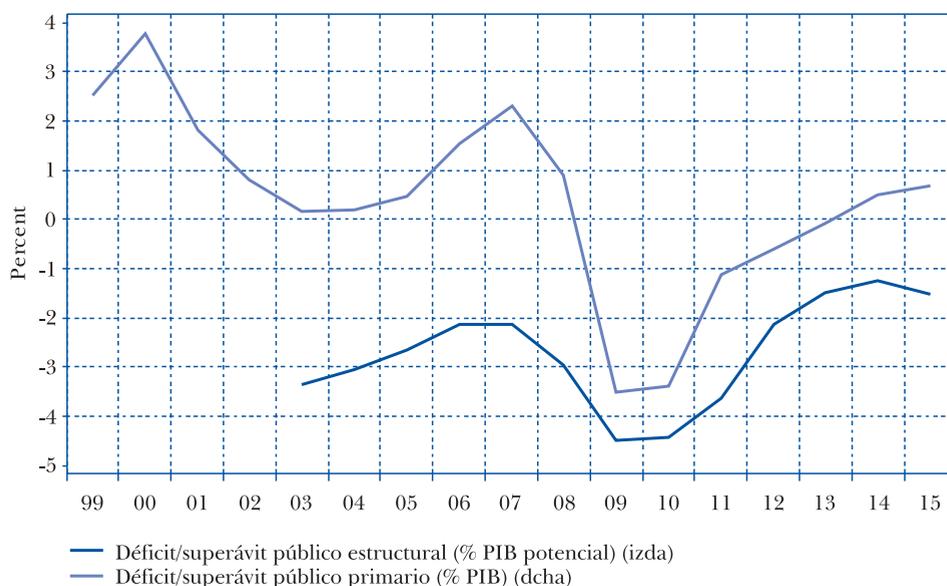


Fuente: Comisión Europea (AMECO).

Según las previsiones de la Comisión Europea (otoño de 2013), el PIB de la eurozona se contraería un 0,4% en 2013, por lo que la reducción esperada del déficit presupuestario continuaría estando relacionada con los planes de ajuste de los Estados miembros más que por una reacción de la componente cíclica. Estas previsiones apuntan a que la deuda alcance su máximo en 2014 (95,9%), momento a partir del cual tendería a reducirse paulatinamente.

La evolución de los saldos presupuestarios estructural y primario es también de reducción (ver gráfico 7.2.), pero ésta se manifiesta con más intensidad al descontar la componente cíclica en el primer caso –la Euro Zona está en recesión o en el mejor de los casos creciendo por debajo del potencial– y el pago de intereses de la deuda pública en el segundo, pagos que han venido creciendo con la crisis de la deuda. Pero es en estos indicadores donde el esfuerzo fiscal de los Estados miembros se observan con mayor claridad. Así, el déficit estructural bajaría del 2,1% en 2012 al 1,5% en 2013 y el primario del 0,6% al 0,1% entre esos mismos años. Pero seguiría violándose el criterio de déficit estructural del 0,5%, por lo que los esfuerzos fiscales deben continuar. No cabe pues esperar una expansión fiscal en Europa.

GRÁFICO 7.2. DÉFICIT/SUPERÁVIT PÚBLICO ESTRUCTURAL Y PRIMARIO EN LA EUROZONA



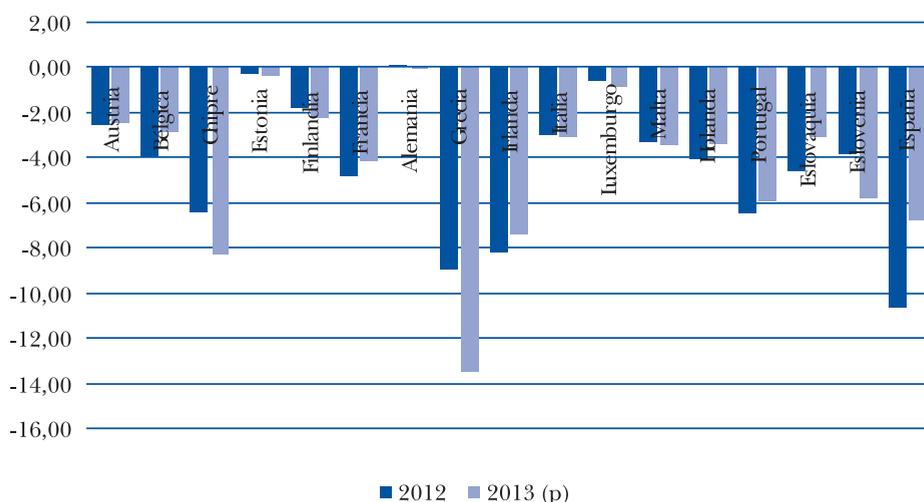
Fuente: Comisión Europea (AMECO).

Los datos agregados anteriores esconden, sin embargo, importantes diferencias por países en el comportamiento de las variables fiscales de la eurozona entre 2012 y 2013, pudiéndose distinguir cuatro grandes grupos en 2013 (ver gráfico 7.3.): 1) Estados

miembros que reducen sus déficit públicos y cumplirían las reglas fiscales: Austria y Bélgica; 2) Estados miembros que aún reduciendo el déficit no cumplen las reglas fiscales: Francia, Irlanda, Holanda, Portugal, Eslovaquia y España (de 10,6% en 2012 a 6,8% en 2013 sin descontar los gastos de la recapitalización bancaria); 3) Estados miembros que pueden permitirse aumentar su déficit público porque cumplen las reglas fiscales y así realizar políticas expansivas: Estonia, Finlandia, Alemania y Luxemburgo; y 4) Estados miembros que aumentan el déficit público y además no cumplen las reglas fiscales con lo que se arriesgan a que la Comisión les abra un procedimiento de déficit excesivo: Chipre, Grecia, Italia, Malta y Eslovenia.

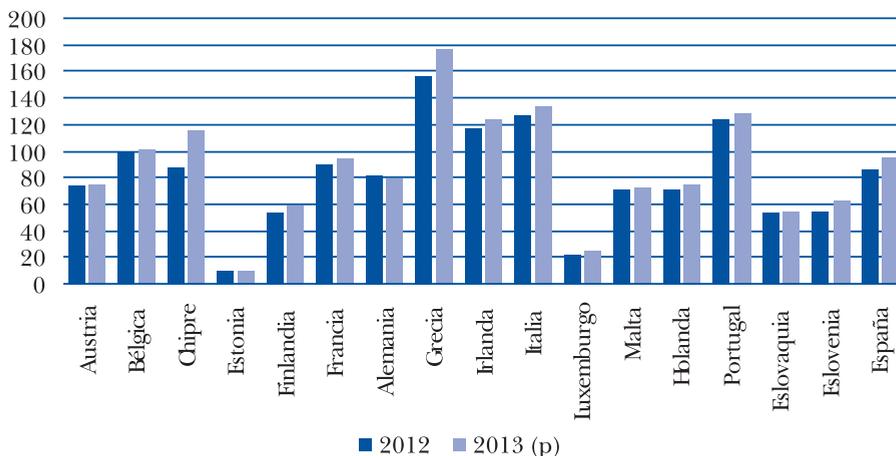
Asimismo, los tres países con mayor déficit público en 2013 serían Grecia (13,5%), Chipre (8,3%) e Irlanda (7,4%), los tres países bajo un programa de intervención de la Unión. Por su parte, los tres con mejor saldo presupuestario son Alemania (-0,04%), Estonia (-0,4%) y Luxemburgo (-0,9%) a los que la Comisión les pide una mayor expansión fiscal para ayudar a la recuperación de la actividad económica en el conjunto de la Unión.

GRÁFICO 7.3. DÉFICIT/SUPERÁVIT PÚBLICO (% PIB) POR ESTADO MIEMBRO



Fuente: Comisión Europea (AMECO).

En términos de ratio de deuda pública sobre PIB (ver gráfico 7.4.) salvo en el caso de Alemania donde descendería en 2013, en todos los países miembros del área euro continúa aumentando. No es sorprendente que muy por encima de la media de la eurozona (87%) se sitúen los países que han experimentado dificultades de financiación y crisis en los últimos años: Grecia (176%), Italia (133%), Portugal (127%) e Irlanda (124%). En España, según las estimaciones de la Comisión, pasaría de 86% en 2012 a 94,8% en 2013.

GRÁFICO 7.4. DEUDA PÚBLICA (% PIB) POR ESTADO MIEMBRO

Fuente: Comisión Europea (AMECO).

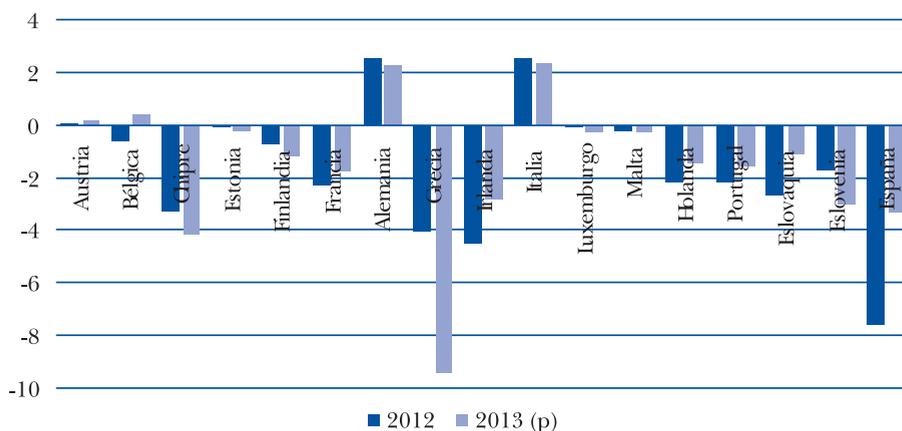
Esta heterogeneidad también se observa al comparar los saldos primario y estructural en 2013 (gráficos 7.5. y 7.6.). En el caso del déficit primario, Alemania, Italia, Bélgica y Austria estarían sensiblemente por encima de la media, países en situaciones cíclicas muy diferentes, y por debajo, Grecia, Chipre y España (-3,3%) como corresponde al cumplimiento de su programa de ajuste. En términos de déficit estructural, las mejores cifras se registrarían en Grecia, Alemania, y Luxemburgo mientras que las peores en Irlanda, Chipre y España (-4,1%), lo que da una ida de los ajustes pendientes en estos tres países para poder dar por cerrada la crisis de la deuda. Todos los Estados miembros, excepto Eslovenia y Alemania, reducirían su déficit público ajustado cíclicamente; dato con el que Alemania argumenta su contribución a la recuperación económica. Se puede discutir el ritmo de expansión fiscal deseable en ese país desde la perspectiva europea pero no ignorar su contribución general al bienestar europeo.

El déficit estructural no es la única ni la mejor manera de medir el pulso, la dirección ni la intensidad, de la política fiscal. Últimamente se presta atención creciente al denominado «Esfuerzo Fiscal Discrecional» (DFE por sus siglas en inglés), basado en el impacto presupuestario de las medidas fiscales adoptadas por los distintos gobiernos en el contexto de la posición cíclica de sus economías¹. Este análisis permite desglosar el esfuerzo fiscal desde la perspectiva de los ingresos (principalmente modificaciones de los impuestos) y de gasto público, permitiendo una valoración de la contención de los mismos. Del análisis de la tabla 7.1, que presenta este esfuerzo fiscal, se aprecia que Grecia (5%) y España (3,8%) son los paí-

¹ Este método alternativo al del saldo ajustado cíclicamente (CAB por sus siglas en inglés) presenta una metodología mixta para evaluar la posición fiscal de un país. Desde el lado de los ingresos públicos, el esfuerzo se computa añadiendo los efectos de las nuevas medidas impositivas adoptadas en el año correspondiente. Y desde el lado de los gastos, el esfuerzo se mide como la brecha entre el gasto y el crecimiento potencial. Para mayor detalle léase la parte III (*Measuring the Fiscal Effort*) del Informe sobre Finanzas Públicas 2013 (European Commission, 2013a).

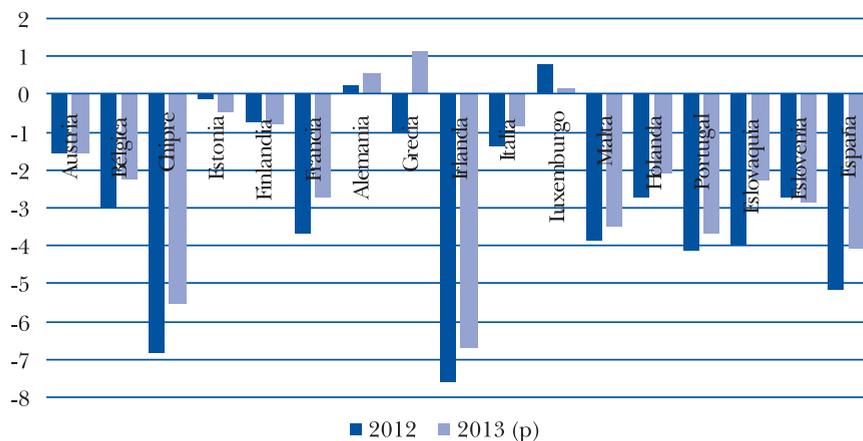
ses europeos que mayor ajuste presupuestario han realizado en 2013, seguidos de Holanda, Irlanda, Eslovaquia, Eslovenia y Portugal. Atendiendo al tipo, a la calidad del ajuste, en los basados en el gasto aparecen Irlanda, Grecia y Eslovenia; en los basados en los ingresos Francia, Luxemburgo, Holanda, Portugal y Finlandia; y en los basados en un mix de ingresos y gastos Bélgica, España e Italia. En el caso español, el DFE ha sido de 3,8 puntos del PIB en 2013 con un reparto ligeramente desequilibrado en la dirección correcta; el 46,8% ha venido como consecuencia de medidas de aumento de impuestos y el 53,2% por la contención del gasto público.

GRÁFICO 7.5. DÉFICIT/SUPERÁVIT PRIMARIO (% PIB)



Fuente: Comisión Europea (AMECO).

GRÁFICO 7.6. DÉFICIT/SUPERÁVIT PÚBLICO ESTRUCTURAL (% PIB POTENCIAL) POR ESTADOS MIEMBROS



Fuente: Comisión Europea (AMECO).

TABLA 7.1. COMPOSICIÓN DE LA CONSOLIDACIÓN EN 2013

País	Esfuerzo fiscal discrecional (%)	Contribución de los ingresos (%)	Contribución de los gastos (%)
Alemania	-0,3	0	100
Austria	0,2	100	0
Bélgica	0,7	47,7	52,3
Chipre	nd	nd	nd
Eslovaquia	2,4	50,6	49,4
Eslovenia	2,4	25,3	74,7
España	3,8	46,8	53,2
Estonia	0	100	0
Finlandia	0,2	100	0
Francia	1,4	92,4	7,6
Grecia	5,0	12,6	87,4
Holanda	2,7	54,5	45,5
Irlanda	2,4	32,0	68,0
Italia	1,0	53,3	46,7
Luxemburgo	1,2	72,6	27,4
Malta	nd	nd	nd
Portugal	2,4	100	0

Fuente: Comisión Europea (AMECO).

7.2. LAS REGLAS FISCALES EN LA UNIÓN MONETARIA

En el contexto de la eterna discusión macroeconómica entre reglas y discrecionalidad y al albur de la revolución monetarista, las reglas fiscales cobran importancia en la literatura académica y en la práctica política fiscal al objeto de dotar de credibilidad a la política fiscal más allá del ciclo político, de dar previsibilidad a sus resultados y de anclar las expectativas de los distintos agentes económicos. Eran en su origen una característica institucional típica de las economías emergentes, cuyos débiles marcos institucionales las hacían presa fácil de ciclos especulativos coincidiendo con los períodos electorales. Pero han ido generalizándose entre los países desarrollados como consecuencia de sus crecientes problemas fiscales y de la dependencia de sus necesidades de financiación y del apetito por el riesgo de los inversores internacionales. En la Unión Monetaria Europea, por sus propias características fundacionales, cumplen una función esencialmente distinta: evitar que las políticas fiscales, que siguen siendo nacionales, impidan un correcto funcionamiento de la política monetaria única.

Una regla fiscal impone una restricción de largo plazo sobre uno o varios agregados presupuestarios –saldo total, gasto nominal, porcentaje de ingresos sobre el PIB, stock de deuda, entre otros– a los que impone un límite cuantitativo explícito y conocido de antemano. Con el paso del tiempo las reglas se han ido haciendo más complejas, y por tanto menos previsibles y más difíciles de interpretar, tratando de compaginar los objetivos iniciales de sostenibilidad y estabilidad de las cuentas públicas con la búsqueda de



mayor flexibilidad para responder a shocks de distinta naturaleza. Esta evolución se refleja en la definición de metas estructurales más que nominales, reglas que son más del gusto de los académicos porque se ajustan mejor a sus modelos teóricos sobre el impacto de la política fiscal en el ciclo, y de los políticos porque son menos transparentes, más discrecionales y dejan más margen para la creatividad y la imaginación.

La evolución de las reglas fiscales en el seno de la Unión Monetaria Europea refleja bien este cambio teórico. La restricción presupuestaria contenida en el Pacto de Estabilidad ha ido cambiando desde una regla simple y perfectamente fiscalizable, el 3% de déficit público, hacia una regla estructural con múltiples excepciones e interpretaciones en función de la calidad de las políticas de gasto. Una evolución sobre la que ya he manifestado en repetidas ocasiones mi desacuerdo² porque ablanda la disciplina fiscal y la subordina a debates irresolubles. Baste recordar aquí que, sin ir más lejos, Fondo Monetario Internacional y Comisión Europea difieren sustancialmente en la estimación del déficit estructural de los distintos países europeos.

En cualquier caso, esta tendencia de crear reglas «estructurales», complejas, de difícil y no lineal interpretación, solo conduce a ampliar el margen de negociación política y erosionar la legitimidad europea, porque abrirá sin duda tensiones discriminatorias entre los distintos países y acusaciones de trato desigual. Pero es que además la creación de reglas basadas en los ajustes cíclicos, tienen un problema técnico de fondo: los inversores tienen que financiar el déficit corriente, no solo el estructural.

7.2.1. LAS REGLAS FISCALES EN EL TRATADO DE MAASTRICHT Y EL PACTO DE ESTABILIDAD Y CRECIMIENTO

Volvamos a los orígenes institucionales de la regla fiscal en Europa y describamos en cierto detalle esta evolución. En 1993 entra en vigor el Tratado de Maastricht, donde se establecen los criterios de convergencia para aquellos países de la Unión Europea que deseen formar parte de la Eurozona. Entre dichos criterios aparecen dos estrechamente relacionados con las finanzas públicas: límite de deuda pública del 60% y de déficit público del 3% con respecto al PIB. Además, en este mismo Tratado se prohíbe expresamente a los Bancos Centrales financiar al sector público (monetización de la deuda pública) para evitar problemas de inflación y de riesgo moral.

En 1997 se aprueba el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC o SGP por sus siglas en inglés), que se diseña para mantener y garantizar en el seno de la Unión la disciplina fiscal establecida a la entrada con los criterios de convergencia. Se basa en dos pilares: 1) el principio de supervisión multilateral de las situaciones presupuestarias de los distintos Estados miembros y 2) el procedimiento de déficit excesivo (PDE). En el primer caso, los Estados miembros del área euro presentan un programa de estabilidad protocolizado al Consejo. Si éste detecta desviaciones respecto del objetivo presupuestario a

² Véase por ejemplo el Resumen ejecutivo del segundo informe sobre el euro, *La Arquitectura Institucional de la Refundación del Euro*, Fundación de Estudios Financieros, Madrid 2013.



medio plazo formulará una recomendación al país de que se trate para que aplique medidas de ajuste y evite el denominado procedimiento de déficit excesivo. En el segundo caso, si el Consejo constata un déficit excesivo, realiza primero una serie de recomendaciones que si el Estado miembro no cumple se traducen en un régimen de sanciones. Nunca se ha producido ninguna sanción, lo que ha erosionado la credibilidad y eficacia del PEC. El procedimiento de déficit excesivo tiene como función básica ser un instrumento auténticamente disuasorio en materia de déficit excesivo.

De acuerdo con lo señalado en el protocolo sobre el procedimiento aplicable en caso de déficit excesivo, el valor de referencia para el déficit público es el 3% del PIB. La violación de este nivel se considera excepcional y solo permisible: 1) cuando obedece a circunstancias inhabituales independientes de la voluntad del Estado miembro afectado que inciden de manera significativa en la situación financiera de las administraciones públicas; y 2) cuando es consecuencia de una grave recesión económica (la superación del 3% del PIB se deriva de una fuerte disminución anual del PIB o de una caída acumulada de la producción).

Por otra parte, exceder el valor de referencia se considera temporal, y por lo tanto no sancionable, si las previsiones presupuestarias establecidas por la Comisión Europea indican que el déficit se reducirá por debajo del valor de referencia cuando hayan desaparecido las circunstancias especiales o la recesión económica.

La Comisión evalúa y el Consejo decide si existe o no un déficit excesivo. La Comisión elabora un informe, estando obligada a tomar en consideración todos los factores pertinentes para evaluar la existencia de un déficit excesivo. Factores que tras el inicial incumplimiento de Alemania y Francia, y con el visto bueno del gobierno español del momento, se ampliaron en 2005 para incluir gastos considerados deseables y que por lo tanto justificaban desviarse del objetivo de referencia:

- Evolución de la situación económica a medio plazo.
- Condiciones coyunturales.
- Aplicación de políticas que traten de fomentar la investigación y la innovación.
- Evolución de la situación presupuestaria a medio plazo, especialmente los esfuerzos de saneamiento presupuestario realizados en coyunturas favorables.
- Gasto de las reformas en los sistemas de pensiones de jubilación.

Asimismo, las instituciones europeas deben prestar atención a cualquier otro factor que el Estado miembro afectado considere relevante.

El procedimiento de déficit excesivo en el PEC original es largo, lento y prolijo, lo que aumenta las dificultades en su aplicación, porque a menudo coincide en el tiempo con el empeoramiento de la situación económica en el país en cuestión, precisamente como consecuencia del deterioro de las condiciones de financiación en ese país por la reacción del mercado al deterioro de las finanzas públicas. En síntesis, el procedimiento exige:

1. *Informe de la Comisión.* Si un Estado miembro no cumple los criterios establecidos, el Comité Económico y Financiero, Ecofin, deberá emitir un dictamen en el plazo de dos semanas tras la aprobación por la Comisión del informe que ésta elabora.

La Comisión se basa en este dictamen para presentar a su vez un dictamen al Estado miembro en cuestión si considera que existe déficit excesivo, de lo que tendrá que informar igualmente al Consejo.

2. *Decisión del Consejo.* Basándose en el dictamen de la Comisión, el Consejo, por mayoría cualificada, decide si existe déficit excesivo. El Consejo toma en consideración las observaciones que, en su caso, haya presentado el Estado miembro.

Si decide que existe déficit excesivo, el Consejo realiza recomendaciones al Estado miembro, estableciendo un plazo de seis meses para que éste tome medidas efectivas. El déficit excesivo deberá corregirse en el año siguiente a la constatación de su existencia, salvo en el caso de que se produzcan circunstancias especiales. En sus recomendaciones, el Consejo insta al Estado a lograr una mejora anual de su saldo presupuestario estructural equivalente como mínimo al 0,5 % del PIB. Si en un plazo máximo de seis meses no se ha tomado ninguna medida efectiva, el Consejo debe decidir hacer públicas sus recomendaciones.

A la luz de los episodios de crisis conocidos, cabe preguntarse si esta mejora del 0,5% estructural resulta suficiente para calmar los ánimos del mercado en caso de grave crisis de confianza. Cabe por tanto discutir si el ritmo de consolidación fiscal previsto en el procedimiento de déficit excesivo, y que algunos sectores de la opinión pública europea consideran una restricción fiscal extraordinariamente dura, es el adecuado en el contexto de unos mercados de capitales nerviosos y volátiles. Pese a una creciente sensación en buena parte de Europa de que el ajuste fiscal está yendo demasiado lejos, la realidad es que el ritmo de ajuste previsto en la regla fiscal de la Euro Zona es muy gradual y la mayoría de los países sometidos a crisis fiscales han considerado necesario ir más allá. Parece pues que podemos interpretar sin riesgo a equivocarnos que un ajuste anual del 0,5% del déficit estructural sería el umbral mínimo en casos de incumplimientos puntuales y no sistemáticos.

3. *Advertencia y sanciones.* En el plazo de dos meses a partir de la fecha en que el Consejo compruebe que no se han tomado medidas efectivas, el Consejo podrá formular una advertencia al Estado miembro al objeto de que tome medidas inmediatas para la reducción del déficit. Si el Estado afectado aplica las medidas efectivas y si tras la adopción de esta advertencia aparecen factores económicos adversos e inesperados que influyen negativamente en su hacienda pública, el Consejo puede decidir revisar la advertencia.

A más tardar cuatro meses tras la advertencia, y si el Estado miembro no se ajusta a las decisiones del Consejo, éste decide generalmente imponer sanciones.

4. *Suspensión del procedimiento.* El procedimiento de déficit excesivo podrá suspenderse en cualquier momento siempre que el Estado afectado tome medidas en respuesta a las advertencias o recomendaciones del Consejo.
5. *Medidas efectivas.* El Consejo establece un plazo para que el Estado miembro tome las medidas efectivas, que siempre habrán de atenerse a las recomendaciones del Consejo y a las sanciones impuestas por éste.

El Consejo puede solicitar que el Estado miembro participante presente informes periódicos siguiendo un calendario preestablecido para poder evaluar los esfuerzos de ajuste. Esta cláusula es la que permite la intervención y supervisión externa de la economía de un país en dificultades fiscales.



6. *Sanciones.* Las sanciones resultantes de un procedimiento de déficit excesivo consisten, en primer lugar, en la constitución de un depósito sin intereses en las cuentas de la UE. El importe de este depósito comprende un elemento fijo igual al 0,2% del PIB así como un elemento variable igual a la décima parte de la diferencia entre el déficit real en porcentaje del PIB y el valor de referencia (3%).

Además, el Consejo puede decidir reforzar las sanciones en años posteriores exigiendo un depósito adicional equivalente a la décima parte de la diferencia entre el déficit y el valor de referencia, con un límite máximo del 0,5% del PIB para el importe anual de los depósitos.

Como norma general, el depósito se convierte en multa en caso de que el déficit no se haya corregido en los dos años siguientes a juicio del Consejo. Sin embargo, el Consejo puede derogar parcial o totalmente las sanciones en función de la importancia de los avances realizados.

A finales de 2013, en el momento de realizar este Anuario, se observan tres grupos de países en el seno de la Unión atendiendo al cumplimiento del Pacto de Estabilidad y Crecimiento:

Países que se encuentran bajo el procedimiento de déficit excesivo.

TABLA 7.2. PAÍSES DE LA UE CON PDE ABIERTOS

País	Decisión del Consejo sobre la existencia de déficit excesivo	Plazo actual para la corrección
Malta	21-jun-13	2014
Dinamarca	13-jul-10	2013
Chipre	13-jul-10	2016
Austria	02-dic-09	2013
Bélgica	02-dic-09	2013
República Checa	02-dic-09	2013
Holanda	02-dic-09	2014
Portugal	02-dic-09	2015
Eslovenia	02-dic-09	2015
Eslovaquia	02-dic-09	2013
Polonia	07-jul-09	2014
Francia	27-abr-09	2015
Irlanda	27-abr-09	2015
Grecia	27-abr-09	2016
España	27-abr-09	2016
Reino Unido	08-jul-08	Año financiero 2014/15

Fuente: Comisión Europea.

Países con procedimientos de déficit excesivo cerrados. Ninguno de estos países ha sido finalmente sancionado.

TABLA 7.3. PAÍSES DE LA UE CON PDE CERRADOS

País	Duración del PDE
Bulgaria	2010-2012
Finlandia	2010-2011
Alemania	2002-2007 y 2009-2012
Hungría	2004-2013
Italia	2005-2008 y 2009-2013
Letonia	2009-2013
Lituania	2009-2013
Luxemburgo	2010
Rumanía	2009-2013

Fuente: Comisión Europea.

Y finalmente solo dos países no han incurrido nunca en el procedimiento de déficit excesivo: Estonia y Suecia.

Pese a su aparente dureza y su evidente generalidad, la opinión establecida es que la Unión Europea carece todavía de una regla fiscal vinculante, de una restricción presupuestaria eficaz. Así pues, la eficacia real del procedimiento de déficit excesivo se ha puesto en entredicho en numerosas ocasiones en todos los ámbitos, académicos, políticos y opiniones públicas. A veces porque no se ha cumplido estrictamente (puesto que el Consejo puede derogar total o parcialmente las sanciones en función de los avances realizados por el país en cuestión). Otras porque presenta lagunas relacionadas con el ajuste del ciclo económico y con los mecanismos de supervisión. Lo cierto es que aunque el procedimiento ha sido modificado en más de una ocasión, se ha mostrado absolutamente insuficiente durante la crisis actual. De hecho, la propia Comisión reconoció que «los Estados miembros no han cumplido el PEC y que éste carecía de mecanismos sólidos para garantizar unas finanzas públicas sostenibles... El resultado han sido considerables desviaciones presupuestarias en tiempos de bonanza e incapacidad para reducir los niveles de deuda de los países altamente endeudados» (Comisión Europea, 2012: 4). Como consecuencia, se acepta hoy generalmente que para ser eficaces, las reglas han de ser simples, ex - ante y automáticas. Y que el procedimiento de déficit excesivo, con todas sus reformas, está muy lejos de cumplir esos requisitos.

Como respuesta a estas críticas y sobre todo como reacción a la incapacidad mostrada por el PEC en esta crisis y a toda la problemática derivada de las deficientes finanzas públicas, la Comisión Europea ha propuesto importantes iniciativas de reforma del marco de la disciplina fiscal en Europa. Reformas que se han ido aprobando y aplicando a lo largo de estos últimos meses de fuerte actividad legislativa y que parecen configurar unas «reglas fiscales de nueva generación», y reforzar los mecanismos de supervisión (Merino, 2012).

En este sentido, para restaurar la disciplina fiscal se han aprobado medidas legislativas para reforzar tanto el brazo preventivo como el correctivo del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. La primera de ellas, el «*Six-pack*», entró en vigor el 13 de diciembre de 2011, la segunda, el «*Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza*» (TSCG por sus



siglas en inglés), el 1 de enero de 2013, y la tercera, el «*Two-pack*», apenas el 30 de mayo de 2013. No se puede pues, en justicia, afirmar que la Unión haya permanecido ociosa. Cosa distinta es que haya acertado en el diagnóstico y en la solución.

7.2.2. EL LLAMADO SIX-PACK

Puesto que el Six-pack entró en vigor ya hace dos años y ha sido analizado en numerosas ocasiones por la literatura económica, nos limitamos aquí a presentar un resumen de las principales características y líneas de actuación (Comisión Europea, 2012):

- Entró en vigor el 13 de diciembre de 2011.
- Se compone de cinco Reglamentos y una Directiva (de ahí su curioso nombre «paquete de seis»).
- Se aplica a los 27 Estados miembros de la Unión Europea sin exclusión, con algunas reglas específicas para los países de la eurozona, especialmente en lo que se refiere a las sanciones financieras.
- No sólo se limita a la vigilancia fiscal, sino también a la supervisión macroeconómica particularmente en el marco del nuevo procedimiento de desequilibrio macroeconómico.
- En el ámbito fiscal, el *Six-pack* refuerza el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Los saldos presupuestarios de los Estados miembros deberán converger hacia el objetivo específico del país a medio plazo³ (MTO por sus siglas en inglés) –el llamado componente preventivo–, que no es otro que el límite del déficit público del 3% del PIB y del 60% del PIB para la deuda pública (o por lo menos disminuir suficientemente hacia el umbral del 60%). El Six-pack refuerza tanto el brazo preventivo, supervisión, como el correctivo del Pacto, es decir el procedimiento de déficit excesivo (EDP), que se aplica a los Estados miembros que han incumplido el objetivo déficit y/o también el criterio de deuda.
- El Six-pack asegura una aplicación más estricta de las normas fiscales, definiendo cuantitativamente lo que sería una «desviación significativa» del MTO.
- Además, el Six-pack activa el criterio de deuda, por lo que el procedimiento de déficit excesivo también puede ser utilizado sobre la base de un nivel de endeudamiento superior al 60% del PIB que no tienda hacia el valor de referencia del Tratado a un ritmo satisfactorio (y no sólo sobre la base de un déficit superior al 3% del PIB como había sido el caso hasta entonces).

³ El objetivo a medio plazo es un valor de referencia específico para las situaciones presupuestarias de cada Estado miembro, que se define en términos estructurales (es decir, ajustado por el ciclo y excluidas las medidas excepcionales y temporales). Todos los Estados miembros deben alcanzar estos objetivos de medio plazo o estar en una trayectoria de ajuste apropiada para lograrlo, con una mejora anual de su saldo estructural de al menos 0,5% del PIB como referencia. El objetivo a medio plazo se define de forma que garantice una situación presupuestaria subyacente que asegure la sostenibilidad de la deuda pública. Los objetivos se actualizan cada tres años, pudiendo revisarse, o con mayor frecuencia, si un Estado miembro ha puesto en marcha una reforma estructural que afecta significativamente a sus finanzas públicas (European Commission, 2013a).



- Se imponen sanciones financieras para los Estados miembros de la zona euro de una manera gradual, desde la vertiente preventiva a las últimas etapas del procedimiento de déficit excesivo. Sanciones que con el tiempo pueden llegar al 0,5% del PIB del Estado miembro recalcitrante que no adopte medidas correctoras.
- El Six-pack introduce la votación por mayoría cualificada inversa, quizás la novedad más significativa. Lo que en la práctica confiere el poder de decisión a la Comisión, recordemos que es una autoridad supranacional, salvo que una mayoría cualificada de los Estados miembros en el Consejo, un órgano multinacional, vote en contra. En este sentido el Six-pack avanza en el camino de la federalización de la política fiscal y dificulta el veto de los gobiernos nacionales.

Es fácil constatar que el «Six-Pack» intenta así responder a algunas de las críticas más usuales a la falta de eficacia del PEC, y en concreto a su discrecionalidad política y falta de automatismo, a la ausencia de un tratamiento igualitario de los diferentes Estados miembros. Que lo haya hecho suficientemente es materia controvertida, aunque la propia introducción de acuerdos fiscales adicionales es una buena guía de su éxito relativo. Es un paso quizá tibio, pero sin duda es un paso en la dirección correcta; un paso significativo hacia la unión fiscal y supone una nueva vuelta de tuerca en la cesión de soberanía nacional a las autoridades europeas.

7.2.3. EL TRATADO DE ESTABILIDAD, COORDINACIÓN Y GOBERNANZA EN LA UNIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

Los acontecimientos de 2012, la intensificación de la crisis europea, la suspensión de pagos de algunos Estados miembros y la amenaza del contagio a toda la Eurozona extendieron el miedo a una crisis soberana que podría debilitar la estabilidad de toda la eurozona y generaron la mínima voluntad política necesaria para respaldar avances adicionales hacia el fortalecimiento de la unión económica. Puede criticarse nuevamente que la Unión Monetaria Europea necesite una crisis tan larga e intensa para corregir algunos fallos institucionales de su diseño bien conocidos desde su fundación, pero es indudable su voluntad de mejora y superación de esas limitaciones. Podrá discutirse si el ritmo es suficiente, pero no la voluntad ni la dirección del cambio.

Para ello, en marzo de 2012, los jefes de Gobierno de todos los Estados miembros de la UE, salvo el Reino Unido y la República Checa, firmaron el Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza, TEGC, en la Unión Económica y Monetaria (comúnmente conocido como «Tratado de Estabilidad»), que incluye el pacto fiscal («*fiscal compact*»), el fomento de la coordinación de las políticas económicas y la convergencia así como medidas relacionadas con la gobernanza del área euro. Este Tratado, tras su ratificación nacional, entró finalmente en vigor el 1 de enero de 2013 y sus principales características se resumen en la tabla siguiente:

TABLA 7.4. PRINCIPALES DISPOSICIONES DEL TRATADO DE ESTABILIDAD, COORDINACIÓN Y GOBERNANZA EN LA UEM

Tratado	Elementos principales
Pacto fiscal	<ul style="list-style-type: none">– Regla de equilibrio presupuestario que incluye un mecanismo corrector automático que se incorpora al Derecho nacional– Reforzamiento del procedimiento de déficit excesivo– Establece una referencia numérica para la reducción de la deuda en los Estados miembros cuya deuda exceda del 60% del PIB– Presentación de información previa sobre los planes de emisión de deuda
Coordinación de las políticas económicas y convergencia	<ul style="list-style-type: none">– Compromiso para adoptar medidas adicionales de política económica que fomenten el correcto funcionamiento de la UEM y el crecimiento económico, mediante una convergencia y una competitividad reforzadas– Debate previo sobre las grandes reformas de política económica y, en su caso, coordinación de las reformas, con el fin de establecer buenas prácticas como referencia
Gobernanza de la zona del euro	<ul style="list-style-type: none">– Organización de cumbres del euro al menos dos veces al año– Conferencia de representantes de las comisiones pertinentes del Parlamento Europeo y de los Parlamentos nacionales, a fin de debatir cuestiones del ámbito del Tratado de Estabilidad

Fuente: BCE (2013).

Como se puede observar, el TEGC es un acuerdo amplio y ambicioso que pretende sentar las bases de la gobernanza económico-fiscal de la Eurozona. En ese sentido dota de presencia institucional y de carácter legal formal a la Euro Zona, a las Cumbres de Euro y al Eurogrupo, que hasta ahora venían reuniéndose de manera informal y se limitaban a adoptar «acuerdos de caballeros» que luego trasladaban a los organismos correspondientes de la Unión para su eventual aprobación formal y vinculante. En este apartado sobre las reglas fiscales en la unión monetaria nos detendremos específicamente en el llamado «*fiscal compact*» para conocer los cambios principales que el TEGC introduce en las mismas.

El objetivo más importante del pacto fiscal es, como no podía ser de otro modo, promover la disciplina presupuestaria en la UE en general y en la UEM en particular, desarrollando y potenciando el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. El pacto consta de dos elementos principales: una regla de equilibrio presupuestario que incluye un mecanismo automático de corrección de las desviaciones y el reforzamiento del procedimiento aplicable en caso de déficit excesivo.

Dentro del primer elemento del *Fiscal Compact*, las partes se comprometen a incorporar al Derecho nacional una regla presupuestaria que exija que la situación de las



Administraciones Públicas sea de equilibrio o superávit. La regla presupuestaria se considera respetada si el saldo estructural anual (es decir, ajustado cíclicamente) es coherente con el objetivo nacional específico a medio plazo, según se define en la vertiente preventiva del PEC, con un límite para el déficit estructural del 0,5% del PIB. Para posibilitar una cierta expansión fiscal en los países cuya evolución cíclica lo aconseje, se permitirá un déficit estructural máximo del 1% si la ratio de deuda pública con respecto al PIB es considerablemente inferior al 60% y los riesgos para la sostenibilidad de las finanzas públicas son bajos.

Las reglas nacionales específicas de equilibrio presupuestario deben incluir un mecanismo corrector que se activará automáticamente en caso de que se observen desviaciones significativas del objetivo a medio plazo o de la senda de ajuste hacia dicho objetivo. Este mecanismo debe tratar de corregir tales desviaciones, incluido su impacto agregado sobre la dinámica de la deuda pública.

Los elementos anteriormente citados de la regla de equilibrio presupuestario deben incorporarse al Derecho nacional de los Estados miembros en el plazo de un año después de la fecha de entrada en vigor del Tratado de Estabilidad, o sea, en enero de 2014, mediante disposiciones vinculantes y de carácter permanente, preferentemente de rango constitucional. Asimismo, se ha invitado a la Comisión a que presente un informe sobre el cumplimiento de esta obligación de transposición y a proponer principios comunes sobre la función y la independencia de las instituciones responsables de supervisar la observancia de la regla de equilibrio presupuestario de ámbito nacional.

Prácticamente todos los países han incorporado a sus legislaciones nacionales los cambios previstos, pero también han incluido disposiciones transitorias que conceden plazos muy amplios para hacerlas efectivas. España incorporó a su Constitución por amplísima mayoría parlamentaria la regla de estabilidad europea en el verano de 2012, pero también se dotó de un horizonte excesivamente largo, 2020, para hacerla efectiva renunciando así a un posible shock de credibilidad que hubiera ayudado a contener la presión de los diferenciales de deuda y a disciplinar el necesario ajuste fiscal ya en este episodio de desequilibrio estructural de nuestras cuentas públicas.

Siguiendo las mejores prácticas en la literatura y práctica fiscal⁴, una de las obligaciones concretas del TCEG es la puesta en funcionamiento de Autoridades Fiscales Independientes en los distintos países para asegurar la existencia de estimaciones técnicas, independientes del ejecutivo, y solventes tanto de la evolución de las principales partidas presupuestarias como de los objetivos de déficit y deuda. España ha dado cumplimiento a su obligación con la aprobación en noviembre de 2013 de dicha Autoridad.

Como se escribe en la declaración de motivos del proyecto español, «La Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal velará por el estricto cumplimiento de los principios de estabilidad presupuestaria y sostenibilidad financiera mediante la evaluación continua del ciclo presupuestario, del endeudamiento público, y el análisis de las previsiones económicas. Con ese fin, la Autoridad Independiente de Responsabilidad

⁴ Ver *Towards a Fiscal Union for the Euro Area*, varios autores, Fondo Monetario Internacional, SDN 13/09, Washington DC septiembre 2013.



Fiscal valorará las previsiones macroeconómicas que se incorporen a los proyectos de presupuestos y los escenarios a medio plazo y analizará la implementación y la ejecución de las políticas fiscales, con la finalidad de detectar de forma temprana las posibles desviaciones en los objetivos perseguidos. Además, podrá formular las opiniones que estime oportunas sobre los asuntos previstos en ésta u otras leyes» (BOE, 15 de noviembre de 2013).

El segundo elemento del *Fiscal Compact* refuerza el procedimiento aplicable en caso de déficit excesivo establecido en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, aumentando su automatismo cuando un país de la UEM incumpla el criterio de déficit. Otro nuevo elemento en este contexto es la obligación de los países que sean objeto de un procedimiento de déficit excesivo de presentar programas de colaboración presupuestaria y económica que incluyan una descripción pormenorizada de las reformas estructurales.

Además, el pacto fiscal recoge la referencia numérica para la reducción de la deuda pública hacia al 60% del PIB, como estaba previsto en la vertiente correctora del PEC⁵. También exige informar con antelación de los planes de emisión de deuda pública a la Comisión y al Consejo, lo que debería facilitar una mejor coordinación de la financiación de la deuda entre países y la coordinación entre las políticas fiscal y monetaria de la Eurozona. No cabe minusvalorar esta obligación de información en la que algunos han visto el germen de un Tesoro europeo. Sin ir tan lejos, parece obvio que permite a las autoridades europeas una mejor información en tiempo real de las necesidades de financiación de los distintos Estados miembros y al BCE una mejor coordinación de su política monetaria, respondiendo así a una crítica habitual a su efectividad.

7.2.4. EL TWO-PACK

El 20 de febrero de 2013, el Consejo de la Unión Europea, el Parlamento Europeo y la Comisión Europea llegaron a un acuerdo sobre dos reglamentos de la UE (Two-pack), cuyo objetivo es fortalecer el marco de gobernanza económica existente para los países de la zona del euro, complementando el «Six-pack» y el «pacto fiscal». Ambos reglamentos entraron en vigor el 30 de mayo de 2013.

Los dos reglamentos tratan de: (i) monitorizar y evaluar los borradores de los planes presupuestarios, antes de su aprobación en el Parlamento, y asegurar la corrección del déficit excesivo de los Estados miembros de la zona euro y (ii) fortalecer la vigilancia económica y fiscal de los Estados miembros que sufren o corren el riesgo de sufrir graves dificultades financieras en la eurozona (ECB, 2013).

- i. Regulación de los borradores de los planes presupuestarios y la corrección de los déficits excesivos.

⁵ Para mayor detalle de la comparación entre el Pacto de Estabilidad y Crecimiento y el pacto fiscal del Tratado de Estabilidad véase el Boletín Mensual de mayo de 2012 del BCE (cuadro 2).



El primer reglamento prevé un calendario presupuestario común, según el cual se exige a los Estados miembros de la zona euro publicar sus planes presupuestarios el 30 de abril de cada año, así como su proyecto de presupuesto anual para el gobierno central y los parámetros del presupuesto de los subsectores de las Administraciones Públicas el 15 de octubre. El proyecto de presupuesto anual debe ser aprobado antes del 31 de diciembre como muy tarde. La Comisión Europea evaluará los proyectos de los planes presupuestarios de los países. En caso de «incumplimiento especialmente grave» de las obligaciones europeas de política presupuestaria, la Comisión podría emitir un dictamen sobre el proyecto de planes presupuestarios en las dos semanas siguientes a su presentación. El cumplimiento de dicho dictamen, sin embargo, no es exigible. Posteriormente, la Comisión aprueba un nuevo dictamen sobre los proyectos de planes presupuestarios revisados. En este sentido, el 13 de noviembre de 2013 la Comisión Europea publicó el análisis del borrador del programa presupuestario español para 2014. Análisis que estudia y comenta (i) las previsiones macroeconómicas sobre la que descansa el presupuesto español –recordemos que la Comisión tiene una previsión ligeramente más pesimista sobre la recuperación en 2014, injustificadamente pesimista en mi opinión pues las previsiones del gobierno ya están por debajo del consenso de analistas españoles–, (ii) los objetivos de déficit y deuda contenidos en el Presupuesto presentado al Parlamento español, en donde la Comisión le discute una décima al objetivo de déficit público para 2014⁶, y (iii) las reformas estructurales de carácter fiscal presentadas por las autoridades españolas (European Commission, 2013b).

El reglamento también requiere que los países tengan organismos independientes para supervisar el cumplimiento de las reglas fiscales (la Autoridad Fiscal Independiente comentada anteriormente), y que informen ex ante de sus planes nacionales de emisión de deuda. Por otra parte, la regulación endurece los requisitos de control de los países sujetos a un procedimiento de déficit excesivo, obligándoles a informar a la Comisión semestralmente sobre la ejecución presupuestaria a lo largo del año, los efectos presupuestarios de las medidas discrecionales, los gastos del gobierno y las metas de ingresos. De esta manera el Two-pack consolida legalmente la intervención de las autoridades europeas, la famosa Troika pero sin el FMI, en la supervisión de las políticas fiscales en los países sometidos a procedimiento de déficit excesivo.

En casos extremos, ¿alguien estaría pensando en Grecia?, la Comisión también puede solicitar que un Estado miembro lleve a cabo una auditoría independiente de los presupuestos del Estado. En caso de riesgo de incumplimiento con el plazo para corregir el déficit excesivo, la Comisión puede recomendar públicamente que el

⁶ Es curiosa esta discrepancia desde dos puntos de vista diferentes. Primero, por el revuelo que ha causado en el debate público español lo que no es sino una discusión marginal que en nada afecta a la credibilidad de la consolidación fiscal y, segundo, porque ningún analista serio, ningún modelo econométrico al uso, se atreve a pronosticar con ese margen de error. La razón de que la Comisión publique este informe hay que buscarla en otro sitio. Me atrevo a título exclusivamente personal a sugerir dos: la necesidad de la Comisión por hacerse presente en el debate institucional europeo en un momento en el que parece estar perdiendo terreno respecto al Consejo e incluso el Parlamento, y/o una cierta desconfianza indeterminada y no precisada sobre la capacidad del gobierno español para cumplir, lo que habría llevado a la Comisión a dejar constancia de su incomodidad con una especie de «pellizco de monja», si se me permite la expresión coloquial.



Estado miembro adopte otras medidas adicionales dentro de un plazo compatible con el EDP.

ii. Regulación de la vigilancia fiscal de los países bajo estrés financiero.

La Comisión Europea puede decidir públicamente someter a un Estado miembro de la eurozona a una vigilancia reforzada, si el país está experimentando o está amenazado de sufrir graves dificultades financieras que puedan tener efectos adversos sobre el resto de países miembros.

Por otra parte, cuando un Estado miembro recibe asistencia financiera con carácter preventivo, por ejemplo del MEDE o del FMI, la Comisión debe someter a dicho Estado miembro a una vigilancia reforzada. En tales casos, el país en cuestión debe adoptar medidas, de acuerdo con la Comisión (en colaboración con el BCE y, en su caso, el FMI), para hacer frente a los orígenes del problema. También debe proporcionar información en cuanto a la capacidad de recuperación de su sistema financiero (incluidos los resultados de las pruebas de estrés) a las autoridades europeas correspondientes⁷. La Comisión, en coordinación con el BCE y, en su caso, al FMI, debe llevar a cabo misiones de evaluación periódicas para comprobar los progresos realizados en la aplicación de las medidas acordadas. Si la Comisión determina que se necesitan nuevas medidas y que la situación financiera provoca efectos adversos sobre la estabilidad financiera de la zona euro, o de sus Estados miembros, el Consejo de la UE puede recomendar que el país adopte medidas correctoras o prepare un programa de ajuste macroeconómico. Este último debe incluir objetivos presupuestarios anuales (en sustitución de los objetivos EDP) y debe basarse en el análisis de la sostenibilidad de la deuda pública. Durante la duración del programa de ajuste macroeconómico, el país en cuestión no está sujeto al procedimiento de desequilibrio macroeconómico. El cumplimiento del programa es supervisado por la Comisión, en coordinación con el BCE y, en su caso, por el Fondo Monetario Internacional. Asimismo, un país se mantendrá bajo vigilancia post-programa hasta que haya devuelto un mínimo del 75% de la ayuda financiera recibida⁸.

El Banco Central Europeo en su informe de abril de 2013 señala que el «Two-pack» podría haber sido más duro. En particular, indica que «la regulación sobre los proyectos de programas presupuestarios podrían haber captado mejor la esencia del pacto fiscal», con referencia a la regla de equilibrio presupuestario como mecanismo de corrección automático. En cuanto a la regulación de la vigilancia de los países en dificultades financieras, según el BCE (2013): «habría sido beneficioso reforzar algunas de las disposiciones, por ejemplo, dándole al Consejo de la UE, al menos, la posibilidad de hacer una recomendación explícita a un Estado miembro de la zona euro para solicitar asistencia

⁷ Obligación que con la aprobación y puesta en marcha del mecanismo y autoridad únicos de supervisión bancaria resulta redundante.

⁸ Un vez más sorprende el debate político habido en España sobre la continuidad o no de la ayuda europea una vez terminado el programa de saneamiento financiero. Las reglas eran conocidas de antemano, formaban parte del «Two-pack» y no debería haber sorprendido a nadie. Europa sigue siendo una gran desconocida y demasiadas veces utilizada ad-hoc en la lucha política nacional.



financiera». El BCE insiste en que esta autorización sería recomendable por los importantes efectos secundarios sobre la estabilidad financiera de la zona euro, o de sus Estados miembros. Pero no cabe ignorar las implicaciones de dicha autorización: un Estado cuyo gobierno se resistiese a solicitar ayuda financiera y al que el Consejo recomendara pública y formalmente hacerlo, se vería obligado a ello o se arriesgaría a una crisis de deuda sin precedente. Esta cláusula, deseable en un contexto de avance decidido hacia la unión fiscal, hubiera supuesto de facto que sería el Consejo el que decide cuando un país se somete a una operación de salvamento. Una decisión que implica una cesión de soberanía sin precedentes y que solo estaría justificada en caso de clara mutualización previa de la deuda pública y privada de ese país. Porque no puede ni debe haber cesión de autoridad sin la responsabilidad correspondiente. Si la Comisión toma la decisión, la Comisión y con ella el contribuyente europeo se hace responsable de sus consecuencias.

En definitiva, el Two-pack refuerza la coordinación fiscal y la vigilancia presupuestaria. Además, ayuda a prevenir desequilibrios fiscales y económicos significativos, asegurando su pronta identificación y corrección y favoreciendo la confianza de los mercados. Sin embargo, el éxito del Two-pack está supeditado a la forma y medida en que la Comisión Europea haga uso de sus nuevos poderes de recomendación y sanción y al apoyo que pueda recibir del Consejo. En concreto, queda ver si ante un incumplimiento manifiesto de los objetivos del SPG y la falta de cooperación de un Estado miembro para implementar medidas correctoras, que serán forzosamente impopulares políticamente, la Comisión se atreverá a obligar a dicho Estado a corregir su Presupuesto o a sancionarlo públicamente, arriesgándose así a que el país en cuestión sea pasto de feroces ataques especulativos que puedan incluso forzar su expulsión del euro. En cierto sentido, la Comisión, con el apoyo del Consejo, recibe con el Two-pack el «botón nuclear» y entramos en un período de disuasión que todos –Comisión, Consejo y Estados miembros– confían en que sea suficiente para evitar el desastre.

7.3. HACIA UN ACTIVO EUROPEO PARA LA GESTIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA COMÚN

En la discusión sobre la construcción europea, se observan dos posiciones opuestas relativas a la unión económica y monetaria. Por un lado, se encuentran los que defienden una unión con un conjunto amplio de mutualización en el conjunto de la UEM de las obligaciones fiscales de los actuales Estados miembros (unión fiscal), y por otro, quienes desean más o menos explícitamente una reversión de la UEM hacia un conjunto de Estados nacionales con mínimas contingencias fiscales comunes y con una unión monetaria mucho más restrictiva que la actual o incluso con monedas propias. Es decir, los planteamientos oscilan entre un sistema de Estados federales o confederales y otro basado en Estados nacionales con políticas monetarias y fiscales coordinadas pero propias (Pisani-Ferry, Vihriälä y Wolff, 2013).

El planteamiento propuesto en este trabajo se acerca más al de la mayor coordinación e integración de las políticas comunes, reforzando la mutualización fiscal por parte de los Estados miembros para garantizar el funcionamiento de la unión monetaria.



Planteamiento que sigue la línea de los dos trabajos publicados anteriormente por la Fundación de Estudios Financieros: «La crisis en Europa: ¿un problema de deuda soberana o una crisis del euro?» y «La arquitectura institucional de la refundación del euro». Aunque el grado de integración fiscal podría ser muy variado, parece necesario que dicha integración debe limitarse al área euro y ser consistente con la construcción de la unión monetaria.

En esta línea se pronuncia Campa (2013) cuando afirma que «el sistema nacional de bancos centrales y la propiedad conjunta de los Estados miembros del Banco Central Europeo supone de partida una mutualización por parte de los Estados miembros de los riesgos asumidos por el BCE... Asimismo, la libre circulación de capitales y la garantía de liquidez en el conjunto del sistema, implica el compromiso de asumir exposiciones netas a países específicos dentro del sistema de bancos centrales siempre que los agentes privados deseen alterar sus posiciones netas en cada país». De este modo, la mutualización fiscal en la eurozona no es una consecuencia de la crisis soberana sino que es inherente a la propia existencia del euro y existe de facto desde el momento en que las eventuales pérdidas del Banco Central Europeo se reparten entre todos los contribuyentes europeos de manera proporcional al tamaño de los Estados miembros. Aspecto éste que no está ajeno al debate sobre la eventual nueva reestructuración de la deuda griega ahora ya prácticamente en su totalidad en manos públicas. Por eso se habla de OSI, (participación del sector público, en sus siglas inglesas).

En los Estados con banco central propio existe una alta correlación entre el aumento del riesgo que asume el BC y el riesgo fiscal. Esta asociación se explica por la legitimación que el BC tiene para aceptar en su balance la deuda del tesoro del país en cuestión. Sin embargo, esto no ocurre con tanta facilidad con el BCE, recordemos el debate suscitado en Alemania con motivo de los saldos en el Target 2, puesto que el BCE es duramente cuestionado cuando en su balance se incrementa la posición de activos de Estados miembros cuya solvencia disminuye, ya sea por un programa de compra de deuda soberana o simplemente por activos del sistema bancario cuya garantía termina descansando en la de ese Estado nacional. Es decir, se produce una ineficiencia, una incapacidad en la articulación de la política monetaria.

Por lo tanto, la prioridad en la construcción de un Tesoro común debe ser el diseño de un instrumento que elimine las fuentes de la falta de confianza dentro de la Eurozona y que facilite la acción de la política monetaria. Dicho instrumento debe ser construido de modo que el BCE tenga legitimización plena para apoyarlo y sobre el que exista la percepción clara por el mercado que es un instrumento que contará con un comprador de última instancia. Dicho instrumento monetario formaría parte central de la transmisión la política monetaria dentro del área euro, y debería ser un activo suficientemente líquido y con una estructura de vencimientos profunda, del estilo de la de los actuales bonos nacionales. Bajo este prisma, el diseño del futuro Tesoro Europeo debe entenderse como un instrumento fundamental de estabilidad financiera dentro de la zona euro.

Este hipotético Tesoro Europeo debería cumplir algunos requisitos mínimos como: (i) tener capacidad para la emisión de instrumentos financieros cuyo respaldo fuera alguna entidad pública europea distinta a un Estado miembro; (ii) realizar emisiones de manera continua, estable y para financiar actividades del sector público de carácter



generalista, (iii) garantía de los pagos futuros de esa deuda mediante la existencia de un compromiso solidario de los gobiernos de la Eurozona o de un marco recaudatorio europeo suficientemente amplio para hacer frente al servicio de dichas emisiones; y (iv) un volumen de emisiones suficientemente significativo para que pueda constituirse en un instrumento de referencia en los mercados de renta fija europea.

En Europa ya existen instituciones que emiten deuda en los mercados financieros (Comisión Europea, EFSF, BEI o el MEDE) pero ninguna cumple todas las características necesarias para que el activo que emitan garantice el correcto funcionamiento de la política monetaria y fiscal. Adicionalmente, si bien la actividad esencial del hipotético Tesoro Europeo sería la emisión de un instrumento de deuda propio que fuera utilizado por el BCE en sus operaciones de regulación monetaria, dicho instrumento no tendría por qué ser inicialmente emitido conjuntamente ni con garantía solidaria de los Estados miembros, pero sí debería tener unas características que le permitiera tener la máxima calidad crediticia y un cierto grado de estandarización entre los distintos emisores. A medio plazo, y una vez se hayan consolidado los avances en la unión fiscal, dicho activo tendría la garantía de la propia Unión, bien con un impuesto propio o con la afectación explícita e irrevocable de un porcentaje determinado de los ingresos fiscales nacionales. En este sentido, a lo largo de los últimos años se han publicado una serie de propuestas de creación y circulación de activos financieros europeos que pasamos a resumir a continuación:

- Eurobills, *Pagarés del Tesoro Europeo*, (Hellwig and Philippon, 2011). Consiste en una emisión solidaria de todos los bonos con vencimiento menor a un año realizados por los Estados de la Eurozona. La emisión la realizaría un Tesoro integrado en el área euro y el saldo vivo para cada país nunca podría ser superior al 5% de su PIB.
- Bonos rojos y azules (Delpla and von Weizsäcker, 2010). Convivirían unos bonos *azules* –bono para el conjunto de la zona euro– con otros bonos *rojos* –bonos nacionales similares a los actualmente emitidos por los estados–. El nuevo bono azul tendría garantía solidaria de los miembros de la UEM y su emisión estaría limitada a un porcentaje del PIB (60% originalmente).
- Fondo de redención de deuda (Comisión de Expertos, 2011). Esta propuesta separaría la deuda actual de los Estados miembros en dos grupos. Un grupo hasta el 60% del PIB de cada país y el otro que incluiría en cada país aquella deuda por encima de ese nivel. Este segundo grupo se transferiría al fondo de redención de deuda que tendría garantía solidaria de todos los Estados miembros que aporten deuda al fondo. Su redención estaría condicionada a la adopción de estrictas medidas de ajuste fiscal y no excluiría una eventual restructuración.
- Bonos seguros (Brunnermeier et al., 2011): la idea es estructurar la deuda actual en dos tramos: el tramo *senior* que tendría la condición de activo seguro, sería inicialmente emitido de forma mancomunada (para evitar cambios legales en los Tratados actuales), aunque a medio plazo se convertiría en instrumento con garantía solidaria por todos los Estados miembros. A largo plazo el Tesoro Europeo se haría cargo de toda la deuda de los Estados miembros hasta un 60% del PIB.



- Fondos de estabilidad (Green Paper, Comisión Europea, 2011): se propone un abanico de tres alternativas que en cierto modo incluyen ideas de las anteriores opciones, de menor a mayor grado de mutualización e integración en la UEM: (i) emisión de bonos por el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera, FEEF; (ii) los bonos rojos/azules, y (iii) los eurobonos con mutualización plena y emisión de las necesidades de financiación de los países miembros a través de un Tesoro Europeo plenamente integrado.

Idealmente, el instrumento debería estar incorporado a la legislación europea. Sin embargo, la operatividad a corto plazo de un instrumento que necesite cambios en el Tratado parece difícil. En esta línea, los bonos seguros y, en menor medida, el fondo de redención y los eurobills requerirían menos ajustes legales y tendrían una aplicación más inmediata; sobre todo estos últimos pues al tratarse de títulos de corto plazo, siempre inferior al año, evitarían incumplir el principio de financiación monetaria de los déficit públicos.

El activo elegido tampoco debe estar sometido a incertidumbre institucional en cuanto a su funcionamiento, su permanencia ni su estrategia de emisiones. Por diseño, el fondo de redención no tiene continuidad indefinida en el tiempo, por lo que no constituye un instrumento estable para la eurozona. Su objetivo, y en ese sentido puede resultar una alternativa útil, es sencillamente gestionar niveles altos de deuda heredados del pasado. Los eurobills no proporcionan ni pueden proporcionar financiación a largo plazo, y los bonos seguros requieren una estructuración que los hace complejos.

En definitiva, existen diferencias e insuficiencias importantes entre las características de cada uno de los instrumentos propuestos, pero no deben ser analizados como alternativas excluyentes sino como opciones complementarias sobre las que construir un Tesoro Europeo, que en última instancia favorecería sin duda la implementación de la política monetaria y fiscal. Mucho es el camino que queda por recorrer hasta que la unión monetaria disponga de algo parecido a un Tesoro Europeo, pero es indudable que durante 2013 se han dado pasos importantes en esa dirección.

7.4. LA SOSTENIBILIDAD DE LA DEUDA PÚBLICA

Ya hace más de 40 años, los *policymakers* europeos consideraban oportuno tener un presupuesto federal si el objetivo iba a ser la constitución de una unión monetaria. De hecho, a finales de los años setenta, Donald MacDougall (1977) cuantificó que el presupuesto apropiado para dar soporte a dicha unión monetaria debía ser del orden del 5-7 por ciento del PIB. Años más tarde, el Comité para el Estudio de la Unión Económica y Monetaria (1989) señalaba que el presupuesto común debería ser pequeño, con la estabilización asignada a los presupuestos nacionales. Finalmente, la constitución de la UEM en 1999 no conllevó ningún incremento del tamaño del presupuesto europeo. Dos eran las principales razones que justificaban este enfoque: (i) una gran confianza en el poder de disciplina del mercado y (ii) la creencia de que la propia presión de los socios comunitarios llevaría los niveles de déficit públicos de los distintos Estados a la baja.

Así pues, en el Tratado de Maastricht toda la responsabilidad de la estabilización económica recaía en los presupuestos nacionales, bajo los requisitos impuestos por el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Como es bien sabido, los presupuestos debían mantenerse cercanos al equilibrio o con superávit, de tal forma que en épocas de recesión existiera un colchón para que los estabilizadores automáticos pudieran actuar. La idea central, que hoy es fácil criticar por simplista y equivocada, no estaba en síntesis muy alejada de las posiciones federalistas americanas que suponían muy bajos niveles de nuevo endeudamiento para los Estados miembros. Pero muchos países no respetaron la regla fiscal, en su literalidad o espíritu, y otros vieron como ese colchón fiscal era demasiado pequeño para la acción de los estabilizadores automáticos así como para la irresponsabilidad política de algunos gobiernos, que incrementaron el gasto público de manera desordenada e ingenua. La consecuente preocupación por la solvencia soberana hizo incrementar drásticamente los costes de financiación y las primas de riesgo.

Este panorama, de niveles de deuda pública altos con tasas de crecimiento preocupantes, no estaba previsto en el diseño original de Maastricht y deja a los Estados miembros en una posición cíclica mucho más vulnerable que obliga a plantearse de qué manera se pueden solventar las deficiencias de estabilización de los presupuestos nacionales. Dicho explícitamente, obliga a plantearse el tamaño del presupuesto de la Unión Monetaria Europea y sus funciones de estabilización. Las opciones que actualmente se barajan son básicamente cuatro⁹:

i. Un presupuesto federal en la eurozona

La idea fundamental es traspasar a nivel federal aquellas partidas que tengan una mayor elasticidad de renta. Un ejemplo sería el gasto derivado del desempleo. Este gasto se financiaría a través de un impuesto federal a las empresas.

La ventaja de este escenario radicaría en que la estabilización macro resultaría de una operación típica de un presupuesto federal. Sin embargo, se observan algunas deficiencias. Por ejemplo, no es fácil identificar los bienes públicos que sean comunes, en lugar de nacionales, al tiempo que sean específicos de la Eurozona y no de la Unión Europea en su conjunto.

ii. Un Fondo europeo de suficiencia fiscal basado en desviaciones del PIB potencial

Esta segunda opción implicaría que cuando un país incurriera en desviaciones con respecto al PIB potencial, se producirían pagos de respaldo o soporte. Estos pagos, en teoría, se iniciarían solo en caso de output gap elevados.

Las ventajas de este escenario es que las estructuras de gasto e ingreso de los gobiernos podrían permanecer inalteradas, por lo que no se producirían transferencias de competencia a la nueva institución federal. Además, los pagos serían, por definición, temporales, evitándose situaciones de dependencia de fondos.

⁹ Ver Bruegel 2013/01.



La principal desventaja radicaría en la confianza sobre las asunciones técnicas para el cálculo del PIB potencial así como en la pérdida de flexibilidad para ajustarse a diferentes tipos de crisis.

iii. Los gobiernos emiten bonos indexados al PIB.

La idea sería permitir y fomentar que se emitieran bonos soberanos indexados al PIB, cuyo valor dependería de la situación de la economía. En el caso de una recesión, el valor de estos activos se reduciría y viceversa.

Esta tercera posibilidad, propuesta por Borensztein y Mauro (2004), parece no encontrar ninguna aplicación en el marco de la eurozona (para mayor detalle léase Pisani-Ferry, Vihriälä and Wolff, 2013). Y no la encuentra porque en la práctica significa traspasar el riesgo de estabilización macro directamente a los compradores de los bonos nacionales, a los acreedores de los distintos gobiernos. Hacerlo así en momentos de crisis de confianza y precisamente cuando lo que está en cuestión es la capacidad de los emisores soberanos para hacer frente a sus obligaciones de pago, solo supondría alimentar la espiral de desconfianza y acrecentar el diferencial de costes de financiación entre los distintos países de la Eurozona.

iv. Establecimiento de cuotas para la emisión de deuda garantizada

En este caso, la lógica es permitir a los Estados miembros pedir prestado una cantidad tasada de antemano, incluso en situaciones de estrés. Este escenario es similar al del MEDE, y comienza reconociendo que el acceso al mercado puede agotarse y que permite a los países financiarse a bajos tipos de interés.

La diferencia estribaría en que a través de este mecanismo, el acceso a la financiación sería automático, más barato y sin el estigma de un programa de rescate.

El esquema propuesto podría funcionar de la siguiente manera: en tiempos normales los Tesoros soberanos emiten, por ejemplo, el 20% de su PIB en forma de eurobonos, por lo que habría un mercado líquido para ellos. Un segundo tramo del digamos otro 20% del PIB estaría disponible sólo con condiciones favorables y estaría destinado a servir como un colchón para los Estados dispuestos a pedir prestado en momentos de estrés, antes de tener que aplicar un programa del MEDE. En este sentido se trata de habilitar desde la Unión Europeo y para los gobiernos del euro de un mecanismo similar a la facilidad de Crédito Condicional preventivo del FMI. El acceso al sistema se garantizaría a todos los Estados que cumplan una serie de criterios ex ante. La ventaja de este sistema es que descansa en la lógica actual del Tratado de Maastricht. El inconveniente es la dependencia de los polémicos eurobonos.

TABLA 7.5. CARACTERÍSTICAS Y PROPIEDADES DE LAS CUATRO OPCIONES DE ESTABILIZACIÓN

	1) Presupuesto de la Eurozona	2) Esquema de transferencias automáticas	3) Deuda como capital	4) Cuota de bonos garantizados
Principio	Función automática de estabilización del presupuesto federal	Transferencias basadas en el output gap	Parte de la deuda emitida en forma de bonos indexados al PIB	Derecho a la emisión de bonos garantizados conjuntamente (varios tramos con mayor retirada de la soberanía)
Origen de la estabilización	Transferencia de ingresos de los socios	Transferencia de ingresos de los socios	Transferencia de riqueza a partir de (no residentes) los tenedores de bonos	Capacidad de endeudamiento, mutualización del riesgo de impago
Ventajas	Presupuesto verdadero	Maximiza el poder de estabilización para cualquier nivel simétrico de contribuciones	Reconoce el carácter arriesgo de la deuda pública	Se basa en la lógica de Maastricht que la estabilización se realiza a nivel nacional
Desventajas	Dificultad para llegar a un acuerdo sobre los bienes públicos Eurozona. Saldo presupuestario propensos a la volatilidad. Gran variedad de gustos de la sociedad sobre los elementos del presupuesto federal propuesto	Se basa en la estimación técnica de la producción potencial. Incertidumbre de la estimación en tiempo real	Instrumento no probado, alto coste de endeudamiento para los países, la estabilización proviene solo de no residentes	Requiere de los polémicos Eurobonos

Fuente: Bruegel (2013).

**REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS**

- Berti, K.; De Castro, F. y Salto, M. (2013): «Effects of fiscal consolidation envisaged in the 2013 Stability and Convergence Programmes on public debt dynamics in EU Member States». Economic Papers 504/September 2013. European Commission.
- Campa, J.M. (2013): «La construcción de Europa: hacia un Tesoro común» en Fernández, F. (dir.) (2013): La arquitectura institucional de la refundación del euro. Fundación de Estudios Financieros. Papeles de la Fundación nº 49, pp: 83-92.
- Crespo, C.; Martín, B.; Mora, M.; Pastor, A.; Rata, I. y Vela, S. (2012): «El Six-Pack de la reforma del gobierno económico en la Unión Europea». Subdirección General de Economía Internacional. Boletín Económico ICE nº 3022.
- ECB (2013): «Economic and Monetary Developments». Monthly Bulletin, April 2013. European Central Bank.
- European Commission (2013a): «Report on Public Finances in EMU». European Economy 4/2013. Economic and Financial Affairs.
- European Commission (2013b): «Analysis of the Draft Budgetary Plan of Spain». Commission Staff Working Document. Brussels.
- Frías, I.; Díaz, R. e Iglesias, A. (2012): «Los desequilibrios por cuenta corriente y la crisis de la eurozona». Revista Galega de Economía, vol. 21.
- Merino, A. (2013): «Reglas fiscales y mecanismo de estabilidad» en Fernández, F. (dir.) (2013): La arquitectura institucional de la refundación del euro. Fundación de Estudios Financieros. Papeles de la Fundación nº 49, pp. 93-104.
- Pisani-Ferry, J. y Wolff, G. (2012): «The fiscal implications of a Banking Union». Bruegel Policy Brief. Issue 2012/02. September 2012.
- Pisani-Ferry, J. (2012): «The Euro Crisis and the new impossible trinity». Bruegel Policy Contribution. Issue 2012/01. January 2012.
- Pisani-Ferry, J.; Vihriälä, E. y Wolff, G. (2013): «Options for a Euro-area fiscal capacity». Bruegel Policy Contribution. Issue 2013/01. January 2013.



8. UNIÓN ECONÓMICA

La crisis del euro ha puesto de manifiesto problemas básicos en el diseño institucional de la Eurozona. A modo de simplificación, se puede afirmar que el caso de Grecia refleja las insuficiencias de las reglas fiscales en la Unión Monetaria; que una unión monetaria no puede funcionar indefinidamente sin reglas fiscales explícitas, vinculantes y automáticas; que el caso de Irlanda demuestra que una unión monetaria que no es una unión bancaria es inherentemente inestable porque sin supervisión, regulación y resolución bancaria común y sin seguro de depósitos integral, los flujos internos de capitales, provocados en parte por el propio arbitraje regulatorio, serán explosivos. A ambos problemas, y a los pasos emprendidos para su solución nos hemos referido con cierto detalle en capítulos anteriores.

El caso de Portugal es un poco más complicado, porque ese país no ha tenido un comportamiento fiscal especialmente irresponsable, ni ha experimentado una burbuja de activos que se haya llevado por delante una parte importante de su sistema bancario. Su problema ha sido otro, básicamente que su tasa de crecimiento desde la entrada en el euro ha sido completamente insuficiente, que la convergencia real ha sido negativa. Las razones hay que buscarlas en un problema de competitividad producto de una variedad de factores: un tipo de cambio de entrada en el euro excesivamente apreciado, un mercado de trabajo rígido y escasamente cualificado, un efecto demostración del euro que ha elevado precios y salarios y en última instancia una estructura económica fuertemente intervenida y escasamente productiva. En un área monetaria óptima con plena movilidad de factores, estos desequilibrios se resuelven de manera natural, aunque socialmente costosa, mediante la emigración masiva. Así ha sucedido en los Estados Unidos de América o está sucediendo en China. Pensar que la movilidad del trabajo pueda tener el mismo impacto equilibrador en Europa es negar la realidad política, histórica y cultural.

Si a la falta de movilidad estructural del factor trabajo en la Unión Monetaria, pese a su libertad absoluta en términos legales, le añadimos el hecho indiscutible de la escasa movilidad del capital, la receta para una evolución crecientemente desigual y potencialmente desestabilizadora en el seno de la Eurozona está servida. La falta de movilidad del capital es también producto de algunas características institucionales de la Unión Monetaria que conviene subrayar. En primer lugar, la Eurozona no dispone de un presupuesto público de estabilización de cuantía y automatismo suficiente que pueda funcionar de manera efectiva para suavizar los diferentes ciclos económicos en los distintos Estados miembros. Y esto no solo por lo exiguo del presupuesto federal, apenas el 1,3% del PIB de la Eurozona, como porque la parte proporcional del mismo que tiene carácter de estabilizador es ridícula; recordemos que entre la política agraria y los llamados fondos estructurales y de cohesión, que por definición tienen otro objetivo, apenas quedan fondos disponibles que pudieran usarse como estabilizadores automáticos. En



segundo lugar, la ausencia de un regulador común hace que en tiempos de crisis, los distintos reguladores nacionales se preocupen solo por la solvencia de sus instituciones financieras y provoquen la fragmentación de la unión monetaria, agravando las fugas de capital y la contracción del crédito en los países cuestionados. Y en tercer lugar, y esto tardará tiempo en cambiar, los consumidores financieros exhiben una preferencia doméstica «irracional, o más bien inercial» en la selección de sus carteras que también reduce la movilidad interna.

En estas condiciones, por razones estructurales, la movilidad interna de los factores de producción es reducida en el área euro. Lo que hace que la convergencia de los ciclos económicos entre los distintos países no pueda estar garantizada ni sea necesariamente endógena, sino que requiere de medidas efectivas de política económica; en concreto de una política de reformas estructurales que incentive la competitividad de las distintas economías y el mantenimiento de su competitividad. Tema conocido en la Unión y que estaba en la base de la formulación conjunta de las Grandes Orientaciones de Política Económica basadas en la filosofía de la presión conjunta de los distintos socios. Si algo ha demostrado esta crisis, es que la Unión Monetaria no puede simplemente descansar en genéricas recomendaciones de buenas prácticas sino que necesita un marco más estricto de definición y supervisión de políticas de competitividad. A esta necesidad pretende responder el nuevo procedimiento de desequilibrios macroeconómicos. Sobre todo vista la incapacidad de los mercados financieros por sí solos para resistirse a los episodios de euforia y pánico. Y la complacencia de gobiernos y reguladores en los momentos de acumulación de burbujas de activos. De ahí la importancia que han cobrado los desequilibrios del sector privado evidenciados a través de las balanzas de pagos y las implicaciones políticas que ellos suponen en una unión monetaria inacabada e imperfecta.

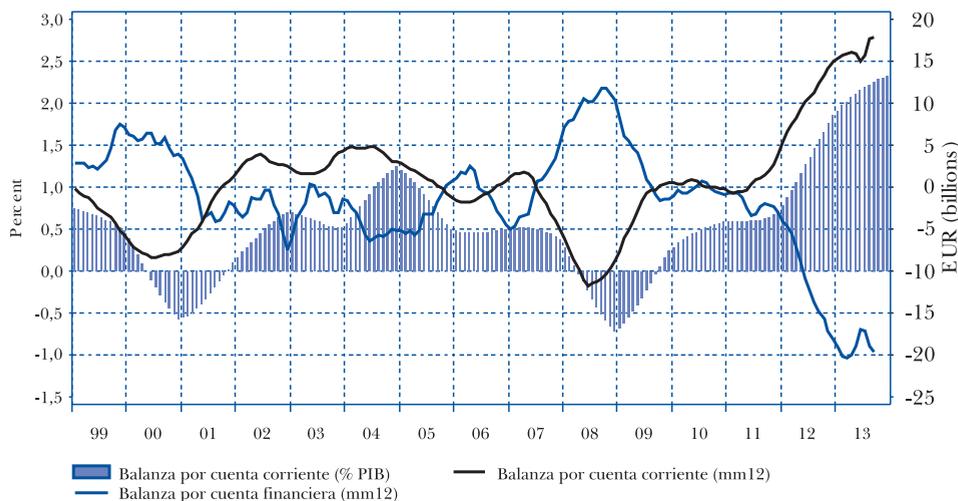
8.1. DESEQUILIBRIOS DE LA BALANZA DE PAGOS EN LA EUROZONA

Los datos de balanza de pagos de la Eurozona vistos en su conjunto y en franco contraste con Estados Unidos parecen tranquilizadores, sobre todo porque desde finales de 2009 la balanza por cuenta corriente arroja un saldo positivo que además ha ido creciendo constantemente hasta alcanzar el 2,3% del PIB en 2013. Esto indudablemente ha permitido al área euro en su conjunto desapalancarse e incluso adoptar una posición acreedora frente al resto del mundo (ver gráfico 8.1).

Sin embargo, estas cifras globales esconden diferencias muy profundas entre países. Por un lado, las economías periféricas han registrado déficits corrientes elevados y persistentes, que experimentaron su mayor crecimiento en los periodos previos al agravamiento de la crisis en 2008; déficits que nunca hubieran podido permitirse sin el ancla nominal del euro porque hubieran provocado crisis cambiarias típicas y devaluaciones preventivas. Por otro lado, los países centrales mantuvieron intensos superávits. En el primer caso se encuentran países como España o Italia y en el segundo como Holanda o Alemania (ver gráfico 8.2). De hecho, la única razón por la que la Eurozona presenta saldo corriente positivo es por Alemania (también por Holanda, Austria y Luxemburgo pero en menor medida y sin impacto macroeconómico significativo en el conjunto), cuyo superávit compensa con creces el déficit del resto de países miembros, a pesar de la gradual y constante apre-

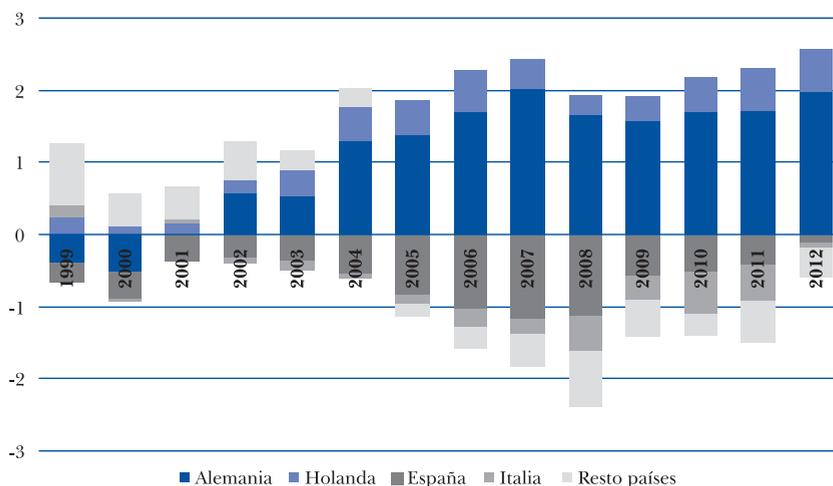
ciación del euro en el período. Es interesante subrayar que el éxito comercial alemán comienza realmente en 2004, tras las medidas de competitividad adoptadas durante el gobierno de la Gran Coalición; un éxito en definitiva consecuencia de políticas internas de ajuste estructural y no consecuencia de ninguna política europea.

GRÁFICO 8.1. EFECTO ESPEJO DE LA BALANZA DE PAGOS DE LA EUROZONA



Fuente: Eurostat.

GRÁFICO 8.2. BALANZA POR CUENTA CORRIENTE EN LA EUROZONA, 1999-2012 (porcentaje del PIB Eurozona)



Fuente: Elaboración propia a partir de Eurostat.



Esta dualidad europea entre los países con superávit y los países con déficit se convierte en una unión monetaria en una cuestión de muy difícil gestión. En la economía global, los desequilibrios de ahorro inversión se corrigen mediante intervenciones de las autoridades monetarias para devaluar la moneda nacional (como en el caso de China) o mediante la libre flotación de las monedas que llevan las cotizaciones respectivas a su nivel de equilibrio, lo que propicia la corrección de los desequilibrios externos. En el caso de la Unión Monetaria Europea esto es por definición imposible¹, por lo que el ajuste de sus cuentas externas ha de realizarse a través de políticas domésticas que recuperan la competitividad, medidas que han venido en denominarse de devaluación interna: léase reducciones de costes unitarios de producción, esto es recortes salariales o de beneficios que aumenten la competitividad de las exportaciones y encarezcan las importaciones mejorando el tipo de cambio real. Medidas lentas y dolorosas que en un contexto de muy baja inflación de la Eurozona que puede considerarse estructural, pues no cabe ignorar lo que ésta significa en Alemania, conllevan casi con necesidad recortes de los salarios nominales. Esta devaluación interna y una mejora general del entorno competitivo del país, del marco institucional para hacer negocios, son la única salida a los drásticos e inaceptables desplazamientos internos de la mano de obra. Devaluación y emigración que serán menores cuanto mayor sea la movilidad intra-ueem del capital y menor la fragmentación financiera del área euro.

Los muy elevados déficit de cuenta corriente que se observan en general en los países periféricos durante el periodo 1999-2007 se relacionan con caídas intensas del ahorro nacional, sobre todo privado, e incrementos de la formación bruta de capital fijo (FBCF). Así por ejemplo la inversión nacional en España llegó casi al 34% del PIB, tasas asiáticas, mientras el ahorro nacional caía a niveles del 22% del PIB. En los países que han experimentado considerables burbujas inmobiliarias, se observan esos fuertes aumentos de la FBCF incluso descontando el auge de la inversión en construcción residencial. Las perspectivas de crecimiento inducidas por el proceso de convergencia, el drástico cambio en las condiciones de financiación externa –disponibilidad y precio– de estos países, la masiva expansión del crédito bancario que llegó a crecer a tasas superiores a cuatro veces el PIB nominal y un escenario de tipos de interés reales negativos explican ese comportamiento de la inversión.

A fin de cuentas, ¿no es eso precisamente lo que se espera de una unión monetaria, que el capital fluya libremente sin miedo ni cortapisas de aquellos sitios en los que hay

¹ Recuérdese que la Unión Monetaria se basó en la fijación irreversible de la paridad y la desaparición de las divisas nacionales que se convirtieron en tan solo unidad de cuenta el 1 de enero de 1999 y luego dejaron de existir físicamente el 1 de enero 2002 dejando no sólo de acuñarse y emitirse sino incluso de ser referencia contable, cesando incluso la obligación de mantener sistemas contables en las monedas abandonadas. Por eso son tan ingenuas o malintencionadas esas propuestas absurdas que invitan a detener el reloj de la Unión Monetaria, devaluar durante un período de ajuste unas monedas nacionales que no existen y habría que recrear, y luego volver a la unión como si no hubiese pasado nada. ¿Se han parado a pensar lo que significa volver a crear una moneda de curso legal cuando la autoridad de emisión ha dejado de existir? ¿alguien puede pensar que esa hipotética vuelta al euro sería creíble y aceptada como irreversible? Más valdría que los economistas, inversores y políticos que lanzan estas teorías, se atrevieran a decir públicamente lo que proponen: que hay países que estarían mejor fuera del euro y con moneda propia porque son incapaces de mantener la competitividad al ritmo de Alemania y necesitan devaluar cada cierto tiempo.



exceso de ahorro y escasez de inversión a aquellos otros donde la abundancia de proyectos de inversión solo se veía constreñida por la insuficiencia del ahorro local? ¿No es eso lo que ha venido sucediendo entre las distintas regiones de España o de Alemania? ¿Por qué no iba a suceder lo mismo en el seno de la Unión Monetaria con el único límite de la calidad crediticia, de la solvencia, de la empresa o institución deudora, pero no de la solvencia del país receptor? ¿Quién se equivocó más en el proceso, las empresas españolas que se endeudaron por encima de su capacidad para generar flujos de caja con el que devolver las deudas o los inversores alemanes que se agolparon cual rebaño a comprar cédulas hipotecarias españolas? La cuestión no es baladí porque lleva a cuestionarse cuál es el verdadero problema, los desequilibrios externos, el exceso de endeudamiento de un país, o la incapacidad del sistema financiero, de entidades e inversores para estimar, medir y gestionar adecuadamente el riesgo de impago. Más allá de preguntas retóricas, la Unión Europea ha decidido que los dos son un problema y por ello ha puesto en marcha un procedimiento de disciplina macroeconómica que aspira a medir, prevenir y controlar los desequilibrios externos. Pero no tendría por qué ser así; de hecho no lo es en otras uniones monetarias más consolidadas social, histórica y políticamente, como los Estados Unidos de Norteamérica.

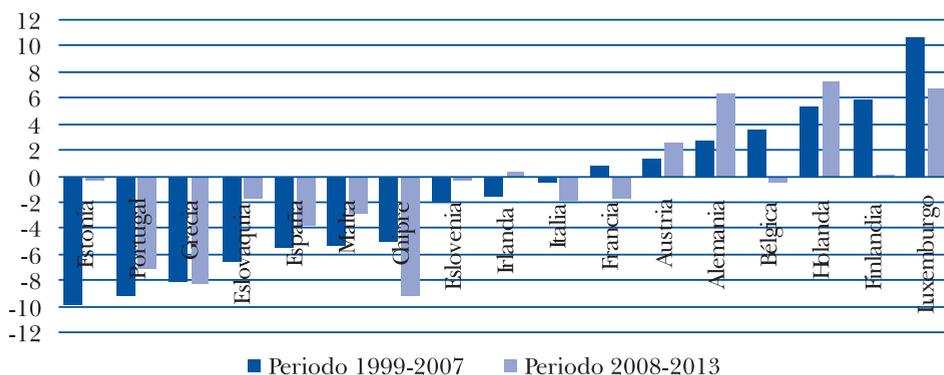
Porque en pura teoría, en un área monetaria óptima los déficit de cuenta corriente de los países miembros deberían ser irrelevantes. Este planteamiento teórico fue el que inspiró de facto tanto el diseño como el desarrollo de la UEM. Como pone de manifiesto, por una parte, el hecho de que el Pacto de Estabilidad y Crecimiento solo contemplaba el control de los déficit públicos y no se estableciese ni en el Tratado original ni en sus diez años de funcionamiento ningún mecanismo de disciplina, ningún criterio de alerta, referente a la acumulación de déficits externos y, por otra, la actitud de *benign neglect*, que podemos traducir libremente como bendita ignorancia, demostrada por las autoridades nacionales y europeas ante unos desequilibrios corrientes crecientes y persistentes.

Pero para que sean económica y «políticamente» irrelevantes, los Estados miembros de la Eurozona deberían estar dispuestos a admitir, incluso a fomentar, fuertes desplazamientos de recursos productivos, trabajo y capital, de unos países a otros; desplazamientos que actuarían como factor de corrección y ajuste automático. Es obvio que éste no es el caso en la UEM. En estas condiciones, las diferencias de cuenta corriente no solo son significativas sino económica y políticamente intolerables, porque se manifiestan en muy elevadas diferencias de tasas de desempleo –entre el 6% de Alemania y el 27% de Grecia– y en problemas de financiación de los Tesoros, que siguen siendo nacionales. Es decir que los déficit de cuenta corriente se interpretan en el mercado como un indicador de solvencia de los respectivos Tesoros y se acaban convirtiendo en una crisis soberana. Los déficit de balanza de pagos no provocan en una unión monetaria crisis cambiarias, porque no pueden, pero sí crisis de deuda soberana. Crisis soberanas que son crisis de confianza en la permanencia en la Unión y que, como en Portugal, acaban castigando las cuentas públicas y minando al sistema bancario.

Desde que estalló la crisis de deuda soberana en Europa, y como respuesta a la sequía de capitales que experimentan los países en dificultades, se está produciendo una corrección de los desequilibrios de balanza de pagos en el interior de la Eurozona (gráfico 8.3).

Por una parte, por el incremento de las exportaciones a terceros países –principalmente emergentes– y, por otra, por una mejora de los indicadores de competitividad de tipo de cambio (tipo de cambio real e índice de competitividad armonizado, elaborados por el BCE). Todo ello en el marco de unas devaluaciones internas no exentas de polémica y de unas inflaciones muy bajas e incluso negativas que plantean nuevos retos de política económica. Pero unos ajustes externos que descansan más en la fuerte caída de la inversión, y por tanto de la capacidad de crecimiento futuro, que en la recuperación del ahorro. Porque si bien el sector privado, hogares y empresas, está desapalancándose y reduciendo lentamente su nivel de endeudamiento, esta mejora se ve más que neutralizada por el desahorro del sector público.

GRÁFICO 8.3. SALDO MEDIO BALANZA BCC (% PIB) 1999-2007 VS 2008-2013



Fuente: Eurostat.

8.2. MÁS ALLÁ DEL PROCEDIMIENTO DE DESEQUILIBRIOS EXCESIVOS

Los problemas en la financiación de los déficit externos y los desequilibrios de balanza de pagos llevaron finalmente a los países de la Eurozona a completar los mecanismos de disciplina económica en el TCGE. Se define así un Procedimiento de Desequilibrios Macroeconómicos (PDM o MIP por sus siglas en inglés) que de manera análoga a la supervisión fiscal incorpora una vertiente preventiva y otra correctiva. Un procedimiento diseñado para prevenir y corregir situaciones macroeconómicas de riesgo, como déficit de cuenta corriente elevados, endeudamiento externo insostenible, niveles de desempleo excesivos o burbujas inmobiliarias o de activos financieros.

Este procedimiento fue presentado en 2011, forma parte del Six-pack y tiene como objetivo reforzar la supervisión macroeconómica de la UE y la Eurozona. La lógica política del mismo se inscribe en la constatación de la interdependencia de la evolución económica de los distintos Estados miembros de la Euro Zona y en la necesidad de limitar, acotar en su frecuencia y magnitud, las externalidades negativas que el deterioro económico en un país determinado pueda ocasionar en los demás. Supone en cierto sen-



tido un elemento complementario a la disciplina del mercado en la medida en que ésta no cumplió su objetivo en el período de complacencia anterior a la crisis. Pero también un complejo proceso institucional completamente desconocido en los Estados Federales consolidados que significa el reconocimiento de que la Euro Zona es una *rara avis*, un extraño invento institucional que requiere reglas novedosas. Puede, y debe criticarse, afirmando que persigue la cuadratura del ciclo, el crecimiento equilibrado de los distintos Estados miembros, como objetivo deseable en sí mismo pero también como resultado de la falta de voluntad europea para crear una auténtica Unión de Transferencias. Sustituir transferencias automáticas por reglas ex-ante que las eviten o minimicen es también el objetivo no declarado del procedimiento de desequilibrios macroeconómicos.

Supone en cualquier caso un paso decisivo en la coordinación de las políticas económicas nacionales y va mucho más allá del compromiso vigente hasta su aprobación, de acuerdo sobre las grandes orientaciones de la política económica. Introduce indicadores macro y reglas cuantitativas concretas y contempla el establecimiento de eventuales sanciones por su incumplimiento. En su detalle, el llamado Reglamento de prevención y corrección de desequilibrios macroeconómicos define un desequilibrio como cualquier tendencia que da lugar a una evolución macroeconómica que afecte o puede afectar adversamente al correcto funcionamiento de la economía de un Estado miembro, de la UEM o del conjunto de la UE. Los desequilibrios considerados pueden ser de dos tipos: (i) internos, incluidos los que pueden surgir del endeudamiento público y privado, de la evolución financiera y de los mercados de activos no financieros como la vivienda, del flujo de crédito privado y de los niveles de desempleo; y (ii) externos, incluidos los que pueden surgir de la evolución de la balanza por cuenta corriente y las posiciones netas de inversión de los distintos Estados miembros, los tipos de cambio reales efectivos, las cuotas de mercado de las exportaciones y las variaciones internas en precios y costes.

8.2.1. VERTIENTE PREVENTIVA DEL PDM

La supervisión de los desequilibrios macroeconómicos se inicia con el «mecanismo de alerta» basado en un informe económico-financiero anual que elabora la Comisión Europea (último disponible: *Alert Mechanism Report*, 2014), en cooperación con el Parlamento y Consejo Europeos. El informe se construye sobre un cuadro de indicadores predefinido (*scoreboard*) cuyos niveles en cada Estado miembro se comparan con unos umbrales indicativos². No se trata de una lista totalmente cerrada, sino que en el análisis económico-financiero de la situación en los distintos países se podrán tener en cuenta todos los indicadores que se consideren relevantes, y así ha sido. El *scoreboard*, y por tanto el Informe del Mecanismo de Alerta, incluye específicamente los siguientes indicadores (European Commission, 2013a):

a. Desequilibrios internos:

² Estos umbrales se toman como orientativos y como parte de un análisis integral, no como objetivos de política económica, aunque es cierto que la Comisión puede obligar a medidas correctoras con el objetivo de situarlos dentro de los rangos de tolerancia.



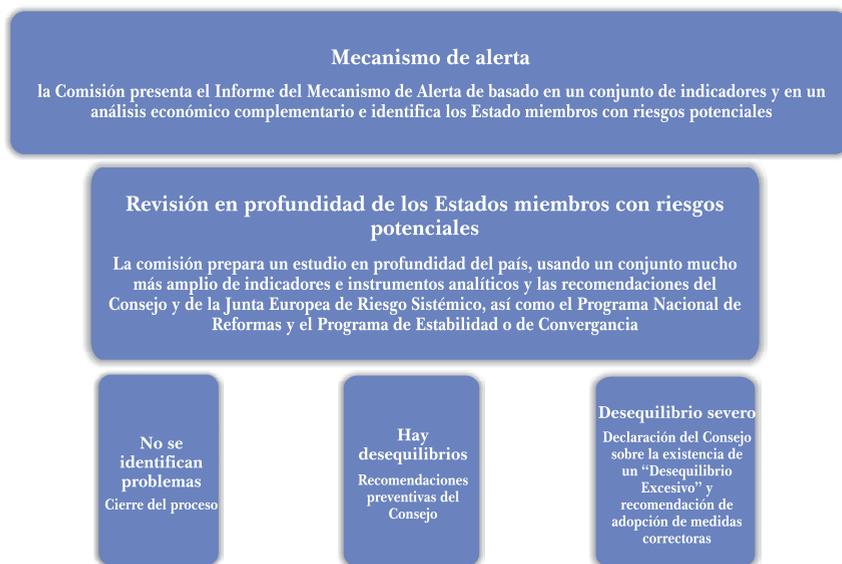
- Deuda del sector privado (en porcentaje del PIB), con un umbral de 133%.
- Crédito al sector privado (porcentaje del PIB, flujo), con un umbral indicativo del 14%.
- Tasa de variación interanual de los precios de la vivienda, con umbral indicativo del 6%.
- Deuda pública (como porcentaje del PIB), con un umbral indicativo del 60%.
- Media móvil no centrada (3 años) de la tasa de paro, con un umbral indicativo del 10%.
- Tasa de variación interanual de los pasivos del sector financiero, con un techo del 16,5%.

b. Desequilibrios externos y competitividad:

- Media móvil no centrada (3 años) del saldo de la balanza por cuenta corriente como porcentaje del PIB, con umbrales indicativos en déficit del 4% y superávit del 6%.
- Posición de inversión internacional neta como porcentaje del PIB, con un umbral indicativo del -35%.
- Tasa de variación (5 años) de la cuota de mercado de exportación, con un umbral indicativo del -6%.
- Tasa de variación (3 años) del coste laboral unitario nominal, con un umbral indicativo del 9% para los países del euro y del 12% para los países que no están en la Eurozona.
- Tasa de variación (3 años) del tipo de cambio efectivo real, basado en deflatores del IPCA, en relación a 35 países industriales, con un umbral indicativo de +/-5% para los países de la zona del euro y +/-11% para el resto de la UE.

En el informe anual, la Comisión tendrá que identificar qué Estados miembros presentan, a su juicio, desequilibrios, o pueden estar en riesgo de incurrir en ellos, y, como consecuencia, han de ser objeto de un examen individualizado exhaustivo. Este examen pormenorizado debe incluir un análisis completo de las fuentes de los desequilibrios del Estado miembro en cuestión y un conjunto de instrumentos analíticos, indicadores e información cualitativa.

Existen tres posibles resultados del examen exhaustivo de cada país (tabla 8.1): (i) los desequilibrios no se consideran problemáticos por lo que el procedimiento no seguiría avanzando, (ii) se considera que existe un desequilibrio o riesgo de desequilibrio excesivo y en consecuencia el Consejo, sobre la base de una recomendación de la Comisión, podrá dirigir recomendaciones preventivas al Estado miembro, y (iii) se identifica un desequilibrio severo o que pueda perjudicar el funcionamiento de la UEM, en cuyo caso, se adoptará una recomendación declarando la existencia de un desequilibrio excesivo y recomendando al Estado miembro que presente un paquete de acciones correctivas. Es en este momento cuando se abre formalmente el procedimiento de desequilibrio excesivo y el país queda sujeto a vigilancia estrecha por parte de la Comisión.

TABLA 8.1. VERTIENTE PREVENTIVA DEL PDM

Fuente: Comisión Europea y Banco de España.

8.2.2. VERTIENTE CORRECTORA DEL PDM

A partir de ese momento, el Estado miembro debe elaborar un Plan de Medidas Correctivas (PMC) con el detalle de las medidas de política económica que planea adoptar para responder a las recomendaciones del Consejo y un calendario concreto de ejecución de las mismas. En los dos meses siguientes, el Consejo evalúa dicho Plan corrector. Si lo considera suficiente, lo aprueba mediante una recomendación. Pero si las medidas o el calendario previstos en el plan se consideran insuficientes, sugerirá al país corregirlo en un determinado plazo.

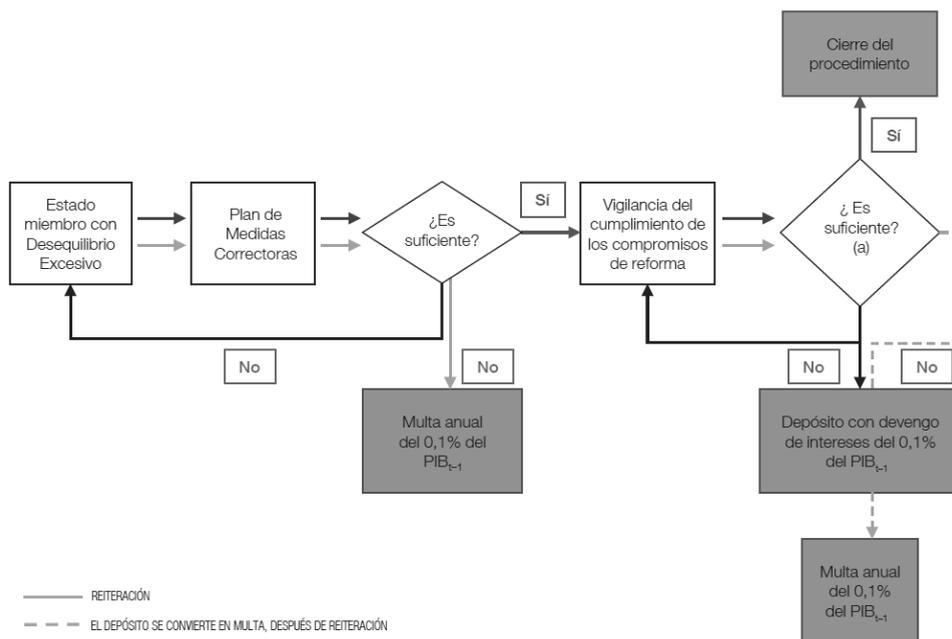
En el caso de que el Plan sea aprobado, la Comisión hará un seguimiento del mismo, asegurando la aplicación de las medidas contempladas por el Estado miembro, quien tendrá que remitir un informe periódico con la frecuencia indicada en la Recomendación. La Comisión puede llevar a cabo misiones de supervisión al país para hacer el seguimiento del Programa, junto con el BCE si el Estado miembro pertenece a la zona euro o al Mecanismo de Tipos de Cambio II. En dichas misiones, los miembros del equipo de la Comisión se entrevistarán con representantes de organismos oficiales y los agentes sociales y otros grupos de interés que consideren oportuno. No es un procedimiento novedoso sino que reproduce casi literalmente el utilizado tradicionalmente por el Fondo Monetario Internacional o la OCDE en sus visitas anuales. Si acaso, la Comisión, que a diferencia de las instituciones citadas es un organismo oficial no una institución multilateral, no publica las conclusiones preliminares de su visita antes de abandonar el país como sí hacen FMI u OCDE. Sería deseable que lo hiciera pues ello

aumentaría su transparencia y la independencia del juicio técnico de su ulterior decisión política.

A instancias de la Comisión, el Consejo evaluará las medidas adoptadas y en caso de evaluación favorable suspenderá el procedimiento de desequilibrio. Si por el contrario la evaluación es desfavorable, la Comisión recomendará al Consejo que declare el incumplimiento del Estado miembro y emita una nueva recomendación, fijando un nuevo plazo para cumplirla. Aunque a primera vista parece un procedimiento muy tortuoso, este primer incumplimiento ya implica una sanción inicial, pues en el caso de los países del euro, la Comisión recomendará al Consejo imponer al Estado miembro un depósito que devenga intereses. Si el Consejo se ve compelido a decidir dos veces (en el mismo procedimiento de desequilibrio excesivo) que el Estado miembro ha incumplido la recomendación, lo que era inicialmente un depósito se convierte en una multa anual.

La sanción supone una cuantía que puede llegar hasta el 0,1% del PIB del Estado miembro en el año precedente. No obstante, la Comisión podrá, por razones de circunstancias económicas excepcionales, reducirla o cancelarla. La decisión sobre imposición de sanciones la tomará el Consejo sin tener en cuenta el voto del Estado miembro afectado. El procedimiento sólo se cierra cuando el Consejo considera que el Estado miembro ya no presenta un desequilibrio económico excesivo, momento a partir del cual derogaría sus recomendaciones.

TABLA 8.2. VERTIENTE CORRECTORA DEL PDM



Fuente: Comisión Europea y Banco de España.



Desde su implantación en 2011, el PDM ha sido bastante más que un mero protocolo y la experiencia en su utilización ha sido intensa³, fructífera y, como no podía ser menos, polémica⁴, sirviendo para llamar la atención sobre los insoportables desequilibrios internos en la Eurozona y obligando a los Estados miembros a afrontar sus problemas y proponer medidas correctoras. En 2012, 12 países entraron en la segunda etapa de la vertiente preventiva del PDM tras activarse el mecanismo de alerta. Estos países fueron: Bélgica, Bulgaria, Dinamarca, España, Francia, Italia, Chipre, Hungría, Eslovenia, Finlandia, Suecia y Reino Unido. En 2013, la cifra se ha incrementado a 13 países, de los cuales 11 repiten el no cumplimiento de los umbrales señalados en el *scoreboard*. A los que se añaden Holanda y Malta como países miembros de la UE donde se activa este año el mecanismo de alerta. Chipre ha desaparecido de la lista en 2013 por encontrarse bajo un programa de rescate, pues como parece lógico este programa sustituye y suspende de iure el procedimiento de desequilibrios macroeconómicos. Dentro de esos 13 países, la Comisión Europea considera que solo dos, España y Eslovenia, presentan un desequilibrio excesivo, mientras que en los once casos restantes los desequilibrios existentes no tienen esa profundidad. En España básicamente por el elevado endeudamiento privado y externo, lo que es todo un recordatorio de la necesidad de continuar con el proceso de desapalancamiento y una consecuencia del uso de un indicador tan inercial, y a nuestro juicio tan confuso, como el que recoge el PDM, y en Eslovenia por el endeudamiento de las entidades no financieras y su relación con el sector público.

Una cifra tan elevada de presuntos incumplidores tiene varias lecturas complementarias. Por un lado refleja las fuertes diferencias de partida y de comportamiento, de stock y flujos, de los Estados miembros de la Unión Monetaria y el largo plazo necesario para reducirlas sustancialmente. Por otro, es una consecuencia inevitable de la propia definición de muchos indicadores, pues en la medida que suponen stocks, o medias móviles de muchos años, no es previsible que puedan retornar a sus umbrales límites a corto plazo. Hay también quien considera que una regla incumplida casi sistemáticamente por un gran número de países no puede considerarse una restricción dura sino tan solo una indicación o señal de alerta. Una crítica inadecuada pues ése es precisamente el carácter del PDM, constituir una señal de alerta para los gobiernos y los mercados financieros, una información relevante que mueva a la acción correctora. En este sentido es sustancialmente distinto del procedimiento de déficit excesivo, que tiene un objetivo más vinculante.

La Comisión ha publicado en noviembre de 2013 el informe del Mecanismo de Alerta 2014. En él se destaca que las economías de la Unión Europea progresan en la corrección de sus desequilibrios internos y externos. Pero también considera necesario resaltar que persisten crecimientos excesivos del crédito interno, los déficit y superávit persistentes, las pérdidas de competitividad y la acumulación de deuda pública y priva-

³ Para mayor detalle acúdase a: http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/macroeconomic_imbalance_procedure/index_en.htm

⁴ Polémica en la medida que obliga a medidas correctoras no siempre del agrado o conveniencia política de los gobiernos respectivos y supone una indeseada vigilancia interna no exenta de costes reputacionales y quizá hasta electorales. Pero la construcción europea ha de tener su contrapartidas. Nada es gratis como bien sabemos.



da como consecuencia de la crisis. También señala que se están produciendo avances significativos como consecuencia de algunas reformas estructurales y de la presión de los mercados. No obstante, la Comisión indica que aún se requieren mayores esfuerzos para afrontar los desequilibrios existentes y facilitar la recuperación sostenida de la actividad económica.

Este mismo informe ofrece información detallada sobre los desequilibrios relevantes de cada uno de los países miembros. Mantiene a España en el escenario de desequilibrio macroeconómico excesivo, particularmente por los altos niveles de deuda pública y privada, que podrían generar dudas para la estabilidad financiera, sobre todo si, por razones exógenas o endógenas, retornara el nerviosismo y la aversión al riesgo a los mercados. La Comisión señala en su evaluación que a pesar de los intensos ajustes realizados (lo que ha hecho que no se active el brazo corrector del PDM), los desafíos ligados al crecimiento de la deuda soberana y los exorbitantes niveles de desempleo obligan a las autoridades nacionales a continuar una acción política decidida. Por otra parte, se destaca favorablemente la corrección del déficit por cuenta corriente en 2013, que se espera que continúe, quizás de manera algo ingenua, con igual intensidad en los próximos años y que ha sido consecuencia de la mejora del tipo de cambio real por la moderación salarial y la reducción de los costes laborales unitarios, a las que ha contribuido indudablemente la reforma laboral.

Desde la perspectiva española conviene detenerse brevemente en comentar las dos señales de alerta emitidas por la Comisión, los dos riesgos idiosincráticos de nuestro país, y ponerlas en el contexto de los debates de política económica nacional. Europa insiste en el problema de la deuda soberana que en su opinión, y en la de la mayoría de los observadores internos y externos, sigue en trayectoria creciente y pronto superará el 100% del PIB. Máxime cuando no espera un superávit primario hasta 2016 –España será con Grecia prácticamente el único país con déficit primario en 2014– y las tasas de crecimiento previstas no permiten confiar en la reducción pasiva de ese ratio. La Comisión está preocupada, y previene duramente contra ello, por lo que percibe como una fatiga del ajuste reformista y por una aplicación insuficiente de la disciplina fiscal al conjunto de las Administraciones Públicas, algunas de las cuales parecen haber cambiado el chip y situarse ya irresponsablemente en modus expansionis. Alerta también sobre los efectos en el déficit de la esperada reforma fiscal, que constituye como se sabe un compromiso explícito de la supervisión reforzada. Lo mismo cabe decir sobre la situación del desempleo que a juicio de la Comisión, y también del resto de observadores económicos, requiere una intensificación de la reforma laboral y de las políticas activas de empleo en la línea de sus conocidas recomendaciones.

Pero sin duda alguna lo que más ha llamado la atención internacional del *Alert Mechanism Report* (2014) es que la Comisión Europea incluye a Alemania entre los países en los que algunos de sus indicadores del *scoreboard* están fuera de los umbrales aconsejables. En particular, hace especial alusión al superávit corriente alemán, que según la Comisión es excesivo y altera la situación del resto de países del área euro. En dicho informe, la Comisión sugiere a Alemania que incremente su consumo privado y, en general, que «fortalezca los recursos domésticos relacionados con el crecimiento potencial» (European Commission, 2013a: 14).



La Comisión se sitúa claramente con esta recomendación del lado de los que piensan (Gross and Busse, 2013), (Darvas y Vihriälä, 2013) que (i) los desequilibrios fiscales y de cuenta corriente son un problema bilateral, con responsabilidad compartida entre los países con déficit y con superávit, (ii) que Alemania puede hacer más por la recuperación europea si aumenta su consumo doméstico mediante medidas fiscales expansivas y el fomento de las importaciones, y (iii) que el éxito exportador alemán es un problema para Europa porque tiene su origen en un excesivo nivel de ahorro. No es otro el sentido de apercibir, de sacar tarjeta amarilla en un símil futbolístico, a un país por tener superávit de cuenta corriente superior al 6% del PIB. Aunque en este sentido la Comisión se alinee con el Fondo Monetario Internacional, bajo inspiración francesa, en su mensaje a Alemania y en cierta medida también a China, resulta cuanto menos sorprendente que se cuestione a un país por tener demasiado éxito –de esta recomendación a proponer medidas heterodoxas como las restricciones voluntarias a la exportación solo hay un leve paso– y más aún que este mensaje se lance en el interior de una unión económica, como una medida que la facilita y hace posible. ¿Alguien se puede imaginar a la Reserva Federal o al secretario del Tesoro norteamericano alertando de que California es demasiado competitiva y debería moderar sus exportaciones, consumir más y aumentar su salario mínimo? Ni Krugman se atrevería a tanto. Pero Von Rompuy no es así, no es un intrépido ni un iconoclasta y sus razones han de ser otras. No estoy convencido de que la mejor manera de crear un área monetaria óptima sea haciéndola menos competitiva internacionalmente para evitar la aparición de desequilibrios internos. Y no lo estoy porque el coste de tener más Europa no puede ser que Europa sea cada vez menos relevante en el escenario internacional. Porque el problema de la Eurozona no es la competitividad relativa de Alemania, Italia, Francia o España sino su pérdida de competitividad con las economías emergentes.

Por último, y a efectos de que el lector tenga un panorama completo de la opinión de la Comisión se incluye la tabla 8.3 que sintetiza el mensaje europeo respecto a los principales desequilibrios del resto de países miembros. La mayor parte de los desequilibrios externos se concentran en la posición de inversión neta internacional negativa, particularmente en Irlanda, Grecia, Hungría y Portugal; pero también en la pérdida de cuota de mercado de las exportaciones, especialmente en Chipre, Croacia, Finlandia, Grecia e Italia. Los desequilibrios internos se observan fundamentalmente en los niveles de deuda pública y privada así como en la tasa de paro. En el primer caso destacan negativamente Bélgica, Irlanda, Grecia, España, Chipre, Portugal y Reino Unido por la combinación de deuda pública y privada, y Dinamarca, Luxemburgo, Holanda y Suecia por el intenso endeudamiento de su sector privado. En el segundo caso resalta España muy por encima de la media.

TABLA 8.3. SCOREBOARD POR PAÍSES MIEMBROS DEL PROCEDIMIENTO DE DESEQUILIBRIOS MACROECONÓMICOS

Año 2012	DESEQUILIBRIOS EXTERNOS Y COMPETITIVIDAD				DESEQUILIBRIOS INTERNOS				Tasa de paro (media 3 años)	Tasa de variación anual pasivos sector financiero	
	BCC (% PIB) Media 3 años	Posición de inversión internacional (% PIB)	Tipo de cambio efectivo real (Deflatores IPCA) – Tasa de variación (3 años)	Cuota mercado exportación (Tasa de variación 5 años)	Coste laboral unitario (Tasa de variación 3 años)	Tasa de variación anual –Precio vivienda	Crédito al sector privado, flujo (% PIB)	Deuda sector privado (% PIB)			Deuda pública (% PIB)
Umbrales	-4/+6%	-35%	±5%/ ±11%	-6%	+9%/ +12%	+6%	14%	133%	60%	10%	16,5%
Bélgica	-0,4	48	-4,3	-14,9	6,6	-0,2	-1,5	146	100	7,7	-3,9
Bulgaria	-0,9	-80	-4,0	4,8	7,4	-5,3 (p)	2,5	132	19	11,3	10,1
República Checa	5,9	38	0,4	-4,2	3,9	-3,9	0,6	72	46	7,0	5,4
Dinamarca	6,5	42	-8,9	-18,6	1,0	-5,1	6,1	239	45	7,5	5,0
Alemania	0,9	-54	-3,4	-13,1	3,0	1,8	1,5	107	81	6,2	4,4
Estonia	2,3	-112	-5,2	6,5	-2,8	3,5	4,7	129	10	13,2	12,9
Irlanda	-7,5	-109	-4,5	-16,3	-10,4	-11,7	-1,6	306	117	14,4	-0,7
Grecia	-3,1	-93	-7,8	-26,7	-8,1	-12,4	-6,8	129	157	18,2	-3,4
España	-1,8	-21	-5,2	-14,6	-5,6	-16,9	-10,5	194	86	92,3	3,3
Francia	-0,5	-89	-6,2	-14,0	4,1	-2,3	3,5	141	90	9,9	-0,1
Croacia	-2,3	-25	-6,2	-24,7	0,8	-2,4	-2,1	132	56	13,8	0,9
Italia	-6,7	-82	-5,8	-23,8	3,1	-5,4	-1,0	126	127	9,2	7,1
Chipre	-0,6	-67	-8,5	-26,6	0,8	-2,2	10,0	299	87	8,7	-1,9
Letonia	-1,3	-53	-6,7	29,3	-4,6	-0,6	-1 (p)	63	41	16,9	4,1 (p)
Lituania	7,0	169	-2,3	-18,3	9,8	2,5	-5,0	317	22	4,8	11,3
Luxemburgo	0,6	-103	-1,2	-17,8	4,4	-9,2	-6,1	131	80	11,0	-8,3
Hungría	-1,6	25	-7,7	4,5	4,9	0,3	-1,6	155	71	6,6	4,1
Malta	8,8	47	-4,7	-12,0	3,3	-8,7	0,2	219	71	4,7	4,9
Holanda	2,2	0	4,7	-21,2	4,1	nd	2,7	147	74	4,3	-0,9
Austria	-4,6	-67	1,3	4,5	4,4	-5,9	3,4	75	56	9,8	9,6
Polonia	-6,5	-115	-4,0	-16,0	-5,3	-8,6	-5,4	224	124	13,6	-3,6
Portugal	-4,4	-68	-1,9	5,9	4,8	-9,2	0,9	73	38	7,2	5,3
Rumanía	1,2	-45	-4,5	-19,9	0,4	-8,4	-2,9	114	54	8,1	-0,8
Eslovenia	-1,7	-64	-3,2	4,2	0,9	5,9	3,2	73	52	14,0	2,6
Eslovaquia	-0,5	18	-8,3	-30,8	4,8	-0,5 (p)	9,0	158	54	8,0	-0,2
Finlandia	6,2	-10	10,1	-18,8	0,7	-0,2	1,8	212	38	8,1	4,4
Suecia	-2,8	-9	5,8	-19,0	6,1	-0,9	2,6	179	89	7,9	-4,3
Reino Unido											

Fuente: European Commission (2013).



8.3. LAS REFORMAS ESTRUCTURALES Y EL PROCEDIMIENTO COMUNITARIO

La unión económica y monetaria (UEM) obliga a una estrecha coordinación de las políticas económicas nacionales, que han pasado a ser una cuestión de interés común especialmente como consecuencia de la crisis de la deuda europea. Con el fin de concretar esta coordinación, el Consejo de Ministros de la UE, por mayoría cualificada y sobre la base de una recomendación de la Comisión, elabora un proyecto de decisión que se transmite al Consejo Europeo. Sobre la base de las conclusiones de este proyecto, el Consejo de Ministros, por mayoría cualificada, adopta una recomendación que establece las grandes orientaciones de las políticas económicas (GOPE) de los Estados miembros y de la Unión e informa de ello al Parlamento Europeo. Estas GOPE constituyen el eslabón central de la coordinación de las políticas económicas de la Unión Europea. Eran, como hemos comentado con anterioridad, prácticamente el único instrumento de coordinación antes de la aprobación del procedimiento de desequilibrios macroeconómicos.

Estas Orientaciones Generales no tienen carácter jurídicamente vinculante y son meramente indicativas. No obstante, se someten a un mecanismo de seguimiento multilateral que tiene como finalidad garantizar su cumplimiento por parte de los Estados miembros. El hecho de que el único procedimiento real de supervisión sea la presión colectiva de los socios («*peer pressure*») y la falta de eficacia demostrada con el mismo, ha sido fuertemente cuestionado. Son muchas las voces europeas que piden un procedimiento comunitario concreto y sancionador de estos aspectos, pero es difícil imaginar cómo pueden evaluarse sin discrecionalidad y fuertes tensiones aspectos tan complejos, tan idiosincráticos y tan localmente dependientes como las reformas estructurales. Sobre todo en una Unión cuya legitimidad democrática sigue cuestionada y cuya popularidad y aceptación doméstica está en regresión.

En el marco de este mecanismo de seguimiento, la Comisión es responsable de proporcionar información al Consejo sobre la evolución económica en cada Estado miembro. Si las políticas económicas de un Estado miembro no son conformes con las GOPE o suponen un riesgo para el correcto funcionamiento de la Unión Económica y Monetaria (UEM), la Comisión puede dirigir una advertencia al Estado miembro en cuestión. Además, el Consejo puede dirigirle recomendaciones y hacerlas públicas, en lo que se entiende generalmente como un paso más en la fiscalización externa de las políticas gubernamentales. El Parlamento Europeo es informado preceptivamente de los resultados de este seguimiento multilateral. Además, el Consejo puede pedirle que participe activamente en la determinación de las modalidades de dicho seguimiento, lo que en mi opinión solo complicaría aún más las cosas, politizando y burocratizando un procedimiento de por sí ya cuestionable y repetitivo tras el Six-pack y el PDM. Incluso desde una óptica puramente legal constitucional, no parece claro que sea labor del Parlamento Europeo establecer directrices de política económica nacional.

En su informe para 2013⁵, el Consejo insiste en que se requieren reformas estructurales en la Eurozona para mejorar el funcionamiento de los mercados de productos y de

⁵ Ver Recomendaciones del Consejo Europeo relativas a la aplicación de las GOPE por los Estados miembros (Comisión Europea, 2013b).



trabajo, con la finalidad de impulsar la competitividad, consolidar el proceso de ajuste en curso y garantizar una reasignación adecuada de los recursos productivos. En su opinión, las reformas estructurales contribuirían de manera esencial a facilitar el proceso de corrección de desequilibrios macroeconómicos y financieros. Las mejoras de competitividad internas incrementarían las exportaciones netas ayudando a reequilibrar el modelo de crecimiento hacia sectores comercializables más productivos y menos intensos en mano de obra –lo que puede significar un problema colateral en las circunstancias actuales de muchos países–, impulsando al mismo tiempo la recuperación económica y la reducción de la deuda. Por su parte, en los países con superávit corriente las reformas para mejorar la competencia podrían contribuir a una reasignación de recursos y ayudar a estimular la inversión en sectores no comercializables. Se reforzaría así el papel de la demanda interna en la contribución al crecimiento. Parece obvio que el Consejo está pensando en el caso de Alemania y Francia y los efectos beneficiosos que se derivarían de una liberalización del comercio y los servicios personales.

La crisis actual ha tenido efectos profundamente asimétricos sobre el empleo en los distintos países del área euro. Los Estados miembros más afectados por la lacra del desempleo son también los que registran mayor contracción de la demanda interna, ligada a un cambio de la tendencia de la balanza corriente. En este sentido, la elevadísima elasticidad del empleo al PIB en España, quizás el caso más asimétrico y llamativo, es producto de varias fuerzas concatenadas: (i) un efecto composición de la producción con un peso desproporcionado de la construcción, (ii) una marcada dualidad del mercado de trabajo que hace recaer abrumadoramente el peso del ajuste en los trabajadores temporales y en los recién incorporados al mercado por la generalización abusiva de las cláusulas de derechos adquiridos (*grandfathering*), (iii) unas instituciones y unas prácticas laborales que conceden un poder dominante en la negociación colectiva a los instalados y tienen como resultado que el mercado se ajuste vía cantidades y muy rara vez vía precios. Es llamativo en este sentido que por ejemplo en 2008, al inicio de la crisis cuando el desempleo en la construcción empezó a crecer exponencialmente, el sector todavía registrase incrementos de salarios negociados del 4%, y (iv) un poderosísimo fenómeno migratorio que supuso prácticamente en 10 años casi seis millones de personas, el 12% de la población. La Comisión alerta de que en ausencia de una fuerte y rápida absorción del desempleo cíclico podría producirse un efecto de histéresis, de tal modo que el desempleo podría enquistarse y ser menos sensible a la evolución salarial. Las reformas estructurales del mercado de trabajo que profundicen su flexibilidad se convierten así en la clave para atenuar los riesgos que pesan sobre la cohesión social y el potencial de crecimiento futuro en la zona del euro.

En el ámbito de las reformas estructurales, los Estados miembros de la Zona Euro se comprometieron, con la adopción del Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza, a coordinar globalmente las reformas económicas que se propongan emprender a nivel nacional, a fin de establecer criterios de referencia sobre las mejores prácticas y actuar de una manera que se maximice su impacto cíclico en el conjunto de la región.

En una decisión muy significativa de la necesidad de una mayor coordinación económica en el seno de la Unión Monetaria, el Consejo (2013) reconoce que, sin perjuicio de las medidas que a título individual y colectivo puedan adoptar los Estados miembros y



de las competencias del Consejo en materia de coordinación de las políticas económicas de los países miembros de toda la Unión Europea, la estrategia global de las políticas de la Eurozona es competencia del Eurogrupo, con el objetivo de asegurar el buen funcionamiento de la zona del euro para incrementar el crecimiento y el empleo y avanzar en el proceso de unión económica y monetaria. Corresponde por tanto al Eurogrupo:

- i. Desempeñar un papel central en el marco de la supervisión reforzada aplicable a los Estados miembros.
- ii. Supervisar y coordinar la política fiscal de los Estados miembros y la estrategia fiscal global resultante para el conjunto de la Eurozona. A tal fin, el Eurogrupo deberá analizar y valorar los dictámenes de la Comisión sobre los proyectos de planes presupuestarios de cada uno de los Estados miembros de la Eurozona, así como la situación y perspectivas presupuestarias de la misma.
- iii. Analizar y valorar: los motivos que explican las diferencias observadas en los tipos de interés de los préstamos entre los Estados miembros de la Eurozona, en especial los concedidos a las PYME; las consecuencias de la fragmentación de los mercados financieros en la zona del euro; y contribuir a posibles formas de superarlas.
- iv. Promover el saneamiento de los balances bancarios para poner fin a la fragmentación de mercado interior y mejorar el flujo del crédito a la economía real.
- v. Coordinar los llamados Planes de Reforma de los Estados miembros. Hacer un seguimiento de la aplicación de las reformas estructurales, en particular en los mercados de trabajo y de productos.
- vi. Promover un mayor ajuste, garantizando una corrección de los desequilibrios externos e internos, en particular mediante el seguimiento de las reformas destinadas a corregir las distorsiones en los comportamientos de inversión y de ahorro, con independencia de que registren un déficit o un superávit por cuenta corriente. Adoptar las medidas necesarias para una aplicación efectiva del procedimiento de desequilibrio macroeconómico, concretamente mediante la evaluación de los progresos realizados en las reformas prometidas por los Estados miembros que registren desequilibrios excesivos.
- vii. Y tomar medidas significativas para hacer frente a las consecuencias sociales de la crisis y a las crecientes tasas de desempleo, en particular para el caso de los jóvenes desempleados. Se recomiendan explícitamente reformas que faciliten el acceso al empleo, eviten la salida anticipada del mercado laboral, reduzcan el coste de la mano de obra, combatan la segmentación del mercado laboral y apoyen la innovación.

Como puede observarse fácilmente del listado anterior, estas facultades de supervisión, propuesta y control convierten al Eurogrupo en el instrumento central de la política económica en la Zona Euro. No es pues sorprendente que se configure ante la opinión pública como el embrión del gobierno económico del euro, como una especie de comité de dirección del futuro Ministerio de Economía y Hacienda de la Eurozona. Y que consecuentemente se haya planteado que su presidencia sea un trabajo a tiempo completo y no un cargo que se simultanea con el de ministro de un país concreto, lo que limita su dedicación, compromete su necesaria imparcialidad y le confiere una temporalidad ajena a la política europea.



8.4. LA REFORMA DE LAS PENSIONES

Capítulo aparte, aunque necesariamente breve dada la naturaleza de este Anuario, merece el tema de las pensiones de jubilación. El envejecimiento de la población es una característica estructural de Europa, compartida con los otros países desarrollados pero que en el Viejo Continente cobra especial incidencia. No es un problema en sí mismo, en realidad es una consecuencia muy positiva del desarrollo. No puede considerarse un problema que la gente viva más y mejor, pero tiene inmensas implicaciones para la solvencia futura de las cuentas públicas y para la supervivencia del Estado del Bienestar, para el modelo europeo tal y como hoy lo conocemos. El gasto en pensiones y su derivada necesaria, el gasto sanitario, crecen irremediabilmente. Según la Comisión Europea (2012), uno de cada cuatro europeos dispone de una pensión como principal fuente de ingresos. Y además, en el futuro, se espera que el número de pensionistas aumente a un ritmo mayor que el número de trabajadores, lo que plantea un importante reto a la hora de garantizar unas pensiones públicas adecuadas y sostenibles.

Los desafíos que plantea la sostenibilidad a largo plazo del gasto en pensiones junto con el efecto de ajuste que está provocando la crisis actual sobre los presupuestos nacionales, está haciendo que la Unión Europea estudie la forma más adecuada y eficiente de mantener unas pensiones dignas. Una forma que no lastre la competitividad de las economías europeas y le permita mantener su liderazgo y posición estratégica en el mundo. Basándose en los resultados de una consulta sobre los sistemas de pensiones europeos y en su propio Estudio Prospectivo Anual sobre el Crecimiento 2012, la Comisión ha publicado el Libro Blanco (2012) sobre pensiones sostenibles que persigue objetivos como mejorar el equilibrio entre el tiempo de trabajo y el tiempo de jubilación, garantizar que las personas que se trasladan a otro país conserven sus derechos de pensión o favorecer el ahorro con vistas a la jubilación.

De la revisión de dicho informe, se extraen algunas conclusiones que han de orientar las reformas nacionales:

- i. Adecuar la edad de jubilación a la esperanza de vida, limitar el acceso a la jubilación anticipada y reducir las diferencias de pensión entre hombres y mujeres.
- ii. Adaptar los lugares de trabajo y las prácticas del mercado laboral para mejorar las oportunidades de los trabajadores de más edad.
- iii. Animar a empresarios y trabajadores a que constituyan planes privados de jubilación e instar a los gobiernos a que los incentiven, por ejemplo mediante deducciones fiscales.
- iv. Mejorar la protección de los planes de pensiones complementarios para quienes hayan trabajado en varios países de la UE.

Los sistemas de pensiones son de competencia estrictamente nacional, pero constituyen un asunto de creciente interés común porque afectan a la solvencia y competitividad futura de Europa. En consonancia con la estrategia de crecimiento y empleo de la UE, la Comisión seguirá supervisando, apoyando e impulsando las reformas nacionales de las pensiones. Dicha supervisión e impulso descansa implícitamente en tres pilares básicos: 1) aumentar la proporcionalidad entre las cuotas sociales y la pensión de jubila-



ción, lo que se conoce en el argot comunitario como contributividad, 2) garantizar la sostenibilidad a largo plazo con la incorporación en los sistemas de cálculo de factores de corrección basados en proyecciones demográficas y cálculos actuariales sobre la solvencia de los sistemas nacionales de Seguridad Social y 3) facilitar la complementariedad entre las pensiones públicas y privadas de trabajadores y empresarios mediante las adecuadas reformas en su fiscalidad.

Parece claro que las reformas emprendidas en España concuerdan con las recomendaciones europeas para garantizar la sostenibilidad del sistema público de pensiones mediante la incorporación de factores automáticos de corrección. De hecho, el Proyecto de Ley reguladora del Factor de Sostenibilidad y del Índice de Revalorización del Sistema de Pensiones de la Seguridad Social aprobado en octubre de 2013, tienen como objetivo explícito garantizar a medio y largo plazo un sistema de pensiones sostenible en el tiempo. Aunque como en otros muchos países europeos la entrada en vigor de los mecanismos propuestos se atrasa para evitar su impopularidad. En concreto el Proyecto incorpora las dos medidas más recomendadas:

i. Factor de sostenibilidad

El Factor de Sostenibilidad se define como un instrumento que con carácter automático permite vincular el importe de las pensiones de jubilación del sistema de la Seguridad Social a la evolución de la esperanza de vida de los pensionistas, a través de la fórmula que se regula en el Proyecto de Ley, ajustando las cuantías que percibirán aquellos que se jubilen en similares condiciones en momentos temporales diferentes.

El factor empezará a funcionar en 2019, una fecha que parece innecesariamente tardía para muchos observadores, y se revisará de forma automática cada cinco años. Dicho factor se aplicará una sola vez a las nuevas pensiones, es decir actúa sólo sobre la primera pensión a partir de 2019, dado que relaciona la pensión a percibir con el tamaño de la cohorte demográfica del pensionado en el momento de la jubilación.

ii. Índice de revalorización de las pensiones

En paralelo a la definición del Factor de Sostenibilidad, se introduce un indicador objetivo y previsible, Índice de Revalorización de las Pensiones, que tendrá en cuenta la solvencia actuarial del sistema de pensiones a la hora de revalorizarlas y no otras variables arbitrarias.

El nuevo índice, que se aplicará a partir de 2014, permite la actualización de las pensiones teniendo en cuenta los déficits estructurales del sistema, permitiendo corregirlos y dando garantía de continuidad al Sistema. Se establece un incremento mínimo de las pensiones del 0,25% incluso en momentos de recesión económica, lo que puede dar lugar a efectos sorprendentes como que los pensionistas ganen capacidad adquisitiva en períodos de inflación negativa que ya no pueden considerarse imposibles en momentos de devaluación interna, y un aumento máximo igual a la variación anual del IPC más 0,25%.

**REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS**

- Boletín Oficial de las Cortes Generales (2013): «Proyecto de Ley reguladora del Factor Sostenibilidad y del Índice de Revalorización del Sistema de Pensiones de la Seguridad Social». 4 de octubre de 2013, Congreso de los Diputados.
- Comisión Europea (2012): «Libro Blanco. Agenda para unas pensiones adecuadas, seguras y sostenibles». Comisión Europea.
- Darvas, Zsolt y Vihriälä, «Does the European Semester Deliver the Right Policy Advice», Bruegel Policy Contribution, 2013/12, Bruselas, septiembre 2013.
- ECB (2013): «Economic and Monetary Developments». Monthly Bulletin, April 2013. European Central Bank.
- European Commission (2013a): «Alert Mechanism Report 2014». Brussels, 13-11-13. European Commission.
- European Commission (2013b): «European Economic Forecast». Brussels, Autumn 2013. European Economy 7. European Commission.
- Frías, I.; Díaz, R. e Iglesias, A. (2012): «Los desequilibrios por cuenta corriente y la crisis de la Eurozona». Revista Galega de Economía, vol. 21.
- Gross, D. y Busse, M. (2013): «The Macroeconomic Imbalance Procedure and Germany: When is a current account surplus an imbalance?» CEPS Policy Review, N° 302.
- Llanos Matea, M^a (2012): «Nuevo marco de vigilancia de los desequilibrios macroeconómicos». Boletín Económico, Marzo 2012. Banco de España.



9. EL GOBIERNO DEL EURO

MARIE-JOSÉ GAROT
IE Law School

9.1. LA CRISIS DEL EURO Y SUS SOLUCIONES: IMPLICACIONES JURÍDICAS E INSTITUCIONALES PARA LA INTEGRACIÓN EUROPEA

Según el Presidente Van Rompuy, en un discurso pronunciado el pasado 4 de septiembre de 2013, la crisis «existencial» del euro ha terminado, aunque la crisis del crecimiento y del empleo aun continúa¹. Es decir, casi cinco años después de la caída del banco Lehman Brothers² que, según muchos economistas³, marca el principio de la crisis que ha afectado no solo a Estados Unidos, sino también a la Unión Europea, una de las más altas autoridades de la Unión Europea da por terminada la crisis del euro. Recorrer ese largo camino de 2008 a 2013 puede ser interesante para ver primero como la Unión Europea ha solventado esa crisis «existencial» del euro, con las limitaciones jurídicas y políticas que por supuesto han condicionado las respuestas brindadas. Analizaremos en un primer momento, las soluciones encontradas para estabilizar la zona euro. En un segundo tiempo, nos referiremos a las soluciones relativas a la gobernanza económica. Luego, valoraremos el nuevo reparto de poder y de papeles que han implicado esas soluciones en las instituciones de la Unión Europea. Finalmente, analizaremos en qué medida esas soluciones han podido afectar al llamado «método comunitario». La «flexibilidad», expresada en particular en el mecanismo de cooperación reforzada, parece últimamente ganar terreno como solución de desbloqueo, aunque conlleva el riesgo de «des-integración» europea.

9.1.1. ESTABILIZAR LA ZONA EURO

9.1.1.1. Los distintos instrumentos de asistencia financiera

Aunque los comienzos de la crisis financiera se pueden situar en septiembre de 2008 con el anuncio de la quiebra de Lehman Brothers, la fecha clave en relación con la cri-

¹ Discurso del Presidente Van Rompuy en la conferencia anual de jefes de delegaciones de la Unión Europea, disponible en http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ec/138655.pdf (última visita, 31 de octubre de 2013)

² Lehman Brothers se declara en quiebra el 15 de septiembre de 2008.

³ Ver en particular Lorenzo Bini Smaghi, Miembro del Consejo Ejecutivo del Banco Central Europeo, conferencia titulada «Challenges for the Euro Area and the World Economy» pronunciada el 28 de mayo de 2010 en la 63 conferencia plenaria de «The group of Thirty». Disponible en <http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2010/html/sp100528.en.html>



sis del euro es sin lugar a dudas, octubre de 2009 cuando el recién estrenado gobierno griego anuncia que, para el año 2009, el déficit público de Grecia será del 12,7 % del PIB y que la deuda acumulada representará un 124,9% del PIB⁴. Sin volver sobre los riesgos de contagio al resto de la zona euro, podemos decir que los Estados de la zona euro acordaron en mayo de 2010 prestar una ayuda financiera a Grecia, para evitar una mayor catástrofe a escala europea.

Los Estados miembros de la zona euro (Eurogrupo) acordaron en marzo de 2010⁵ prestar una ayuda financiera a Grecia que se concretó en mayo de 2010, ante la presión de los mercados financieros. El 2 de mayo de 2010, los ministros de economía de la zona euro decidieron por unanimidad prestar 80 mil millones de euros a Grecia en concepto de préstamos bilaterales mancomunados⁶, siguiendo el mecanismo utilizado tradicionalmente por el Fondo Monetario Internacional (que por su parte prestó también unos 30 mil millones de euros a Grecia). El desembolso de los 80 mil millones estuvo condicionado a la adopción por parte de Grecia de un plan de ajustes económicos con el fin de restablecer su credibilidad ante los mercados financieros. Cada Estado contribuyó en proporción de su aportación al capital del Banco Central Europeo. A pesar de tratarse de un sistema de ayuda bilateral, acordado fuera del marco legal de la Unión Europea, la Comisión Europea fue la encargada de verificar el cumplimiento de las obligaciones impuestas a Grecia.

Paralelamente a la ayuda prestada a Grecia, y ante los riesgos ya palpables de contagio a otras economías europeas, los Jefes de Estado y de Gobierno pensaron en un mecanismo europeo de ayuda financiera, susceptible de ser activado en caso de petición por un Estado. Sin demora, el ECOFIN –es decir los 27 ministros de economía y finanzas de los Estados miembros– adoptó el 11 de mayo de 2010 el Reglamento 407/2010 «por el que se establece un Mecanismo Europeo de Estabilización Financiera»⁷. Ese mecanismo tiene una capacidad de préstamo de 60 mil millones de euros que se debe a dos principales razones: primero por su carácter de urgencia⁸ y

⁴ Recordemos que según el Pacto de Estabilidad y de Crecimiento, el artículo 126 TFUE y el protocolo sobre el procedimiento aplicable en caso de déficit excesivo ajeno al Tratado de la Unión Europea (nº12), los Estados miembros de la zona euro no pueden tener un déficit público superior al 3 % del PIB ni una deuda pública superior al 60 % del PIB.

⁵ Véanse conclusiones del Consejo Europeo del 25 y 6 de marzo de 2010, http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/es/ec/113613.pdf

⁶ Para una descripción de los instrumentos jurídicos utilizados para el préstamo de los 80 mil millones, véase Alberto de Gregorio Merino, «Legal Developments in the Economic and Monetary Union during the debt crisis: the mechanisms of financial assistance», *Common Market Law Review*, nº 49, 2012, p. 1617. Básicamente, el préstamo se pudo conseguir primero después de un acuerdo entre los Estados prestadores y luego un acuerdo entre Grecia y los Estados prestadores, con un memorándum de acuerdo que especifica las condiciones que debe cumplir Grecia para que el capital sea desembolsado.

⁷ Consultable en: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2010:118:0001:0001:ES:PDF>

⁸ El considerando 5 del reglamento explica: «A fin de hacer frente a esta situación excepcional que los Estados miembros no pueden controlar, resulta necesario instaurar de inmediato un mecanismo de estabilización de la Unión para preservar la estabilidad financiera en Europa. Tal mecanismo debe permitir a la Unión dar una respuesta coordinada, rápida y eficaz a las dificultades agudas padecidas por un determinado Estado miembro. Su activación se hará en el contexto de un apoyo conjunto UE/Fondo Monetario Internacional (FMI)».



segundo, por estar condicionado al dinero disponible en el presupuesto europeo en el momento de adopción del Reglamento⁹. Siendo un mecanismo propio de la Unión Europea debe estar respaldado por el presupuesto de la Unión disponible en el momento de adopción del Reglamento. Siguiendo el modelo diseñado para el primer rescate de Grecia, la activación de cualquier ayuda financiera fue condicionada a un plan de ajuste económico y financiero, controlado estrechamente por la Comisión Europea (el BCE estuvo también plenamente asociado al procedimiento). Como es bien sabido, los mecanismos de ayuda proporcionados en el Reglamento se activaron para ayudar a Irlanda y Portugal.

El Mecanismo Europeo de Estabilización Financiera fue adoptado en base al artículo 122 TFUE que reza en su apartado 2: «En caso de dificultades o en caso de serio riesgo de dificultades graves en un Estado miembro, ocasionadas por catástrofes naturales o acontecimientos excepcionales que dicho Estado no pudiese controlar, el Consejo, a propuesta de la Comisión, podrá acordar, en determinadas condiciones, una ayuda financiera de la Unión al Estado miembro en cuestión. El Presidente del Consejo informará al Parlamento Europeo acerca de la decisión tomada.» Aunque se pueda dudar de la pertinencia del artículo 122.2 TFUE como base jurídica, el Consejo de Ministros consideró que una situación económica tal que necesite una ayuda financiera por parte de la Unión Europea se pueda deber a causas excepcionales que escapan al control del Estado miembro necesitado¹⁰. Por lo tanto, el artículo 122 TFUE pudo ser utilizado para justificar la legalidad del mecanismo. Aunque parte de la doctrina se mostró escéptica con tal interpretación¹¹ (¿cómo, en efecto, no pensar que los Estados miembros que puedan necesitar una ayuda financiera por parte de la Unión Europea tienen algo que ver con la situación económica y financiera en la que se encuentran?), todas las instituciones de la Unión Europea la hicieron suya, incluso el propio Tribunal de Justicia de la Unión Europea en el asunto *Pringle* de noviembre de 2012¹².

⁹ Artículo 2.2 del Reglamento. En el momento pues de adopción del reglamento, estaban disponibles «solo» 60 mil millones de euros.

¹⁰ Dice textualmente en los considerandos 1 a 4: «(1) El artículo 122, apartado 2, del Tratado prevé la posibilidad de conceder una ayuda financiera de la Unión a un Estado miembro que esté en dificultades o en serio riesgo de dificultades graves, ocasionadas por acontecimientos excepcionales que dicho Estado no pudiese controlar.

(2) Tales dificultades pueden estar causadas por un deterioro grave del contexto económico y financiero internacional.

(3) La crisis financiera mundial y la recesión económica sin precedentes padecidas en el mundo a lo largo de los dos últimos años han perjudicado gravemente el crecimiento económico y la estabilidad financiera, provocando un acentuado deterioro de las posiciones de déficit y de deuda de los Estados miembros.

(4) La profundización de la crisis financiera ha inducido un grave deterioro de las condiciones de empréstito de varios Estados miembros, muy superior al que podrían explicar los indicadores económicos fundamentales. Se ha llegado a un punto en el que esta situación, si no se afronta con urgencia, podría constituir una seria amenaza para la estabilidad financiera de la Unión Europea en su conjunto.»

¹¹ Véase entre otros, Bruno de Witte y Thomas Beukers, «The Court of Justice approves the creation of the European Stability Mechanism outside the EU legal order: Pringle», *Common Market Law Review*, junio 2013, p. 805, citando a su vez, Ruffert «The European debt crisis and European Union Law», *Common Market Law Review*, 2011, p. 1777.

¹² TJUE, C-370/12, del 27 de noviembre de 2012, Thomas Pringle.



Sin embargo, vista la reducida capacidad de ese fondo, los mismos ministros de economía y finanzas de la zona euro (Eurogrupo) acordaron la creación de un nuevo fondo –esta vez provisional– de estabilidad financiera. Se había calculado que se necesitaba un fondo de unos 500 mil millones de euros para reforzar la credibilidad de la zona euro frente a los mercados financieros. Se creó por lo tanto, vía una decisión intergubernamental de los Estados miembros de la zona euro, el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF) el 10 de mayo de 2010¹³. Concretamente, los representantes de los gobiernos de los Estados miembros pertenecientes a la zona del euro «se comprometieron a prestar asistencia a través de una entidad instrumental garantizada por los Estados miembros participantes proporcionalmente, de forma coordinada y que vencerá a los tres años, de una cantidad de hasta 440.000 millones de euros, en función de su cuota en el capital desembolsado del Banco Central Europeo y respetando los requisitos constitucionales de los Estados miembros». Por otra parte, los veintisiete Estados miembros convinieron ese mismo día en que la Comisión podía ser «habilitada en este contexto por los Estados miembros pertenecientes a la zona del euro». De nuevo, a pesar de tratarse de un fondo intergubernamental, la Comisión Europea estuvo estrechamente implicada en la ejecución de las tareas asignadas al fondo.

El Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF) se creó como una sociedad anónima con domicilio en Luxemburgo y cuyos accionistas eran los Estados miembros de la zona euro. Tal y como explica la página del Fondo, «para cumplir con su misión, el Fondo emite bonos y otros instrumentos de deuda en los mercados de capital. El producto de esas emisiones se presta luego a los países, siguiendo un programa. El FEEF puede también intervenir en los mercados de bonos primario y secundario y financiar recapitalización de instituciones financieras a través de préstamos a gobiernos». Los accionistas garantizan los bonos emitidos por el Fondo, en función del capital invertido en el Banco Central Europeo. Se establece que el Fondo no podrá firmar nuevos programas de financiación a partir del 1 de julio de 2013. Durante su corta vida, el fondo prestó dinero a Grecia, Irlanda y Portugal¹⁴.

Conscientes de que el fondo creado en mayo de 2010 no era suficiente para garantizar la estabilidad financiera de la zona euro –principalmente por su carácter temporal–, los Estados miembros decidieron crear un mecanismo permanente en octubre de 2010¹⁵ llamado Mecanismo Europeo de Estabilidad, después de una necesaria reforma de los tratados europeos. El artículo 136 TFUE, primer artículo de los 3 relativos a

¹³ Decisión 9614/10 de los representantes de los gobiernos de los Estados miembros de la zona euro, reunidos en el Consejo de la Unión Europea. Disponible en: <http://register.consilium.europa.eu/pdf/es/10/st09/st09614.es10.pdf>

¹⁴ Para un detalle de todas las operaciones, véase: <http://www.efsf.europa.eu/about/operations/index.htm>

¹⁵ Véanse las conclusiones del Consejo Europeo del 28 y 29 de octubre de 2010: http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/es/ec/117505.pdf. El Eurogrupo hizo una propuesta concreta de diseño del nuevo mecanismo, basado principalmente en el Fondo de Estabilidad (Declaración del Eurogrupo del 28 de noviembre de 2010 consultable en el Anexo 2 de las conclusiones del Consejo Europeo del 11 de marzo de 2011: http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/es/ec/119812.pdf) que fue ratificada por el Consejo Europeo en diciembre de 2010 (http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/es/ec/118600.pdf).



«Disposiciones específicas a los Estados miembros cuya moneda es el euro» (Capítulo IV del Título VIII sobre Política Económica y Monetaria), fue reformado por la vía rápida (artículo 48.6 TUE) para poder permitir a los Estados de la zona euro crear un mecanismo permanente. Se añadió así un apartado 3 que dicta simplemente: «Los Estados miembros cuya moneda es el euro podrán establecer un mecanismo de estabilidad que se activará cuando sea indispensable para salvaguardar la estabilidad de la zona del euro en su conjunto. La concesión de toda ayuda financiera necesaria con arreglo al mecanismo se supeditará a condiciones estrictas.» Según parte de la doctrina¹⁶, ese artículo tiene un simple valor declarativo, lo que se explica por qué no se especifica el instrumento legal que pueden utilizar los Estados de la zona euro para crear ese mecanismo.

Basado en ese artículo, los Jefes de Estado y de Gobierno de la zona euro firmaron el 2 de Febrero de 2012 el Tratado constitutivo del Mecanismo Europeo de Estabilidad que entró en vigor el 8 de octubre de 2012, después de haber sido ratificado por los Estados partes¹⁷. El MEDE sustituyó al MEEF y al FEEF que, sin embargo, siguieron operando hasta el 30 de junio de 2013. Al igual que el FEEF, el MEDE es una organización internacional basada en Luxemburgo. Los 17 Estados partes al Tratado MEDE se han comprometido a suscribir en total un capital de 700 mil millones de euros, cada Estado aportando en función de su contribución al Banco Central Europeo. La capacidad de préstamo del MEDE es de 500 mil millones de euros. Bajo una estricta condicionalidad económica y financiera, el MEDE puede conceder préstamos a miembro del MEDE – incluido para la recapitalización de entidades financieras de un miembro del MEDE– y asistencia financiera precautoria. Puede además adquirir títulos de deuda soberana emitidos por un miembro del MEDE en el mercado primario así como realizar operaciones en el mercado secundario. La concesión de cualquier tipo de ayuda está condicionada al respeto estricto de unas condiciones económicas y financieras determinadas por la Comisión Europea (en colaboración con el Banco Central Europeo) en un Memorándum de Entendimiento, además de la previa ratificación por parte del Estado beneficiado del Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza en la Unión Económica y Monetaria (el llamado Pacto Fiscal). Las más importantes decisiones del MEDE serán adoptadas por el Consejo de Gobernadores (formado por los Ministros de Finanzas) por mutuo acuerdo, es decir unanimidad, salvo en caso de emergencia. Se prevé en efecto que las decisiones de ayuda –recomendada por la Comisión Europea y el Banco Central Europeo– se pueden adoptar en esos casos por una mayoría cualificada del 85%. Hasta el momento, el MEDE ha concedido ayuda financiera a Chipre por un valor de 3 mil millones de euro en la primavera de 2013 y a España para

¹⁶ Véase Alberto de Gregorio Merino, «Legal developments in the Economic and Monetary Union during the debt crisis: the mechanisms of financial assistance», *Common Market Law Review*, n° 49, 2012, p. 1629.

¹⁷ El propio Tratado preveía que entraría en vigor, una vez ratificado por los Estados que sumen el 90 % de los fondos atribuidos al Mecanismo. El Tribunal Constitucional Alemán dio su visto bueno a la ratificación en una sentencia del 12 septiembre 2012, relativa al Mecanismo Europeo de Estabilidad, al la modificación del artículo 136 TFUE así como al llamado Pacto Fiscal. Véase la nota de prensa en inglés del propio Tribunal Constitucional Alemán al respecto: <http://www.bundesverfassungsgericht.de/en/press/bvg12-067en.html>



recapitalizar algunos bancos españoles, hasta un máximo de 100 mil millones de euros en el invierno 2012¹⁸.

Así se acaba la historia de los múltiples fondos europeos de ayuda financiera, además del primer rescate a Grecia, que los Estados de la Unión Europea han podido acordar desde que estalló la crisis del euro. Representan solo una parte de los instrumentos adoptados en los últimos años para construir una Unión Económica y Monetaria.

9.1.1.2. El MEDE: razones jurídicas de su creación

Como hemos comentado previamente, la adopción del MEDE fue posible después de la revisión del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea por la vía rápida del artículo 48.6 del Tratado de la Unión Europea. Había que encontrar una solución compatible con los límites de los artículos 122 y 125 TFUE.

Por una parte, el artículo 122.2 TFUE no podía servir de base jurídica sabiendo que los Estados miembros de la zona euro querían establecer un mecanismo permanente, no simplemente para hacer frente a dificultades excepcionales. Había que encontrar una solución creíble y duradera. Mientras que en el Mecanismo de Europeo de Estabilización Financiera había sido creado sobre la base del artículo 122.2 del TFUE, el Consejo Europeo (diciembre 2010) justificó la imposibilidad de recurrir a esa base jurídica, «puesto que este mecanismo deberá salvaguardar la estabilidad financiera de la zona del euro en su conjunto», confirmando así su tesis de que el MEEF se había creado para ayudar los Estados a hacer frente a «circunstancias excepcionales». La filosofía era ahora distinta: se trataba no solo de poder ayudar a cualquier Estado (de la zona euro) en dificultad financiera sino de estabilizar en su conjunto la zona euro. Además de constituir un paso importante en la construcción de la Unión Económica y Monetaria, ese objetivo necesita una reforma de los Tratados para poder asentarse en una base jurídica sólida, tal y como afirmaban los Jefes de Estado y de Gobierno en las conclusiones del Consejo Europeo del otoño 2010.

Por otra parte, el propio artículo 125 parece prohibir cualquier *bailout* de un Estado miembro por parte de la Unión Europea, al decidir que «1. La Unión no asumirá ni responderá de los compromisos de los Gobiernos centrales»¹⁹. Está, por lo tanto, claro que la Unión Europea en su conjunto no se puede hacer responsable de las dificultades

¹⁸ Véase las explicaciones del propio MEDE al respecto: <http://www.esm.europa.eu/assistance/index.htm>

¹⁹ Precisamente, el artículo 125 TFUE establece: «1. La Unión no asumirá ni responderá de los compromisos de los Gobiernos centrales, autoridades regionales o locales u otras autoridades públicas, organismos de Derecho público o empresas públicas de los Estados miembros, sin perjuicio de las garantías financieras mutuas para la realización conjunta de proyectos específicos. Los Estados miembros no asumirán ni responderán de los compromisos de los Gobiernos centrales, autoridades regionales o locales u otras autoridades públicas, organismos de Derecho público o empresas públicas de otro Estado miembro, sin perjuicio de las garantías financieras mutuas para la realización conjunta de proyectos específicos. 2. Si fuese necesario, el Consejo, a propuesta de la Comisión y previa consulta al Parlamento Europeo, podrá especificar las definiciones para la aplicación de las prohibiciones a que se refieren los artículos 123 y 124 y el presente artículo.»



económicas de un Estado miembro, aunque el artículo 122 TFUE –que la doctrina interpreta como una excepción²⁰, una vía de escape a la prohibición del artículo 125 TFUE– permite, en un espíritu de solidaridad, y en caso de dificultades económicas excepcionales, que el Consejo, acuerde una ayuda financiera por parte de la Unión. Se considera en efecto que siendo las políticas económicas y fiscales de la competencia soberana de cada Estado, lo único que hasta las recientes reformas y en particular el Six-Pack requerían los Tratados era una amplia coordinación de las políticas económicas (art. 121 TFUE, bajo la vigilancia de la Comisión Europea), con la garantía de que existían unos mecanismos sancionadores en caso de no respetar los criterios del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (art. 126 – prohibición de déficits públicos excesivos y el Protocolo n° 12 del TUE que se refiere al procedimiento aplicable en caso de déficit excesivo). En otras palabras, como explica Alberto de Gregorio Merino, «the purpose of Article 125 TFEU is to ensure budgetary discipline by forcing Member States to follow the logic of market when incurring public debt»²¹. El propósito del artículo 125 TFUE está confirmado también por el artículo 126 TFUE que permite sancionar los excesivos déficits públicos de los Estados miembros.

Como es bien sabido, la cláusula de *no-bailout* fue la condición impuesta por Alemania y Francia para la creación del euro: en el caso alemán, por no tener que hacerse eventualmente responsable de la mala situación económica de otros socios europeos, y en el caso francés, por seguir teniendo las riendas de su política económica, fiscal y social²².

Además de la prohibición del artículo 125 TFUE, conviene mencionar la del artículo 123 TFUE que prohíbe al Banco Central Europeo y los bancos centrales conceder créditos a los Estados miembros (aunque el BCE pueda comprar deuda soberana en el mercado secundario tal y como lo hizo desde que estalló la crisis del euro²³) y la del artículo 124 TFUE relativa al acceso privilegiado de los Estados miembros a créditos vía instituciones financieras.

En relación con la creación del mecanismo permanente de estabilidad financiera, la solución encontrada para «esquivar» entonces la prohibición del artículo 125 TFUE fue

²⁰ Véase en particular, Jean-Victor Louis, «Guest editorial: the no-bailout clause and rescue packages», *Common Market Law Review*, n° 47, 2010, p. 983.

²¹ Alberto de Gregorio Merino, «Legal Developments in the Economic and Monetary Union during the debt crisis: the mechanisms of financial assistance», *Common Market Law Review*, n° 49, 2012, p. 1627.

²² Es interesante en ese contexto de transformación de la Unión Económica y Monetaria, leer el libro de T. Klau y J. Quatremer, «Ces hommes qui ont fait l'euro», Plon, 1999. En particular el capítulo 6.

²³ Véase Decisión del Banco Central Europeo 2010/5 del 14 de mayo de 2010. Consultable en http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/l_12420100520ces00080009.pdf

Al principio de 2012, el BCE había comprado ya 220 mil millones de euros de bonos de Estados de la zona euro. Ese programa se acabó a lo largo de 2012.

Además, en septiembre de 2012, Mario Draghi anunció un nuevo programa de compra ilimitada de obligaciones públicas (OMT: Outright Monetary Transaction). Sobre la legalidad de los OMT (¿ese programa va más allá de la misión del SBCE que es la de garantizar la estabilidad de los precios?), véase el post de Antonio Estella, «Es el programa OMT del BCE ilegal?», <http://blogs.elpais.com/the-screwdriver/2013/06/es-el-programa-omt-del-bce-illegal.html>

De momento, ningún programa OMT ha sido lanzado.



añadir un tercer apartado al artículo 136 TFUE. Como hemos explicado anteriormente, ese apartado prevé la posibilidad únicamente para los Estados de la zona euro (el artículo 136 TFUE se inscribe dentro de las «disposiciones específicas para los Estados miembros cuya moneda es el euro» Capítulo IV del Título VIII del TFUE sobre «Política económica y monetaria») de crear un fondo permanente de rescate²⁴.

Para reformar el artículo 136 TFUE, los Estados miembros utilizaron la vía rápida de reforma de los Tratados consagrada por el artículo 48.6 TUE. Existe en efecto dos posibles procedimientos para poder llevar a cabo la reforma de los Tratados de la Unión Europea: uno largo, el llamado ordinario (artículo 48.2) que se refiere la convocatoria de una Convención (conferencia intergubernamental ampliada, siguiendo el modelo al que se recurrió para proponer una Constitución para la Unión Europea) y, por supuesto, a la ratificación unánime por parte de todos los Estados miembros. Aunque el proceso de elaboración del texto reformado tiene el inmenso mérito de intentar estar abierto y transparente²⁵, la experiencia ha demostrado que el proceso de ratificación puede ser complicado y arriesgado. En efecto, todos los Estados miembros (en 2010, eran 27) tienen que dar su visto bueno a la reforma, siguiendo sus propias normas constitucionales de ratificación de acuerdos internacionales, vía parlamentaria o vía referendaria. En otros términos, si un Estado se opone, la reforma del Tratado no puede entrar en vigor aunque haya sido ratificada por una mayoría de Estados miembros. Acordémonos de la fallida ratificación de la Constitución Europea (2005) o de la caótica ratificación del Tratado de Lisboa (2008), después de un primer rechazo por parte de los irlandeses²⁶. Es claramente una de las paradojas de la democracia en la Unión Europea: aunque una mayoría de ciudadanos europeos (directa o indirectamente) ha expresado su acuerdo a una revisión de los Tratados Europeos, basta que una mayoría de ciudadanos en un solo Estado Miembro se oponga para que el Tratado revisado no pueda entrar en vigor.

A diferencia del proceso ordinario de reforma de los Tratados que se puede referir a un aumento o una reducción de las competencias atribuidas a la Unión Europea, el proceso de revisión simplificado (art. 48.6) precisa que la reforma no podrá «aumentar las competencias atribuidas a la Unión por los Tratados». Además, la revisión debe referirse a la totalidad o parte de «las disposiciones de la tercera parte del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea, relativas a las políticas y acciones internas de la Unión». En caso de adecuarse a esas dos condiciones y después de consultar al Parlamento Europeo, la Comisión Europea y el Banco Central Europeo, será el Consejo Europeo, por unanimidad quien apruebe la revisión (vía una Decisión) que, de nuevo, tendrá que ser ratificada por cada uno de los Estados miembros. En el caso específico de la reforma del artículo 136

²⁴ Art. 136.3 TFUE: «Los Estados miembros cuya moneda es el euro podrán establecer un mecanismo de estabilidad que se activará cuando sea indispensable para salvaguardar la estabilidad de la zona del euro en su conjunto. La concesión de toda ayuda financiera necesaria con arreglo al mecanismo se supeditará a condiciones estrictas.»

²⁵ Ver por ejemplo lo que pasó con la Convención para una Constitución para la Unión Europea, véase en particular: JM Areilza y MJ Garot, «España y la reforma constitucional europea» in *Perspectivas Exteriores 2004*, «Los intereses de España en el mundo», p. 89.

²⁶ Véase JM Areilza y MJ Garot, «Europa sin Europeos: la ratificación del Tratado de Lisboa y el contexto de crisis política», *Novos Estudios Jurídicos*, Vol. 14, nº 1, p. 23, 2009.



TFUE, el Consejo Europeo adoptó la decisión de revisión de ese artículo en la Decisión 2011/199. Esa solución no dejó de plantear dudas no sólo a parte de la doctrina sino también a ciudadanos europeos, como fue precisamente el caso del Señor Thomas Pringle²⁷. ¿Cómo decir, en efecto, que el nuevo apartado 3 no añade ninguna competencia a la Unión cuando se autoriza a los Estados miembros de la zona euro a crear un nuevo mecanismo de estabilidad financiera con unas tareas que podrían a su vez chocar con la prohibición del artículo 125 TFUE? Es todo el ejercicio de «contorsionismo» que han hecho tanto el Consejo Europeo como el Tribunal de Justicia para permitir la creación del MEDE.

Para el Tribunal de Justicia de la Unión Europea, la decisión del Consejo es perfectamente legal, siguiendo el procedimiento simplificado de revisión del Tratado adecuado. Resumiendo, el Tribunal considera que la reforma no contradice el artículo 3.1c) del TFUE que reconoce que «la política monetaria de los Estados miembros cuya moneda es el euro» es una competencia exclusiva de la Unión Europea. Por lo tanto, la revisión no supone una revisión de la primera parte del TFUE («Principios») porque el objetivo del mecanismo de estabilidad es distinto de los objetivos de la política monetaria de mantener la estabilidad de los precios (art.119.2 TFUE), competencia exclusiva de la Unión Europea. El Tribunal considera que el mecanismo constituye una medida de política económica, ámbito en el cual los Estados –acorde con el artículo 5 TFUE– simplemente se coordinan, siguiendo disposiciones específicas en el caso de los Estados de la zona euro. Así concluye el Tribunal de Luxemburgo, «Teniendo en cuenta los objetivos asignados al mecanismo de estabilidad cuyo establecimiento prevé el artículo 1 de la Decisión 2011/199, los medios previstos para lograrlos y el estrecho nexo existente entre ese mecanismo y las disposiciones del Tratado FUE relativas a la política económica así como el marco normativo para el reforzamiento de la gobernanza económica de la Unión, se ha de concluir que el establecimiento del referido mecanismo está incluido en el ámbito de la política económica» (apartado 60). Por lo tanto, los Estados miembros cuya moneda es el euro, pueden construir ese mecanismo sin ir en contra de la política monetaria, competencia exclusiva de la Unión. Además, la creación del mecanismo no supone una nueva competencia para la Unión, justamente porque incumbe solo a los Estados miembros de la zona euro crear ese mecanismo. El Derecho de la Unión Europea les autoriza a celebrar convenios internacionales fuera del ámbito de la Unión Europea. Los ejemplos no faltan: Convenio de Bruselas, Acuerdos y Convenio de Schengen... El Tribunal advierte sin embargo que el Tratado internacional –firmado por los Estados de la zona euro– por el cual se crea el MEDE debe respetar el Derecho de la Unión Europea (apartado 68). De allí que va a decidir si se adecua a los artículos 122, 123, 125 TFUE y a las atribuciones de las distintas instituciones de la Unión Europea.

En cuanto al artículo 122 TFUE, el Tribunal considera, como el Consejo Europeo, que siendo la vocación del MEDE permanente y además para asegurar la estabilidad financiera en su conjunto de la zona euro (ap. 65), no va en contra del artículo 122 (que se refiere a una ayuda financiera otorgada por la Unión). Considera además que ese

²⁷ TJUE, C- 370/12 del 27 de noviembre de 2012. El Señor T. Pringle desafió la creación del MEDE ante la High Court de Irlanda, que a su vez planteó varias cuestiones prejudiciales al Tribunal de Luxemburgo, tanto a validez (de la propia Decisión 2011/199) como de interpretación de varios artículos de los Tratados.



mismo artículo 122 TFUE no hubiera podido servir de base jurídica a la creación del MEDE. Siempre y cuando el Tratado internacional por el que establece el MEDE respete el Derecho de la Unión Europea.

En cuanto al artículo 123, prohíbe que el Banco Central Europeo y los bancos centrales de los Estados miembros autoricen descubiertos o concedan cualquier otro tipo de créditos a favor de las autoridades y organismos públicos de la Unión y de los Estados miembros, así como la adquisición directa a los mismos de instrumentos de deuda. Sin entrar en detalle, el Tribunal considera que «la concesión de una asistencia financiera por un Estado miembro o por un conjunto de Estados miembros no está incluida en esa prohibición» (ap.125).

Finalmente, en relación con la prohibición del artículo 125 TFUE de *bailout*, el Tribunal recurre a una interpretación teleológica del mismo, en relación con la política monetaria de la Unión Europea. Considera en efecto que «el artículo 125 TFUE trata de asegurar que los Estados miembros observan una política presupuestaria sana. [...] En efecto, la prohibición enunciada en el artículo 125 TFUE garantiza que, cuando contraigan deudas, los Estados miembros permanezcan sujetos a la lógica del mercado, la cual debe incitarles a mantener una disciplina presupuestaria. El respeto de esa disciplina contribuye a escala de la Unión a la realización de un objetivo superior, a saber, el mantenimiento de la estabilidad financiera de la unión monetaria.» (ap.135). El MEDE va precisamente en esa dirección, cuando el otorgamiento de ayuda financiera está condicionado al cumplimiento estricto de rigor económico y financiero. Además, el Tratado MEDE no exime el Estado ayudado de sus responsabilidades frente a sus acreedores, por lo tanto, los Estados miembros prestan dinero pero no se hacen responsables de la deuda del Estado beneficiario. Incluso en el caso de la compra por el MEDE en el mercado primario de títulos de deuda soberana emitidos por un miembro del MEDE, el Tribunal considera que se equipará a la concesión de un préstamo. En otras palabras, no se trata de una «mutualización» de la deuda, simplemente de un mecanismo de ayuda financiera, fuera del marco de la Unión Europea. En ningún caso, la Unión Europea en su conjunto asume ni responde de los compromisos de un Estado endeudado.

En suma, el caso *Pringle* ha permitido legitimar la creación del MEDE²⁸, sin contradecir la creación de los dos fondos anteriores (el carácter declaratorio del artículo 136.3 TFUE no implica una interpretación contraria a la utilizada para justificar jurídicamente la creación del FEEF y de las otras ayudas a Grecia). Sin embargo, como se ha construido al margen del derecho de la Unión Europea propiamente dicho, Bruno de Witte explica que para que el MEDE sea integrado al marco de la Unión Europea, o bien habría que reformar los Tratados de nuevo, o bien utilizar la vía del artículo 352 TFUE²⁹.

²⁸ Paul Craig, «Pringle, legal reasoning, text, purpose and teleology», *Maastricht Journal of European and Comparative Law*, 2013, p. 11.

²⁹ Bruno de Witte y Thomas Beukers, «The Court of Justice approves the creation of the European Stability Mechanism outside the EU legal order: Pringle», *Common Market Law Review*, junio 2013, p. 834. El artículo 352 TFUE permite fundamentalmente reconocer nuevos poderes de actuación a la Unión Europea, siempre y cuando sean necesarios para «alcanzar uno de los objetivos fijados» por los Tratados. En ese caso, el Consejo de Ministros deberá pronunciarse por unanimidad. Es una manera en efecto de reconocer nuevas competencias a la Unión Europea que no están originalmente previstas por los Tratados pero que se revelan necesarias para alcanzar unos de sus objetivos.



9.1.2. GOBERNAR LA UNIÓN MONETARIA Y ECONÓMICA

9.1.2.1. Los instrumentos de gobernanza económica y fiscal: del Six-Pack al Two-Pack, pasando por el Fiscal Compact

Las soluciones adoptadas para consolidar la Unión Monetaria y Económica (UEM) se refieren por otro lado –en complemento de las soluciones de estabilización financiera– a la gobernanza económica dentro de la zona euro. Se trata de crear una verdadera Unión económica y fiscal más allá de la simple cooperación de los Estados miembros en materia de política económica, con todas las posibles repercusiones que puede tener sobre las políticas fiscales de cada Estado miembro. La crisis ha demostrado con dramatismo que no puede haber una moneda única –es decir una Unión Monetaria– sin una política económica común, Unión Económica³⁰. Dos facetas de una misma moneda que habían sido contempladas simplemente a medias por el Tratado de Maastricht. Por supuesto, existe todo un debate en torno al porqué de esas importantes lagunas desde los orígenes de la Unión Económica y Monetaria³¹, sabiendo que crear una Unión Monetaria puede llevar los Estados miembros a renunciar a parte de su soberanía en temas de política económica, política social, política fiscal.

En su «plan director para una Unión Económica y Monetaria profunda y auténtica»³² (noviembre 2012), la Comisión Europea elabora una lista de puntos débiles de la UEM antes de proponer una serie de soluciones. Entre esos puntos débiles, se encuentran en particular el cumplimiento insuficiente del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC)³³

³⁰ Véase también la opinión de economistas al respecto. En particular EuropeG, *¿Avanza realmente la Unión Económica hacia una Unión Fiscal?*, Policy Brief, diciembre 2012 que cita entre otros autores a Bordo, MD, Markiewicz A y Jonung L (2011), Buiters W and Rahbari E...

³¹ Según José Areilza y José Ignacio Torreblanca, «Por un lado están los que consideran que la crisis se origina en el incumplimiento de unas normas que, en lo esencial, son correctas y garantes de la estabilidad; por otro se encuentran los que atribuyen la crisis a un diseño defectuoso de la unión monetaria, considerando secundaria la cuestión del grado de cumplimiento de dichas normas.» En «¿Cómo salir de la crisis del euro? Una visión desde España», *Política Exterior*, 14 de junio de 2012, <http://ecfrmadrid.es/2012/06/14/una-hoja-de-ruta-para-salvar-el-euro-desde-espana/>

³² Comunicación de la Comisión Europea, «Un plan director para una Unión Económica y Monetaria profunda y auténtica. Apertura de un debate europeo», COM (2012) 777 final del 28 de noviembre de 2012.

³³ Recordar que el Pacto de Estabilidad y Crecimiento fue aprobado formalmente, sobre la base de los artículos 121 TFUE y 126 TFUE (ex artículo 99 y 104 TCE) en el Consejo Europeo de Ámsterdam de junio de 1997. Como explica la propia Comisión Europea: «El Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) es un conjunto de normas que alienta a los Estados miembros a mantener unas finanzas públicas saneadas. El PEC tiene dos vertientes: La vertiente preventiva, que pide a los Estados miembros que presenten un programa anual de estabilidad (países de la zona del euro) o de convergencia (el resto de los países), además de su Programa Nacional de Reforma. En este programa los Estados miembros indican cómo pretenden conseguir y mantener unas finanzas públicas saneadas a medio plazo. La Comisión puede entonces hacer recomendaciones políticas (en junio, dentro del Semestre Europeo) o, en caso necesario, presentar una propuesta al Consejo para que emita una advertencia rápida de déficit excesivo. La vertiente correctora, que regula el procedimiento de déficit excesivo (PDE). En virtud del PDE, si un Estado miembro incumple el déficit presupuestario del 3% establecido en el Tratado, el Consejo emite recomendaciones sobre la forma de resolver el problema. El incumplimiento de esas recomendaciones puede llevar a la imposición de sanciones a los países de la zona del euro.» http://ec.europa.eu/europe2020/europe-2020-in-a-nutshell/priorities/economic-governance/index_es.htm



y la falta de coordinación de las políticas económicas nacionales. El mismo diagnóstico es también compartido por el Presidente Van Rompuy en su informe «Hacia una auténtica Unión Económica y Monetaria»³⁴ (diciembre 2012).

Desde 2010, varias fueron las medidas— dentro y fuera del marco propiamente dicho de la Unión Europea— para intentar construir una Unión Económica y Monetaria, basada en un sistema de gobernanza económica eficaz. En noviembre de 2011, se aprobó primero el llamado «Six-Pack», consistente en 5 reglamentos europeos y una directiva³⁵ destinados a reformar la supervisión de las políticas económicas de los Estados miembros. Se trata de una reforma en profundidad del Pacto de Estabilidad y Crecimiento³⁶, tanto en su vertiente sancionadora³⁷ como su vertiente preventiva que pone todos los Estados miembros bajo la atenta supervisión —tanto económica como presupuestaria— de la Comisión Europea y del Consejo de la Unión Europea (Semestre Europeo). El llamado Six-Pack fue completado por el «Two-Pack»³⁸ que tiene como objetivo reforzar la supervisión presupuestaria de la zona euro y la coordinación de las políticas económicas de los Estados de la zona euro e introducir en el marco de la Unión Europea disposiciones del Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza. Además de esos instrumentos para reforzar la Unión Económica, en particular la gobernanza económica, 23 Estados miembros (17 de la zona euro más 6 de fuera) adoptaron el Pacto por el euro destinado a «reforzar la competitividad y la convergencia dentro de la Unión Europea»³⁹.

³⁴ Informe del Presidente Van Rompuy. 5 de diciembre de 2012 consultable en http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/es/ec/134207.pdf

³⁵ Reglamento (UE) n° 1173/2011 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de noviembre de 2011, sobre la ejecución efectiva de la supervisión presupuestaria en la zona del euro; Reglamento (UE) n° 1174/2011 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de noviembre de 2011, relativo a las medidas de ejecución destinadas a corregir los desequilibrios macroeconómicos excesivos en la zona del euro; Reglamento (UE) n° 1175/2011 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de noviembre de 2011, por el que se modifica el Reglamento (CE) n° 1466/97 del Consejo, relativo al refuerzo de la supervisión de las situaciones presupuestarias y a la supervisión y coordinación de las políticas económicas; Reglamento (UE) n° 1176/2011 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de noviembre de 2011, relativo a la prevención y corrección de los desequilibrios macroeconómicos; Reglamento (UE) n° 1177/2011 del Consejo, de 8 de noviembre de 2011, por el que se modifica el Reglamento (CE) no 1467/97, relativo a la aceleración y clarificación del procedimiento de déficit excesivo; Directiva 2011/85/UE del Consejo, de 8 de noviembre de 2011, sobre los requisitos aplicables a los marcos presupuestarios de los Estados miembros.

³⁶ Véase las explicaciones de la Comisión Europea acerca del «Six-Pack» : http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-11-898_en.htm

³⁷ Actualmente, 16 Estados miembros son objeto de un procedimiento por déficit excesivo. http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/sgp/corrective_arm/index_en.htm (última consulta: 31 de octubre de 2013)

³⁸ El «Two-Pack» consiste en dos reglamentos: REGLAMENTO (UE) N° 473/2013 DEL PARLAMENTO EUROPEO Y DEL CONSEJO de 21 de mayo de 2013 sobre disposiciones comunes para el seguimiento y la evaluación de los proyectos de planes presupuestarios y para la corrección del déficit excesivo de los Estados miembros de la zona del euro. REGLAMENTO (UE) N° 472/2013 DEL PARLAMENTO EUROPEO Y DEL CONSEJO de 21 de mayo de 2013 sobre el reforzamiento de la supervisión económica y presupuestaria de los Estados miembros de la zona del euro cuya estabilidad financiera experimenta o corre el riesgo de experimentar graves dificultades.

³⁹ Pacto adoptado por el Consejo Europeo del 11 de marzo de 2011. Consultable en: http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/es/ec/119812.pdf



Pero, lo que más ha llamado la atención, tanto mediática como académica, es el Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza (TECG) en la Unión Económica y Monetaria firmado el 2 de marzo de 2012 por 25 Estados miembros (es decir todos salvo Reino Unido y República Checa). En los considerandos del Tratado, los Estados firmantes recuerdan que siendo conscientes de la necesidad de considerar sus políticas económicas como «cuestión de interés común» y de mantener «unas finanzas públicas saneadas y sostenibles», desean establecer entre ellos unas normas específicas y un «mecanismo automático de adopción de medidas correctoras». Aunque el Tratado fue firmado por 25 de los 27 Estados miembros en aquella época, el TECG va dirigido en primer lugar a los Estados miembros de la zona euro. Sin embargo, el resto de los Estados firmantes pueden estar vinculados por la totalidad o parte de las disposiciones del Tratado, en materia de «pacto presupuestario» y de «coordinación de las políticas económicas y convergencia» (artículos 1.2 y 14.4).

Como es bien sabido (de hecho recibió tanta atención por eso), el TECG obliga los Estados a incluir en sus Constituciones la famosa «regla de oro» (art. 3.2 del Tratado) con todas las cuestiones constitucionales que pueda suscitar. La regla de oro significa básicamente que la situación presupuestaria de las administraciones públicas de los Estados debe ser de equilibrio o de superávit⁴⁰, en el sentido de los límites fijados por el reformado Pacto de Estabilidad y Crecimiento (art. 3.1). El TECG contiene también un título sobre «coordinación de las políticas económicas y convergencia», perfectamente en línea con las disposiciones existentes en el Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea, en particular, los artículos 121 y 136 TFUE. El artículo 10 del TECG abre la

⁴⁰ El artículo 3.1 del TECG reza: «1. Las Partes Contratantes aplicarán, además de sus obligaciones en virtud del Derecho de la Unión Europea y sin perjuicio de ellas, las normas establecidas en el presente apartado:

- a) la situación presupuestaria de las administraciones públicas de cada Parte Contratante será de equilibrio o de superávit;
- b) la norma establecida en la letra a) se considerará respetada si el saldo estructural anual de las administraciones públicas alcanza el objetivo nacional específico a medio plazo, definido en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento revisado, con un límite inferior de déficit estructural del 0,5 % del producto interior bruto a precios de mercado. Las Partes Contratantes garantizarán la rápida convergencia hacia su respectivo objetivo a medio plazo. El calendario para lograr dicha convergencia lo propondrá la Comisión Europea tomando en consideración los riesgos específicos para la sostenibilidad de cada país. Los avances hacia el objetivo a medio plazo y su observancia serán objeto de una evaluación global que tome como referencia el saldo estructural e incluya un análisis del gasto excluidas las medidas discrecionales relativas a los ingresos, en consonancia con el Pacto de Estabilidad y Crecimiento revisado;
- c) las Partes Contratantes podrán desviarse temporalmente de su objetivo a medio plazo respectivo o de la senda de ajuste hacia dicho objetivo únicamente en las circunstancias excepcionales definidas en el apartado 3, letra b);
- d) cuando la proporción entre la deuda pública y el producto interior bruto a precios de mercado esté muy por debajo del 60 % y los riesgos para la sostenibilidad a largo plazo de las finanzas públicas sean bajos, el límite inferior del objetivo a medio plazo especificado en la letra b) podrá alcanzar un déficit estructural máximo del 1 % del producto interior bruto a precios de mercado;
- e) en el caso de que se observen desviaciones significativas del objetivo a medio plazo o de la senda de ajuste hacia dicho objetivo, se activará automáticamente un mecanismo corrector. Este mecanismo incluirá la obligación de la Parte Contratante de que se trate de aplicar medidas para corregir las desviaciones en un plazo de tiempo determinado.



posibilidad de desarrollar unas cooperaciones reforzadas en «cuestiones que sean esenciales para el correcto funcionamiento de la zona del euro, sin perjudicar al mercado interior». Finalmente, el Título V se refiere a la «gobernanza de la zona euro» y reconoce la existencia de la Cumbre del Euro, compuesta por los Jefes de Estado o de Gobierno de los Estados de la zona euro además del Presidente de la Comisión Europea, al que estará invitado el Presidente del Banco Central Europeo. Se reunirán al menos dos veces al año. Los Estados firmantes que no son de la zona euro podrán participar en la Cumbre del Euro cuando se aborden cuestiones de interés para todos los miembros del Tratado. El Presidente de la Cumbre del Euro será elegido por los Estados de la zona euro por un mandato de dos años y medio, al mismo tiempo que el Presidente del Consejo Europeo.

Las instituciones europeas tienen un papel relevante en la consecución de los objetivos –disciplina presupuestaria– del Tratado de Estabilidad, en particular el Tribunal de Justicia de la Unión Europea que tiene encomendada la tarea de comprobar que los Estados firmantes hayan incorporado la regla de oro en sus normas constitucionales, bajo pena de sanciones (que el Consejo de la UE podrá adoptar a propuesta de la Comisión Europea, y salvo que se opongan una mayoría calificada de Estados –art. 7–). La institución que menos protagonismo tiene en el proceso de supervisión presupuestaria y de coordinación de políticas económicas es claramente el Parlamento Europeo que será, en el mejor de los casos, invitado en la persona de su Presidente a comparecer ante la Cumbre del Euro simplemente a título informativo. Se fomenta además la organización de reuniones entre comisiones «pertinentes» del Parlamento Europeo y de los Parlamentos nacionales para discutir de «políticas presupuestarias y otras cuestiones del ámbito» del Tratado.

Siendo un Tratado internacional, los Estados contratantes han podido fijar reglas específicas de entrada en vigor. Decidieron que el Tratado iba a entrar en vigor el 1 de enero de 2013, después de haber sido ratificado por al menos 12 Estados de la zona euro (art. 14.3). Como Finlandia lo ratificó en diciembre de 2012, pudo efectivamente entrar en vigor en enero de 2013⁴¹.

De nuevo con ese Tratado, los Estados miembros y más aún los de la zona euro, están estrechamente vigilados en materia económica. Está claro que los Estados en su conjunto ya no se fían ni de sus socios, ni tampoco de las virtudes de los mercados financieros⁴²

⁴¹ Al respecto, se puede leer el interesante análisis jurídico-político de esa regla de entrada en vigor: Carlos Closa, «Jugando a ratificar: las reglas de entrada en vigor del nuevo Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza del euro», *Real Instituto Elcano*, ARI 15/2012,7/3/2012.

⁴² El análisis económico de las implicaciones de una Unión Fiscal realizado por el EuropeG (Grupo de Opinión y Reflexión en Económica Pública), es muy interesante. Explica: «En definitiva, lo que nos dicen las lecciones de la historia y de la experiencia comparada es que existen dos arquetipos básicos. Según uno de ellos, el mercado es el mecanismo más adecuado para promover la disciplina presupuestaria de los gobiernos sub-centrales, lo que va acompañado de la aceptación del riesgo de *default* (no *bail-out*) y del hecho de que los ingresos de estos gobiernos estén fuertemente vinculados a su base fiscal. Según el otro, el mecanismo para alcanzar la disciplina presupuestaria es de carácter jerárquico, impuesto por el gobierno central, que a cambio, debe garantizar, directa o indirectamente, el rescate en caso de peligro de *default*, y los gobiernos sub-centrales tienen solo un grado limitado de actuación para determinar sus propios recursos», en «¿Avanza realmente la Unión Europea hacia una Unión Fiscal?», Policy Brief nº 3, diciembre 2012, p. 7.



para estructurar las políticas económicas nacionales en una dirección coherente. Es decir que el mercado ya no es el mecanismo más adecuado para promover la disciplina presupuestaria de los gobiernos, tal y como habían parecido pensar los autores del Tratado de Maastricht. Falta más control sobre los Estados, aunque tenga que provenir de instrumentos ajenos al marco de la Unión Europea. En suma, en palabras del Profesor Dehousse, «the “fiscal compact” may appear to be the formal abandonment of the laxity that has marked the first decade of the single currency, a move that, among others, is meant to assuage market fears regarding the euro’s sustainability»⁴³.

De allí que la principal virtud del TCEG sería casi más psicológica que jurídica sabiendo que añade muy poco en relación con los 5 reglamentos y la directiva del Six-Pack adoptado unos meses antes.

9.1.2.2. ¿Por qué un TCEG fuera del marco de la UE?

En efecto, las razones que pueden explicar la adopción del TCEG son de nuevo tanto políticas como jurídicas (y en ese caso, más políticas que jurídicas). Miguel Maduro da una explicación política muy convincente: dado que el Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza no añade sustancialmente nada o muy poco (aparte de la famosa «regla de oro») al anterior Six-Pack, tiene principalmente un valor político⁴⁴. Según el antiguo abogado general del Tribunal de Justicia de la Unión Europea, «this Treaty has a political function [...]. It allows Mrs Merkel to sell in Germany certain things that she knows need to be done but that she is not able to sell to her own political public opinion otherwise»⁴⁵. Eso sería entonces una primera razón. La segunda se debe al rechazo de Reino Unido a modificar los Tratados de la Unión Europea para incluir la regla de oro en los Tratados. Por eso, los Jefes de Estado y de Gobierno decidieron adoptar un Tratado internacional que recoja las principales medidas de estabilidad presupuestaria y de gobernanza acordadas anteriormente⁴⁶.

Adoptar un Tratado internacional en lugar de reformar los Tratados europeos tiene varias consecuencias. Primero, las disposiciones del TCEG deben conformarse con el Derecho de la Unión Europea. En efecto, existe un principio de Derecho internacional, según el cual los Estados pueden concluir los acuerdos internacionales que quieran, siempre y cuando no vayan en contra de las obligaciones contratadas en otros compromisos internacionales. Por lo tanto, el TCEG afirma ese principio en su artículo 2.2: «El presente Tratado será de aplicación en la medida en que sea compatible con los Tratados en los que se fundamenta la Unión Europea y con el Derecho de la Unión Europea. No

⁴³ Renaud Dehousse, «The “Fiscal Compact”: legal uncertainty and political ambiguity», *Notre Europe*, Policy Brief, n° 33, February 2012.

⁴⁴ Véase Anna Hyvärinen, p. 8 en Anna Kocharov, «Another Legal Monster? An EUI debate on the Fiscal Compact Treaty», *EUI Working Papers*, Law 2012/09.

⁴⁵ Miguel Maduro p. 3, in Anna Kocharov, «Another Legal Monster? An EUI debate on the Fiscal Compact Treaty», *EUI Working Papers*, Law 2012/09.

⁴⁶ Véanse las conclusiones del Consejo Europeo del 9 de diciembre de 2011: http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/es/ec/126673.pdf



afectará a las competencias de la Unión para actuar en el ámbito de la Unión económica.» Obviamente, los Estados firmantes están también obligados por los principios generales del Derecho de la Unión.

Segundo, siendo un Tratado internacional, los Estados están libres de decidir las reglas de entrada en vigor, lo que permite evitar los riesgos relacionados con la exigencia de unanimidad en caso de revisión de los Tratados de la Unión Europea.

Tercero, y eso es un inconveniente, las disposiciones del Tratado internacional firmado por 25 Estados miembros de la Unión Europea no gozarán ni de la primacía ni del efecto directo del Derecho primario de la Unión Europea. Lo que puede explicar por qué se recurre a las constituciones nacionales para dar fuerza a la famosa regla de oro. Aunque la explicación no es convincente como explica Víctor Ferreres: «Ante la negativa del Reino Unido a proceder a una reforma de los Tratados para utilizar todos los recursos que potencialmente ofrece el Derecho de la Unión Europea, se ha emprendido un camino distinto, que consiste en elaborar un acuerdo intergubernamental que, entre otras cosas, utiliza a las Constituciones nacionales como instrumentos auxiliares. Hasta cierto punto, la Unión da muestras de debilidad cuando tiene que recurrir a las Constituciones de los Estados miembros para hacer efectivas sus normas»⁴⁷.

9.1.3. EL PAPEL DE LAS INSTITUCIONES DE LA UNIÓN EUROPEA EN LA NUEVA ARQUITECTURA DE LA UEM

Cómo los dos principales instrumentos de solución de la crisis del euro son también tratados internacionales (MEDE y Fiscal Compact), conviene ver también en qué medida están –y pueden estar– las instituciones de la Unión Europea involucradas en esos dos acuerdos. Como hemos mencionado antes, los Estados de la Unión Europea que contraen entre sí un acuerdo internacional, siguen siendo obligados por sus compromisos europeos (los Tratados de la Unión Europea). Por lo que se refiere a las instituciones europeas, significa, entre otras cosas que los acuerdos instituciones no deberían añadirles nuevas competencias. Hay que distinguir sin embargo entre las distintas instituciones. En efecto, el propio Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea, en su artículo 273 reconoce la posibilidad de acudir al Tribunal de Justicia para que se pronuncie «sobre cualquier controversia entre Estados miembros relacionada con el objeto de los Tratados, si dicha controversia le es sometida en virtud de un compromiso»⁴⁸. Sabiendo que los dos acuerdos internacionales, tanto el MEDE como el TEGC tienen relación «con el objeto de los Tratados» (no hay lugar a dudas sobre ello), los dos hacen referencia en una medida distinta al papel que puede jugar el TJUE.

⁴⁷ Víctor Ferreres Comella, «La crisis del euro y la regla de oro: problemas constitucionales», *Actualidad Jurídica Uría y Menéndez*, Número extraordinario, 2012, p. 100.

⁴⁸ Esa posibilidad ha sido utilizada varias veces en la historia de los acuerdos internacionales concluidos entre Estados miembros, como por ejemplo es el caso del Convenio de Roma de 1980 (sobre la ley aplicable a las obligaciones contractuales) que reconoce la competencia del Tribunal en caso de conflictos entre los Estados firmantes del acuerdo.



El TCEG se acoge directamente (art. 8.3) a la posibilidad ofrecida por el artículo 273 TFUE y reconoce al Tribunal de Justicia de la Unión Europea la tarea, a petición de uno o varios Estados firmantes después de un informe de la Comisión Europea, de comprobar que los Estados miembros han incorporado en su derecho nacional (en su Constitución o cualquier otra norma del mismo rango) la regla de oro del artículo 3.1 del TCEG. En caso de sentencia de incumplimiento, el Estado incumplidor tiene la obligación de remediar el incumplimiento, bajo pena de sanción pecuniaria (siguiendo el modelo del recurso por incumplimiento en Derecho de la Unión Europea, contemplado en los artículos 258 a 260 del TFUE, aunque en el caso del TCEG la Comisión Europea juega un papel menor). La tarea del TJUE es, por consiguiente, modesta: solo tiene que comprobar la inclusión del artículo 3 TCEG en derecho nacional (y solo a petición de los Estados firmantes), en ningún caso, podrá comprobar que un Estado haya cumplido con los criterios de la regla de oro. Ese tipo de incumplimiento se rige por otras vías en las que la Comisión Europea, el Banco Central Europeo y el Consejo de la Unión Europea juegan un papel importante, es decir siguiendo las reglas ya establecidas en el Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea (art. 126 TFUE y Protocolo nº 12 sobre procedimiento en caso de déficit excesivo) y los reglamentos del Six-Pack. En otras palabras, el remedio de ese tipo de incumplimiento se hará por una vía «política» y en ningún caso judicial. Allí, el artículo 4 hace explícitamente referencia al artículo 126 TFUE: «La existencia de un déficit excesivo debido al incumplimiento del criterio de la deuda se decidirá de conformidad con el procedimiento establecido en el artículo 126 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea». Conforme al artículo 126 TFUE, es la Comisión, junto con el Consejo de la Unión, la encargada de vigilar el respeto de los criterios. Es el Consejo en última instancia, la institución que podrá imponer sanciones, recurribles ante el TJUE, como cualquier acto de derecho derivado del Derecho de la Unión Europea⁴⁹. Esa solución se encuentra de nuevo en los nuevos reglamentos de 1174/2011 y 1176/2011 (del llamado Six-Pack) que reforman el Pacto de Estabilidad y de Crecimiento.

Al igual que en el TCEG, el Tribunal de Justicia será competente para resolver en apelación cualquier disputa que pueda surgir entre los Estados firmantes (los de la zona euro) del Mecanismo Europeo de Estabilidad. En efecto, según el artículo 37.1 y 2, será el Consejo de Gobernadores del MEDE el encargado de resolver en primera instancia las controversias entre miembros del MEDE o entre el MEDE y uno de sus miembros. Se entiende, por el artículo 37.3 que podrá recurrir al TJUE solo una vez obtenida una decisión del Consejo de Gobernadores al respecto de la disputa: «Si un miembro del MEDE recurre la decisión a que se refiere el apartado 2, el asunto se someterá al Tribunal de Justicia de la Unión Europea. La sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea será vinculante para las Partes en el procedimiento, que adoptarán las medidas necesarias para dar cumplimiento a la misma dentro del período que fijará dicho Tribunal.» De nuevo, la sentencia del Tribunal tiene fuerza obligatoria y no podrá ser objeto de ningún recurso. De una cierta manera, pero solo en un segundo plano, el MEDE hace uso de la posibilidad ofrecida por el artículo 273 TFUE (considerando 16).

⁴⁹ Véase lo que pasó en 2004 C-27/2004 cuando el Tribunal de Justicia confirmó que el Consejo podía no seguir las recomendaciones de sanción de la Comisión Europea.



En cuanto a las otras instituciones, en particular la Comisión Europea y el Banco Central Europeo, están también estrechamente implicadas en la consecución de los objetivos tanto del TCEG como del MEDE.

En el caso del MEDE, el Sr. Thomas Pringle cuestionó la legalidad de la participación activa de ambas instituciones en base al artículo 13.2 del TUE que dicta que: «Cada institución actuará dentro de los límites de las atribuciones que le confieren los Tratados, con arreglo a los procedimientos, condiciones y fines establecidos en los mismos. Las instituciones mantendrán entre sí una cooperación leal». Lo que vendría a comprender que las instituciones se tienen que atener a las competencias descritas en los Tratados. El TJUE ha podido interpretar esa disposición de forma abierta en otras sentencias, haciendo de nuevo una interpretación teleológica de lo que podía aparecer como un límite infranqueable. Considera así que cuando no se trata de una competencia exclusiva (y la política económica no lo es), las instituciones pueden verse confiadas nuevas «tareas» que no van en contra de sus competencias. En efecto, según el TJUE, las tareas asignadas a la Comisión en el Tratado MEDE entran en el ámbito de aplicación de la política económica (competencia compartida) y no van en contra de la competencia general de la Comisión Europea tal y como está definida en el artículo 17 TUE de promover «el interés general de la Unión» y de supervisar «la aplicación del Derecho de la Unión». No cabe duda alguna que la tarea general del MEDE de asegurar la estabilidad financiera de la zona euro en la que participa la Comisión europea va claramente en el interés general de la Unión Europea. Asimismo, la elaboración de los Memoranda de Entendimiento entre el MEDE y el Estado beneficiario de una ayuda financiera por parte de la Comisión le permite velar por la compatibilidad con el Derecho de la Unión (ap. 164).

Lo mismo concluye el Tribunal de Justicia en relación con el Banco Central Europeo cuya principal misión es «prestar apoyo a las políticas generales de la Unión» (sin más explicaciones!).

Basado en ese razonamiento, podemos concluir que las participaciones de la Comisión y del Banco Central Europeo elaboradas en el TCEG no van tampoco en contra del artículo 13.2 TUE. Sobre todo, sabiendo que las tareas asignadas son las mismas que las reconocidas en el Six-Pack y en el Two-Pack.

Haciendo balance de los distintos instrumentos adoptados para remediar la crisis del euro y consolidar la Unión Económica y Monetaria, parece claro que las soluciones han tenido que encontrarse fuera del marco de la propia Unión Europea y del Derecho de la Unión Europea. Es una postura que se puede entender por distintos motivos aunque por supuesto conlleva unos riesgos que pueden afectar al futuro mismo del proyecto de integración europea.

9.1.4. LOS RIESGOS DE ESAS SOLUCIONES: ¿HASTA DÓNDE PUEDE EL SISTEMA SER FLEXIBLE SIN ROMPERSE?

9.1.4.1. ¿Dónde está el «método comunitario»?

Las soluciones encontradas para remediar la crisis del euro se han encontrado tanto dentro (Six-Pack, Two-Pack) como fuera del marco de la Unión Europea (MEDE,



TECG, Pacto por el Euro), lo que conlleva una serie de implicaciones de índole jurídico y político⁵⁰.

Aunque se trata de instrumentos con bases jurídicas distintas, dentro o fuera de los Tratados de la Unión Europea, se puede resaltar un rasgo común, la preeminencia del Consejo Europeo, institución intergubernamental por excelencia. En efecto, como se puede constatar a lo largo de este artículo, todas las nuevas iniciativas provienen de un impulso del propio Consejo Europeo y, en particular, de algunos Estados. Incluso, el propio TECG instituye formalmente la Cumbre del Euro, cuyos trabajos serán preparados por el Eurogrupo. Ese mayor protagonismo del Consejo Europeo en la arquitectura institucional de la Unión Europea no es sin embargo una tendencia nueva que se ha inaugurado con la crisis. El propio Tratado de Lisboa firmado en diciembre de 2007 consagra al Consejo Europeo como una institución en sentido clásico y el Eurogrupo como un órgano de la Unión Europea (véase protocolo 14). Los propios Estados, que son los «masters» de los Tratados, han querido darse mayor protagonismo en el proceso de decisión europea. La crisis les ofreció la oportunidad de poner en práctica ese nuevo rasgo. Obviamente, sus propuestas dentro del Consejo Europeo han tenido que ser «procesadas» posteriormente por las otras instituciones europeas para tener vida propia, de nuevo fuera o dentro del marco de la Unión Europea. Ese mayor protagonismo se ha hecho fundamentalmente en detrimento de la Comisión Europea –institución supranacional por excelencia– y del Parlamento Europeo. Aunque la Comisión Europea participa en la persona de su Presidente en las reuniones del Consejo Europeo, ha demostrado jugar un papel de segundo orden en el diseño de los instrumentos encontrados. Por supuesto, ha podido expresar su visión de las vías de actuación necesarias para remediar la crisis (véase por ejemplo su Plan director para una Unión económica y monetaria-COM (2012) 777 final) y presentar propuestas de reglamentos, directivas así como participar en la elaboración de los dos acuerdos internacionales (MEDE y TECG). Pero lo ha hecho bajo el mandato del Consejo Europeo, rara vez ha tenido la incitativa en términos políticos. Su papel se ha concentrado en ejecutar las decisiones del Consejo Europeo, volviéndose una institución puramente ejecutiva en sentido estricto, no en el sentido de un poder ejecutivo, de un Gobierno que impulsa proyecto. Y de hecho, todos los instrumentos adoptados refuerzan ese papel, tanto el Six-Pack, el Two-Pack como el MEDE (elaboración de los memorandos de entendimiento) o el TECG. Es verdad que con esos nuevos instrumentos, la Comisión Europea se ve encomendada la tarea de controlar los presupuestos nacionales y de orientar las políticas nacionales, incluso de proponer sanciones en caso de déficits excesivos. Pero es legítimo preguntarse si la Comisión Europea, al haber perdido parte de su poder de impulsar el proyecto europeo, sigue promoviendo «el interés general de la Unión» y tomando «las iniciativas adecuadas con este fin» (art. 17 TUE).

En cuanto al Parlamento Europeo, institución que representa a los ciudadanos europeos, también ha podido expresar su opinión, incluso participar directamente en la adopción de dos de los instrumentos comunitarios (Six-Pack y Two-Pack) pero parece

⁵⁰ Edoardo Chiti y Pedro Gustavo Teixeira, «The Constitutional implications of European responses to the financial and public debt crisis», *Common Market Law Review*, n° 50, 2013, p. 683.



quedarse al margen del proceso en los acuerdos MEDE y TEGG⁵¹. El Banco Central Europeo ha jugado por su parte un protagonismo importante (y más aun con los OMT), dentro de los límites de su mandato que no es otro que garantizar la estabilidad de los precios en la Unión Europea (art. 127 TFUE, las demás funciones del SBCE son «sin perjuicio» de esa principal de controlar la inflación...) y de las obligaciones de su estatuto, en particular en cuanto a su independencia se refiere.

En suma, con la crisis del euro asistimos a una redefinición de las tareas y misiones de ciertas instituciones europeas. Esa tendencia lleva indudablemente a cuestionar la evolución del llamado método comunitario en el que el Consejo Europeo impulsa el proyecto de integración europea, la Comisión es la «guardiana de los Tratados» y defiende el interés de la Unión Europea, el Parlamento Europeo participa conjuntamente con el Consejo de la Unión Europea en la adopción de los actos de la Unión Europea y el Tribunal de Justicia controla y sanciona la correcta aplicación del Derecho de la Unión Europea. El método comunitario es al fin y al cabo un justo equilibrio de poder entre instituciones y entre la Unión Europea («el interés» europeo) y los Estados miembros. ¿Puede esa tendencia, palpable de momento en el marco de la UEM afectar a otras políticas de la Unión Europea?

El método comunitario parece perderse no solo por la «utilización» de las instituciones sino también simplemente por la elección de los instrumentos. Dos de ellos son acuerdos internacionales en sentido estricto, incluso tres con el Euro Plus Pact. Es decir la UEM se consolida fuera del marco de la UE⁵², emprendiendo un camino al revés de algunas políticas que han pasado de ser competencias exclusivas de los Estados a ser competencias compartidas con la Unión Europea. Pensemos por ejemplo en la política migratoria: pasó de ser competencia exclusiva de los Estados aunque algunos pudieron cooperar entre ellos para establecer reglas en cuanto a cruce de las fronteras interiores y exteriores (vía los acuerdos de Schengen de 1985) a ser integrada en el Tratado de la Comunidad Europea con el Tratado de Ámsterdam (con la creación del Espacio de Libertad, Justicia y Seguridad). Lo mismo se podría decir de la política exterior de la Unión Europea que se ha integrado poco a poco en el marco del Derecho de la Unión, aunque siguiendo unas reglas específicas de elaboración y ejecución (segundo pilar con reglas de decisión todavía de estilo intergubernamental). Es decir que asistimos a un movimiento desde el exterior hacia el interior del marco europeo. En el caso de la UEM que forma parte del primer pilar (es decir el «comunitario») desde el Tratado de Maastricht, el proceso parece inverso, con una «exteriorización» de las competencias, de los procesos y de los instrumentos.

Tal proceso de pérdida progresiva del método comunitario es por muchas razones arriesgado. Primero, porque un instrumento firmado por algunos Estados miembros (e incluso en el caso del TEGG por todos salvo dos), es decir formalmente un acuerdo inter-

⁵¹ Haciendo el test, la expresión «Parlamento Europeo» aparece XX veces en el MEDE y XXX veces en el TEGG mientras que el Consejo de la UE aparece ...

⁵² Piotr Buras se refiere a una revolución silenciosa. Dice: «rather than supranationalism, what is emerging in response to the crisis is a new intergovernmentalism», p. 3, in «The EU's silent revolution», *Policy Brief, ECFR/87*, September 2013.



nacional, no gozará de los principios del propio Derecho de la Unión Europea, como los principios de primacía y de efecto directo. Esos dos principios que son principios generales del Derecho de la Unión Europea tienden básicamente a garantizar una aplicación uniforme del Derecho de la Unión Europea en todos los Estados miembros. Son por lo tanto principios de vital importancia para el Derecho de la Unión Europea porque garantizan que sea común a todos los Estados miembros y efectivo en cada uno de ellos. Esa exclusión vale para cualquier otro principio de Derecho de la Unión Europea, aunque obviamente los principios propios del Derecho internacional se aplicarán.

La segunda razón por la cual ese proceso de pérdida de método comunitario en el ámbito de la UEM puede ser arriesgado es el siguiente: el resultado del proceso diseñado es la división de los Estados miembros de la Unión Europea en tres grupos: los que están dentro, los que quieren estar y los que no quieren estar en la zona euro. De allí todos los temores expresados tanto por políticos como académicos de una dislocación de la Unión Económica y Monetaria, y, partiendo, de la Unión Europea. No les falta razón, además de confundir tremendamente a los ciudadanos por la complejidad del sistema creado.

9.1.4.2. Las cooperaciones reforzadas como solución prevista por los Tratados

Una opción menos arriesgada es la de seguir en el proceso de integración europea recurriendo a las cooperaciones reforzadas, tal y como resultan diseñadas en los Tratados de la Unión Europea.

La cooperación reforzada es un mecanismo que sirve para «impulsar los objetivos de la Unión, proteger sus intereses y reforzar su proceso de integración. Las cooperaciones reforzadas estarán abiertas permanentemente a todos los Estados miembros, de conformidad con el artículo 328 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea» (art. 20 TUE). Las condiciones establecidas en el artículo 20 TUE se precisan en el Título III del TFUE (art. 326 a 334 TFUE). Para poder activar una cooperación reforzada, tiene que ser en un ámbito que no sea de competencia exclusiva (por lo tanto, en el caso de la UEM, podrá ser solo en materia de política económica, no de política monetaria en la zona euro), tiene que haber al menos 9 Estados dispuestos a cooperar. Otra condición importante: las cooperaciones reforzadas no pueden perjudicar al «mercado interior, ni a la cohesión económica, social y territorial» (art. 326 TFUE). Finalmente, el Consejo concederá la autorización de establecer una cooperación reforzada solo como «último recurso, cuando haya llegado a la conclusión de que los objetivos perseguidos por dicha cooperación no pueden ser alcanzados en un plazo razonable por la Unión en su conjunto, y a condición de que participen en ella al menos nueve Estados miembros». En cuanto al procedimiento, el Consejo de la Unión Europea tendrá que aprobar por mayoría cualificada, a propuesta de la Comisión Europea, la cooperación (por unanimidad en caso de política exterior) previo acuerdo del Parlamento Europeo. Como explica, por lo tanto, Jean-Claude Piris «In order to launch a case, it is not sufficient to respect the substantive conditions required by the Treaties, it is also necessary to have the agreement of: 14 Commissioners out of 27; an absolute majority of the European Parliament and a qualified majority in the Council. Therefore, a strong political will of



9 Member States to cooperate among them is not enough, as they have to have the green light from all three EU political institutions»⁵³.

Aunque las cooperaciones reforzadas han sido incorporadas en los Tratados con el Tratado de Ámsterdam en 1997 (el Tratado de Niza de 2000 abrió el espectro de posibilidades porque con el Tratado de Ámsterdam, estaban reservadas al ámbito de cooperación judicial en materia penal) los Estados miembros han tardado mucho tiempo antes de adoptar alguna. La primera de ellas es «en el ámbito de la ley aplicable al divorcio y la separación judicial»⁵⁴ (2010). En 2011, se adoptó una relativa a la patente europea⁵⁵ (a la cual no participan ni España ni Italia) finalmente en enero de 2013, el Consejo autorizó a unos Estados miembros a cooperar en materia de impuesto sobre transacciones financieras⁵⁶.

El Tribunal de Justicia de la Unión Europea ha aclarado en un asunto reciente⁵⁷ las condiciones de puesta en marcha de una cooperación reforzada. En relación con la condición de último recurso del artículo 20 TUE, el Tribunal ha precisado lo siguiente: «49. Es evidente que los intereses de la Unión y el proceso de integración no quedarían protegidos si toda negociación infructuosa pudiera conducir a una o varias cooperaciones reforzadas en detrimento de la búsqueda de una solución de compromiso que permita adoptar una normativa para la Unión en su conjunto. 50. Por tanto, como ha expuesto el Abogado General en los puntos 108 a 111 de sus conclusiones, los términos «como último recurso» ponen de manifiesto que sólo las situaciones en las que sea imposible adoptar tal normativa en un plazo previsible pueden conducir a la adopción de una decisión de autorizar una cooperación reforzada». Con esa posición, el Tribunal parece poner freno al recurso a las cooperaciones reforzadas cada vez que algunos Estados miembros estén dispuestos a ella. Tienen que demostrar que todo se ha hecho también para llegar a un avance con todos los Estados miembros. Las tres decisiones de autorización de cooperación reforzada demuestran que el Consejo está perfectamente consciente de ello. Por ejemplo, en la decisión relativa al impuesto sobre transacciones financieras, la mayor parte de los considerandos se refieren a la justificación de la autorización, en un sector (fiscalidad, art.113 TFUE) en el cual la unanimidad en el Consejo es la regla. En esos ámbitos (los de unanimidad en el Consejo), el recurso a la cooperación reforzada debe ser especialmente motivado. En efecto, la falta de motivación de la autorización podría ser sancionada por el Tribunal de Justicia, en el marco de un recurso de anulación.

Como hemos explicado antes, el artículo 326 TFUE dicta que «Las cooperaciones reforzadas no perjudicarán al mercado interior ni a la cohesión económica, social y

⁵³ Jean-Claude Piris, «It is time for the Euro Area to develop further closer cooperation among its members», *Jean Monnet Working Paper 05/11*, NYU, p. 29.

⁵⁴ Reglamento 1259/2010 del Consejo del 20 de diciembre de 2010.

⁵⁵ Reglamento 1257/2012 del PE y del Consejo de 17 de diciembre de 2012 por el que se establece una cooperación reforzada en el ámbito de la creación de una protección unitaria mediante patente.

⁵⁶ En ese caso, a día de hoy (20 de septiembre de 2013), el proceso sigue su curso. De momento el Consejo ha adoptado la decisión de autorizar la cooperación reforzada en ese ámbito el 22 de enero de 2013 (2013/52/UE). Participan 11 Estados miembros: Bélgica, Alemania, Estonia, Grecia, España, Francia, Italia, Austria, Portugal, Eslovenia y Eslovaquia.

⁵⁷ TJUE, C-274 y 295/11, España e Italia v. Consejo, 16 de abril de 2013.



territorial». Ese punto puede ser problemático de evaluar sabiendo que una reglamentación que se aplica solo en algunos Estados miembros puede perjudicar de cierta manera el mercado interior; sobre todo cuando tiene una relevancia económica directa. Sin embargo, las dos últimas autorizaciones de cooperación reforzada (patente europea e impuesto sobre transacciones financieras) sí pueden afectar directamente al mercado interior. En línea con el autor de una nota editorial en una prestigiosa revista de Derecho de la Unión Europea, es por lo tanto legítimo preguntarse «are the recent enhanced cooperation authorizations a sign of growing institutional acceptance that even the enactment of genuinely non-common Union rules, directed squarely towards economic activities, should not be treated as inherently incompatible with the very idea of an internal market?»⁵⁸ No puede haber respuesta clara al respecto por falta de casos pero en opinión de Piotr Buras, «Although the EU patent is a successful example of enhanced cooperation, this mechanism is suited to completing existing policies rather than to overhauling the whole system»⁵⁹.

CONCLUSIÓN: ¿HACIA UNA REFORMA DE LOS TRATADOS?

Los próximos pasos a dar para consolidar la UEM se orientan hacia una Unión bancaria (ya en proceso de construcción) apoyada a su vez en una Unión fiscal. Varias fórmulas se presentan para crear una verdadera unión fiscal y por lo tanto, política siguiendo el precepto americano «No taxation without representation», dependiendo del nivel de federalismo económico perseguido⁶⁰. Todavía la opción que se va a elegir es muy incierta, teniendo los Estados visiones distintas de lo que puede ser una Unión fiscal europea, acorde con el nivel de soberanía que están dispuestos a transferir a un escalón supranacional.

¿Hará falta entonces una reforma de los Tratados? Todavía no se puede dar una respuesta a esta pregunta que depende básicamente del proyecto perseguido. Sin embargo, parece obvio que en el estado actual de la Unión Económica y Monetaria, un cambio de Tratado es necesario para integrar todas las disposiciones adoptadas en los últimos dos años. En caso contrario, estaremos hablando de des-integración europea en lugar de integración europea.

⁵⁸ Editorial Comments, p. 676, *Common Market Law Review*, 50, June 2013.

⁵⁹ Piotr Buras, «The EU's silent revolution», *ECFR: Policy Brief*, September 2013.

⁶⁰ Véase Sebastian Dullien y José Ignacio Torreblanca, «What is political Union?», *ECFR/70, Policy Brief*, December 2012.



9. EL GOBIERNO DEL EURO

JOSÉ IGNACIO TORREBLANCA & JOSE PIQUER

9.2. LA NUEVA GEOGRAFÍA POLÍTICA DEL EURO

9.2.1. INTRODUCCIÓN

Es común entre los europeístas comparar el funcionamiento de la construcción europea con el movimiento de una bicicleta y aseverar que esta necesita estar en continuo movimiento. Bastante de ello hay en lo acontecido en los últimos años a raíz de la crisis financiera que comenzara en 2008. Contra todo pronóstico, el euro, buque insignia de la construcción europea, se ha llegado a situar al borde del fracaso, amenazando con llevarse por delante seis décadas de integración europea.

Semejante amenaza ha obligado a los Estados miembros e instituciones europeas a movilizar todos los recursos a su alcance. Por eso, a pesar de la crítica, justificada, en el sentido de que la UE ha gestionado la crisis de acuerdo con un patrón de decisiones caracterizado por el «demasiado poco, demasiado tarde», lo cierto es que no ha habido institución europea que no se haya visto afectada de forma sustancial en sus procedimientos, capacidades e instrumentos a raíz de la crisis.

En último extremo, gracias a la voluntad política de los líderes europeos, pero después de cometer muchos errores y pagar un precio muy elevado por ellos, el euro ha logrado sobrevivir al colapso y diseñar una hoja de ruta que le permitiera completar la unión monetaria con los elementos financieros, fiscales y económicos que pongan a salvo tanto el euro como el proyecto europeo. Con las medidas ya adoptadas, que deberían permitir la contención de la crisis de deuda y devolver a las economías europeas a una senda de crecimiento y estabilidad, y las pendientes de adoptar, que deberían poner el euro al abrigo de futuras turbulencias, la UE debería ser capaz de superar la incertidumbre.

El problema es que dicho salvamento, pergeñado sobre la improvisación y, en ocasiones, al borde del abismo, ha dejado tras de sí un paisaje sumamente delicado. En lo institucional, hemos asistido a un realineamiento fundamental del poder en torno al Consejo Europeo y el Eurogrupo, pero también a la emergencia del Banco Central Europeo como actor central en el proceso, en detrimento de la Comisión y el Parlamento Europeo. A su vez, desde el punto de vista político, los tradicionales equilibrios entre Alemania, Francia y el Reino Unido han dado paso a una UE articulada en torno a la combinación de una Alemania que desempeña el papel de hegemon reticente y una periferia, que aunque aspira a seguir formando parte del núcleo decisorio, se encuentra en un estado de postración político y económico que le impide articular una posición de influencia en el proceso de gestión de la crisis y, en parte también, en el diseño de la futura arquitectura de la UE.



Tan importante como la consolidación de un eje de poder político y económico que divide a la UE entre Norte y Sur, o centro y periferia, ha sido la aparición de una nueva y potente oleada de euroescepticismo entre la ciudadanía y la emergencia de profundas divisiones de opinión y percepción entre los ciudadanos de unos y otros países. Las consecuencias de este nuevo euroescepticismo, aunque todavía inciertas, permiten anticipar que el camino que queda para completar la unión monetaria será arduo y bacheado pues los gobiernos de los Estados miembros se enfrentarán a dificultades crecientes en casa a la hora de promover «más Europa». La UE parece pues salvarse de la crisis pero vuelve a situarse ante los mismos dilemas que afrontó cuando el Tratado de Maastricht abrió el camino hacia la unión monetaria. Entonces, la falta de apoyo a una integración política más estrecha hizo que se lanzara la unión monetaria sin dotarla de las instituciones adecuadas para que pudiera sobrevivir de forma autónoma y resistir las crisis. Ahora, la UE vuelve a intentar completar la unión monetaria sin disponer del apoyo político suficiente en los Estados miembros ni de las instituciones adecuadas para gestionarla eficaz y democráticamente.

Entender el camino recorrido por el euro en los años transcurridos desde la crisis y anticipar los problemas que le esperan a la vuelta de la esquina es imposible sin entender la nueva geografía política del euro. A esa tarea se dedica este capítulo.

9.2.2. LA GOBERNANZA DEL EURO EN CRISIS

Como se recordará, tras prácticamente una década de arduos esfuerzos y negociaciones, la Unión Europea, logró firmar en diciembre de 2007 el Tratado de Lisboa, que recogía y adaptaba las principales innovaciones del fallido proyecto de Constitución Europea. Para muchos, la decepción que supuso en 2005 el rechazo en referéndum por parte de los ciudadanos franceses y holandeses del proyecto de Constitución Europea implicaba el fin de cualquier tipo de apetito por elaborar nuevos Tratados o, incluso, por profundizar en la construcción europea.

El Tratado de Lisboa, se decía, marcaba el techo de la integración europea. Con él, se afirmaba, el proyecto europeo estaba sobradamente equipado para llevar a cabo las dos tareas principales que tenía por delante: aumentar su proyección exterior, para lo cual el Tratado confería nuevos poderes e instrumentos a las instituciones europeas, entre ellas la puesta en marcha de un novedoso servicio de acción exterior; y adaptar las instituciones europeas al desafío que había supuesto casi duplicar el número de Estados miembros en un lapso de tiempo sumamente breve.

Adaptar las instituciones de la UE a la ampliación e impulsar su presencia en el mundo eran pues los dos objetivos principales del Tratado. Nótese, sin embargo, que dicho Tratado no introducía innovaciones institucionales relevantes en lo relativo a la gobernanza del euro ni en lo referido a la estructura y funcionamiento de la unión económica y monetaria (UEM). Para la mayoría de los Estados miembros, las provisiones incluidas en el Tratado de Maastricht, junto con las indicaciones del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC), ofrecían instrumentos más que suficientes para gobernar el euro y la economía europea. Ciertamente que ya en 2002 y 2003, los Estados habían



sufrido importantes tensiones a cuenta de los déficits excesivos de Alemania y Francia, tensiones que mostraban la debilidad de los instrumentos de gobernanza del euro. Además, mientras tanto, la zona euro acumulaba importantes desequilibrios a la vista de todo el mundo, tanto en el sector privado, vía déficits comerciales, como en el sector público, vía la reticencia de algunos Estados a reducir sus niveles de endeudamiento público. Sin embargo, pese a que la derrota de la Comisión Europea a manos de los Estados puso de manifiesto la debilidad institucional de la UE en este ámbito y la falta de instrumentos adecuados para gobernar la zona euro de forma eficaz, la mayoría de los Estados prefirieron seguir gobernándose a sí mismos por medio de procedimientos de coordinación abiertos basados en una serie grandes orientaciones de política económica con escasos elementos de vinculación y/o condicionalidad¹.

Retrospectivamente, con la información que tenemos hoy, hubiera sido deseable aprovechar el proceso de reforma de los Tratados de la década pasada para introducir en el Tratado de Lisboa todos aquellos elementos que hubieran dado a la UE la capacidad de reaccionar adecuadamente ante la crisis que posteriormente se cerniría sobre ella. Pero en aquel momento, el foco estaba más puesto en los problemas (políticos) de legitimidad democrática y eficacia institucional de la UE posterior a la ampliación que en los instrumentos de gobierno económico que la UEM requería o iba a requerir.

En consecuencia, las instituciones de la UEM, diseñadas para el buen tiempo y con poca o nula capacidad de intervención para corregir los desequilibrios que se iban acumulando, se mantuvieron intactas en un Tratado que, entre su firma en diciembre de 2007 y su ratificación en 2009, asistió a un cambio tan fundamental en los parámetros en los que habría de desenvolverse la UE como el que vino determinado por el inicio de la crisis financiera de 2008 tras la caída de *Lehman Brothers*.

De forma inmediata, la crisis puso de relieve las enormes carencias de la zona euro. Enfrentados a una crisis que pronto iba a adquirir características existenciales, los europeos, que habían empleado una buena parte de la década pasada construyendo los instrumentos jurídicos que permitieran completar políticamente la Unión Económica y Monetaria, descubrieron perplejos que la estructura que verdaderamente necesitaban completar con los instrumentos jurídicos, financieros y políticos adecuados era el mismo núcleo de la eurozona. Lo que es más grave: el Tratado de Lisboa no sólo carecía de las instituciones y los instrumentos adecuados para permitir capear la crisis, sino que con algunas de sus cláusulas y prohibiciones, como la prohibición expresa de acudir en ayuda de los Estados miembros establecida en el artículo 125 del Tratado de Lisboa, limitaba muy seriamente la capacidad de respuesta de las autoridades de la eurozona.

Resultado de todas estas limitaciones, la UEM no sólo ha tenido que improvisar una respuesta de emergencia tras otra para poder contener el desbordamiento de la crisis de país en país y de mercado financiero en mercado financiero, sino sortear las prohibicio-

¹ Zsolt de Sousa, Hugo (2004), «The future of the Stability and Growth Pact as a Tool for Economic Policy Co-ordination», *Notre-Europe*, Policy Paper N° 9, abril 2004. Disponible en línea: <http://www.notre-europe.eu/media/policypaper9.pdf?pdf=ok>



nes y limitaciones que imponían los propios Tratados. Ello ha requerido tanto la creación de nuevas instituciones y mecanismos –una veces en el marco de los Tratados, otras veces, cuando esto no ha sido posible por razones varias, sorteando esos Tratados–, como la puesta en marcha de medidas heterodoxas que permitieran soslayar dichos estreñimientos e intervenir en los mercados financieros.

En consecuencia, que la crisis, que se origina en EEUU, haya golpeado con especial dureza a la Unión Europea, se debe a la combinación de dos elementos que evidencian las limitaciones del proyecto de integración y de sus instituciones. Por un lado, al contrario que EEUU, la UE carecía de los instrumentos necesarios para hacer frente a la crisis, tanto para prevenirla eficazmente como para atajarla a posteriori. Por otro, ha carecido de la flexibilidad y la autoridad necesarias para diseñar nuevos instrumentos que hicieran frente a la crisis. Véase si no el contraste entre el programa de recapitalización bancaria estadounidense, TARP², adoptado al principio de la crisis y que tan eficaz ha sido para restaurar el normal funcionamiento del sistema financiero estadounidense, y el proceso de constitución de unión bancaria en el ámbito europeo, donde la recapitalización directa (vía el MEDE³ o el BCE) sigue todavía sin estar operativa y muy distante en el tiempo.

Esta ausencia de instrumentos ha provocado la aparición de distintos regímenes de gestión de la crisis. Bertoncini, por ejemplo, llama la atención sobre la confusión resultante de la aparición simultánea de cuatro sistemas de gestión de la crisis⁴: El primero sería el «régimen FMI» bajo el cual ha operado la Troika formada por la Comisión, el BCE y el FMI en los países intervenidos. Bajo ese régimen, la relación de poder entre los Estados miembros y la Comisión Europea, acostumbrada a operar bajo un sistema de evaluaciones y recomendaciones, se ha visto alterada de forma dramática al disponer la Troika, por vía de los acuerdos de rescate (*Memorandum of Understanding*), de una amplísima condicionalidad sobre los Estados. El régimen de la Troika ha supuesto el máximo de intervención y el mínimo de soberanía de los Estados miembros. Como ha señalado el Grupo Tommaso Padoa-Schioppa en su informe: «la soberanía acaba donde acaba la solvencia».⁵

El segundo régimen sería el «ONU», en tanto en cuanto se asemeja a las provisiones establecidas en el Capítulo 6 de la Carta de Naciones Unidas referidas a la resolución pacífica de controversias, si bien en este caso se aplicaría al control de las finanzas de los Estados miembros y la supervisión de los desequilibrios macroeconómicos. Así, mientras el déficit por cuenta corriente de los Estados se sitúe por debajo del 3 por ciento de su

² Ver Rattner, Steven (2010), «How an unloved bail-out saved America», *Financial Times*, 3-10-2010 (<http://www.ft.com/intl/cms/s/0/333426c2-cf1d-11df-9be2-00144feab49a.html#axzz2lEmHzihR>) y Gillian, Tet (2011), «Tarp shows that US can break political deadlock», *Financial Times*, 12-5-2011 (<http://www.ft.com/intl/cms/s/0/52745a7c-7cc2-11e0-994d-00144feabdc0.html#axzz2lEmHzihR>)

³ Tratado Constitutivo del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE), 2 de febrero de 2012. <http://www.esm.europa.eu>

⁴ Bertoncini, Yves (2013), «Eurozone and Democracy(ies): A misleading debate», *Notre Europe*, julio 2013.

⁵ Enderlein, Henrik et al. (2012), «Completing the Euro: A road map towards fiscal union in Europe», *Studies & Reports N° 92, Notre Europe*, junio 2012.



PIB y del 0,5 por ciento para su déficit estructural, los Estados gozan de (relativas) manos libres y la UE supervisa pero no interviene.

El tercer régimen sería el «hiper-OCDE», en el que la UE recomendaría pero no impondría, como sucede con la supervisión de las políticas económicas y sociales de los países en el marco de las reformas estructurales y en línea con lo que ha venido siendo el proceso de reformas de la Agenda de Lisboa y el método abierto de coordinación de la UE.

El cuarto régimen se asemejaría al practicado por el Banco Mundial en los países donde opera. Este «régimen Banco Mundial» se basa en el principio de que si la UE proporciona ayuda financiera a sus Estados miembros, esa ayuda debe emplearse para implementar reformas estructurales en el ámbito nacional.

Estos cuatro regímenes ilustran perfectamente la complejidad de la gobernanza en la eurozona, pues la crisis ha obligado a actuar de forma simultánea a «bomberos» (el BCE o el Eurogrupo), cuya tarea ha sido contener el colapso del euro recurriendo a medidas excepcionales, desde la compra de deuda a las barras libres de liquidez o los programas de rescate y recapitalización; «arquitectos» (como el Consejo Europeo) cuya tarea se ha centrado en la reconstrucción del diseño institucional de la eurozona para adaptarlo a las nuevas circunstancias y «albañiles» (como la Comisión o el Parlamento Europeo) para adoptar e implementar decisiones sobre el funcionamiento de la UEM.

9.2.3. REALINEAMIENTOS INSTITUCIONALES, NUEVOS ACTORES

El reguero de normas, instituciones y mecanismos que la crisis del euro ha dejado tras de sí ha alterado de forma muy notable la naturaleza formal y material de la UE y, especialmente, de la zona euro. Todas las instituciones de la UE se han visto afectadas por este cambio. La Comisión Europea ha visto sustancialmente incrementados sus poderes de supervisión y sanción de los Estados miembros. Con dichos poderes, y la instauración del procedimiento de mayoría cualificada inverso (por el que, al contrario que en el viejo Pacto de Estabilidad y Crecimiento, es necesario una mayoría de Estados, y no una minoría, para bloquear la adopción de sanciones contra un Estado miembro), el Comisario de Asuntos Económicos y Financieros dispone de un poder sancionador que le equipara al Comisario de la Competencia.

El incremento en los poderes de la Comisión no ha significado, sin embargo, que esta haya logrado reforzar su papel ejecutivo frente al Consejo. La intención del Consejo nunca ha sido el convertir a la Comisión en el órgano gestor de la crisis, sino reservarse para sí ese papel. El Consejo Europeo, y especialmente el Eurogrupo, se han visto reforzados por la crisis, convirtiéndose en los verdaderos centros de poder y decisión de la eurozona. Precisamente por la legitimidad política de la que goza el Consejo en razón de la presencia en este de los gobiernos elegidos democráticamente, este ha demostrado ser el órgano más indicado para adoptar las medidas de emergencia necesarias para superar los momentos más delicados de la crisis.

Como la propia Comisión Europea, y especialmente su Presidente, José Manuel Barroso, ha comprobado en más de una ocasión a lo largo de la crisis, el que la Comisión



haya reforzado sus poderes no ha significado que los Estados quisieran concederle la iniciativa política o alentar su capacidad de dirigir a los Estados a través de la crisis, sino simplemente ampliar su eficacia a la hora de hacer que los acuerdos e iniciativas adoptados por el Consejo se cumplieran. Por tanto, la Comisión ha visto ampliados sus poderes como delegado, no como agente principal. Y como delegado, en conjunción con el Parlamento Europeo, su tarea ha sido la de poner en marcha y desarrollar legalmente las iniciativas aprobadas por el Consejo Europeo, especialmente en lo referido a la nueva arquitectura de supervisión de los Estados miembros, que consolida a la Comisión Europea en el papel vigilante de los Estados por cuenta del Consejo.

El papel del Consejo, aunque crucial para salvar el euro, se ha visto sin embargo opacado por las asimetrías que han dominado su proceder y, también, por la excesiva visibilidad que durante la crisis han tenido algunos de sus miembros. De hecho, en una primera fase de la crisis, el Consejo tuvo un papel más negativo que positivo, especialmente debido al empeño del Presidente Sarkozy en instrumentalizar el Consejo para situar a Francia en la co-dirección de la UE junto con Alemania. Superada esta fase en la que el Consejo Europeo fue de facto sustituido por el directorio franco-alemán, el Consejo, aunque todavía bajo el peso de la influencia alemana, ha actuado y ha sido percibido más como un órgano colectivo que como el instrumento de unas pocas capitales. De esa manera, desde 2012, con las decisiones de asegurar la permanencia de Grecia en la eurozona y poner en marcha la hoja de ruta para completar la unión monetaria, el Consejo ha vuelto a recuperar su papel de líder estratégico colectivo de la UE, depositario de la legitimidad de los Estados a la hora de tomar decisiones.

En cuanto al Parlamento Europeo (PE), su papel en la crisis puede ser observado desde una perspectiva parecida a la adoptada para evaluar el desempeño de la Comisión. Por un lado ha desplegado una ingente actividad legislativa: desde la regulación de los mercados financieros hasta el proceso de constitución de la unión bancaria, el PE ha sido un actor central. Pero no lo ha sido en cuanto a la gobernanza de la crisis, ni a la hora de obligar al resto de las instituciones europeas a rendir cuentas por su gestión durante la crisis ni para lograr convertirse en el actor que legitimara democráticamente las medidas excepcionales adoptadas por los Estados. Dado que una gran parte de la crisis se ha gestionado por cauces intergubernamentales e, incluso, por fuera de los Tratados, ese papel de exigencia de rendición de cuentas y de legitimación ha quedado –cuando se ha producido– en manos de los Parlamentos nacionales.

El Parlamento Europeo ha quedado así en una especie de tierra de nadie: empeñado en reforzar su papel frente a la Comisión, lo que suele lograr con éxito, no ha percibido con claridad que los Estados, y en gran parte la ciudadanía, no han querido concederle el papel de garante democrático de la UE. De esa manera, vive bajo la contradicción que supone que sus poderes, cada vez más extensos, discurran en paralelo al declive, progresivo y alarmante, de la participación en las elecciones europeas, y a su marginalidad creciente como elemento de legitimación de las medidas de carácter excepcional adoptadas por las instituciones europeas.

El acuerdo de los grupos políticos del PE para concertarse acerca de la designación de cabezas de lista y candidatos a la Presidencia de la Comisión supone un intento de pelear por su visibilidad y legitimidad política, creando, por fin, un espacio público



europeo en el que sea posible una gobernanza democrática y a la vez eficaz. Sin embargo, en las circunstancias actuales, hay quienes temen que ni Comisión ni Parlamento vayan a salir reforzados de esta dinámica⁶.

Más compleja es la evaluación del papel del BCE, que de ser a una institución deliberadamente diseñada para ser anodina y estar fuera del foco público se ha convertido en uno de los centros de poder y atención durante la crisis. Con su proceder a lo largo de la crisis, el BCE ha sido el instrumento decisivo a la hora de evitar el colapso de la zona euro. Las operaciones de refinanciación a largo plazo para los bancos (LTRO)⁷, coloquialmente descritas como «barra libre», así como las operaciones de compra de deuda en mercados secundarios y las operaciones monetarias directas (OMT)⁸, han sido decisivas, pero contestadas política, e incluso constitucionalmente en algunos Estados miembros como Alemania. De igual forma, su intrusión en la política interna de los Estados, tanto de la mano de la Troika como de las recomendaciones secretas realizadas a los gobiernos italiano y español en el verano de 2012 (pero desveladas posteriormente por la prensa), han contribuido a politizar dicha institución.

Entre luces y sombras, el BCE ha emergido, gracias a su capacidad de tomar decisiones pasando por encima de las divisiones de los Estados, como la institución más auténticamente federal de la UE, el lugar donde los intereses generales de la UE se han antepuesto a los intereses nacionales. La prueba más evidente de ello ha sido la capacidad del BCE de dejar en minoría al Bundesbank en dos ocasiones cruciales: la aprobación de las operaciones monetarias directas en septiembre de 2012 y, más recientemente, la decisión de bajar los tipos de interés un cuarto de punto, a la que también se ha opuesto Alemania en conjunción con el bloque acreedor formado por Finlandia, Austria y los Países Bajos.⁹

Junto a estos realineamientos, debemos tomar nota de la aparición de nuevos actores con derecho a veto, como los Tribunales Constitucionales o los Parlamentos Nacionales, llamados a ratificar la legalidad y proveer de legitimidad democrática las medidas adoptadas por los estados miembros para gestionar la crisis del euro. El activismo de estos nuevos actores ha alterado el proceso habitual de toma de decisiones en la UE.¹⁰

El Tribunal alemán, por ejemplo, se ha convertido en un verdadero jugador con veto, en el sentido de que tiene la capacidad para influir en la deriva de una política concreta o impedir su adopción. Así, cada paso fundamental de la crisis ha venido seguido de

⁶ Grabbe, Heather y Lehne, Stefan (2013), «Why a partisan Commission president would be bad for the EU?», *Centre for European Reform (CER)*. Disponible en línea: http://www.cer.org.uk/sites/default/files/publications/attachments/pdf/2013/esy_commissionpres_11oct13-7937.pdf

⁷ Longer-term refinancing operations (LTROs): <http://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omo/html/index.en.html>

⁸ European Central Bank (2012). «Technical features of Outright Monetary Transactions», *European Central Bank Press Release*, 6 de septiembre de 2012. (http://www.ecb.int/press/pr/date/2012/html/pr120906_1.en.html)

⁹ «Europe's monetary opposition», *The Economist*, 6-10-2012 (<http://www.economist.com/node/21564245>) y más recientemente: «A Last Warning Shot' for Southern Europe», *Spiegel*. 8-11-2013 <http://www.spiegel.de/international/europe/a-932523.html>

¹⁰ Tsebelis, George y Hahn, Hyeonho (2013), «Suspending Vetoes: How the Euro Countries Achieved Unanimity in the Fiscal Compact», *Working Paper*, University of Michigan.



un proceso de incertidumbre a la espera de lo que decidiera el Tribunal Constitucional alemán (*Bundesverfassungsgericht*).¹¹ Así sucedió tras la aprobación del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) el 2 de febrero de 2012 y está ocurriendo en la actualidad con respecto a las actuaciones no convencionales del BCE anunciadas por su Presidente el año pasado.

Algo parecido puede decirse de los parlamentos nacionales. Algunos de ellos, no todos, y especialmente los de los países acreedores, han adquirido una preponderancia especial. Este ha sido el caso de las dificultades sufridas por Angela Merkel en el *Bundestag* a la hora de aprobar los sucesivos rescates de Grecia o los problemas planteados por el Parlamento finés a la hora de aprobar el rescate financiero de España.¹²

Esta voluntad de los parlamentos nacionales de fortalecer su papel de supervisión en el marco de una Comisión Europea con más poderes sobre los Estados se ha plasmado a la creación de un nuevo actor: la Conferencia Inter-Parlamentaria sobre gobernanza económica y financiera, cuya primera reunión se celebró en Vilna (Lituania) el pasado octubre. Sin embargo, las instituciones europeas son reticentes a aceptar a este nuevo actor, menos si, como algunos pretenden, pretende convertirse en una tercera cámara parlamentaria. Como se ha señalado (Kreilinger, 2013¹³), aunque en un primer momento, el Presidente de Consejo, Herman Van Rompuy, se mostró muy partidario de involucrar a los Parlamentos nacionales en la legitimación de las medidas anti-crisis y, especialmente, en el diseño de las nuevas estructuras de gobierno de la zona euro, a medida que ha ido transcurriendo el tiempo, en parte por las presiones del Parlamento Europeo, que considera este proceso como una amenaza a la eficacia y a la legitimidad de su acción, este entusiasmo se ha enfriado.

9.2.4. LA FRACTURA DEL ESPACIO POLÍTICO EUROPEO

«La crisis ha hecho evidente que la eurozona no estaba preparada para resistir una tormenta como la de 2010», afirmaba recientemente el Presidente del Consejo Europeo, Herman Van Rompuy, en su discurso sobre el Estado de Europa¹⁴. Esa es la lógica que explica la propuesta, en diciembre de 2012, de una hoja de ruta, secundada posteriormente por los Presidentes de la Comisión, Eurogrupo y BCE. Esta hoja

¹¹ Ackerman, Bruce y Maduro, Miguel (2012), «Broken Bonds», *Foreign Policy*, 17 de septiembre de 2012. Disponible en línea: http://www.foreignpolicy.com/articles/2012/09/17/germany_euro_broken_bond
Wolff, Guntram (2013), «The ECB's OMT Programme and German Constitutional Concerns», *Bruegel*, agosto 2013 y Calliess, Christian (2012), «The Future of the Eurozone and the role of the German Constitutional Court», *Research Papers in Law*, 5/2012, College of Europe.

¹² «German Parliament Approves Greek Bailout Package», *Spiegel*, 27-2-2012. <http://www.spiegel.de/international/europe/large-majority-german-parliament-approves-greek-bailout-package-a-817881.html>
«Finnish Parliament approves Spanish bailout», *WSJ*, 20-7-2012. <http://online.wsj.com/news/articles/SB1000087239639044464304577539011866821768>

¹³ Kreilinger, Valentin (2013), «The New Inter-Parliamentary Conference for Economic and Financial Governance», *Notre Europe*, Policy Paper 100, octubre 2013.

¹⁴ Van Rompuy, Herman (2013), *The State of Europe: «Post-Wall Germany»*, Allianz Forum (Berlín). 9 de noviembre de 2013. http://www.kas.de/wf/doc/kas_11187-1442-1-30.pdf?131109083738



de ruta¹⁵ establece claramente los objetivos para lograr una auténtica unión económica y monetaria (UEM): una unión bancaria, una unión fiscal, una unión económica y una nueva o reforzada legitimidad democrática para sostener ese edificio.

El problema es que, aunque la UE ha trabajado a contrarreloj para salvar el euro, en el camino la confianza de muchos ciudadanos en el proyecto europeo se ha desplomado. Como consecuencia de la crisis y su gestión, la fragmentación de la política europea se ha intensificado, algo de lo que son muy conscientes los cuatro presidentes, que han reconocido que el nivel de integración necesario para completar la hoja de ruta no puede lograrse sin el apoyo de los ciudadanos¹⁶.

Para lograr el apoyo ciudadano, sería necesario superar cuatro tipos de fracturas, que son las que en este momento dividen a los europeos.

La primera es la que separa a la élite de los ciudadanos. El «consenso permisivo» que permitió unir a las élites y a la opinión pública en torno al proyecto de integración europea se ha debilitado, y no es probable que pueda recuperarse pronto. Ciertamente nunca hubo una Arcadia feliz entre ciudadanos y élites, sino más bien una indiferencia calculada y vigilantes de unos hacia otros. No obstante, a partir de los años ochenta, la UE comenzó a politizarse, y ese proceso es ya hoy, después de la crisis del euro, irreversible. La vieja imagen de una Unión Europea (UE) benigna que fortalecía los derechos de sus ciudadanos al tiempo que creaba y redistribuía riqueza a través del mercado único y las políticas de cohesión ha sido parcialmente reemplazada por una visión bien distinta: la de una UE reformista donde la prioridad es la estabilidad y cuyas políticas de reforma han rebasado todas las líneas rojas en el ámbito nacional, involucrándose en los temas cruciales que vertebran la política nacional y que llevan a los gobiernos a ganar o a perder elecciones (mercados laborales, pensiones, impuestos, gasto social, etc.).

La segunda brecha es que la que enfrenta al Norte con el Sur, o el centro con la periferia. La vuelta de la geografía a la política es un rasgo destacado de esta crisis. Si Robert D. Kaplan¹⁷ ha hablado de la «revancha de la geografía» en el ámbito internacional y de cómo esta geografía está siendo determinante para entender los conflictos y la evolución política, económica y social de muchos países, hoy la economía política de la UE está fracturada en torno a otro eje geográfico: norte y sur, centro y periferia.

Mientras que la periferia europea es hoy más pobre económicamente, más débil políticamente y sus democracias más frágiles, las economías del centro están en mejor situación, estos países tienen mayor influencia en la política europea y sus democracias resisten. La confrontación entre deudores y acreedores y, lo que es peor, la sensación de hegemonía y divergencias económicas permanentes entre ambos grupos amenazan una

¹⁵ Van Rompuy, Herman (2012). «Towards a Genuine Economic and Monetary Union». Bruselas: Consejo de la UE, 5 de diciembre de 2012. http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/press_data/en/ec/134069.pdf

¹⁶ El documento afirma que «En general, una mayor integración de la UEM requerirá una base democrática más sólida y un amplio respaldo de los ciudadanos».

¹⁷ Kaplan, Robert D. (2012). *The Revenge of Geography: What the Map Tells Us about Coming Conflicts and the Battle against Fate*. New York: Random House.



visión común sobre Europa entre los cuatro países más grandes de la eurozona (Alemania, Francia, Italia y España) que la UE necesita para sobrevivir.

La tercera línea de fractura en la política europea ha emergido en los últimos años se articula en torno a la pertenencia a la eurozona. Pues la creciente divergencia no se ha producido únicamente entre los países de la eurozona, sino también con quienes están fuera y no desean entrar, quienes se encuentran en la sala de espera mientras aguardan para ser admitidos y quienes observan desde un limbo incierto. El euro ha logrado hasta ahora funcionar bajo el supuesto de que la existencia de un centro potente dentro de la eurozona no sólo afectaría al resto de estados negativamente, sino que ofrecería un factor de estabilidad que les beneficiaría. Pero mientras la eurozona se dirige hacia una integración más profunda, el *statu quo* no puede mantenerse, ya que los que no pertenecen al grupo también se ven obligados a ajustar sus economías. Esta integración diferenciada ha sido calificada por Piotr Buras como una «revolución silenciosa»¹⁸ y se enmarca en un proceso más amplio de diferenciación progresiva y retorno al intergubernamentalismo como método de decisión.

Estas dinámicas tienen el riesgo de levantar muros dentro de la UE y tensar aún más las relaciones entre los socios: la salida del Reino Unido (*Brexit*), la marginación de quienes no comparten el euro y la discriminación de quienes esperan entrar son hoy escenarios probables.

Todo esto debe entenderse en un contexto en el que la creciente integración entre los países de la eurozona también se enfrenta con importantes obstáculos. Ya que en la medida en que la unión bancaria y fiscal exijan una revisión profunda de los tratados, la eurozona podría dividirse en dos: a un lado quedarían aquellos que tienen la voluntad de cambiar los tratados y pueden lograr el apoyo de su electorado y, al otro, aquellos que carecen de esa voluntad o no disponen del apoyo ciudadano para cambiarlos.

La cuarta brecha es la que se articula en torno al enfrentamiento entre democracia y eficacia. En el último lustro una veintena de Ejecutivos han caído en Europa. Con la excepción de la reelección de Angela Merkel, cuya victoria en las últimas elecciones de septiembre de 2013 reforzó enormemente su liderazgo, los políticos europeos están siendo castigados por sus votantes. La gestión de la crisis del euro nos ha enfrentado con una paradoja: mientras las elecciones cambiaban los gobiernos en muchos países, las políticas seguían igual. Y ello ha sucedido en un momento en el que la democracia europea se ve amenazada por un nuevo fantasma. El auge de los populismos euroescépticos es una de las preocupaciones dominantes de cara a las próximas elecciones de mayo para elegir al nuevo Parlamento Europeo. Algunos de estos partidos son contrarios al euro, otros impugnan la totalidad del proyecto europeo. Lo que parece claro es que si su discurso logra captar atención y apoyos suficientes en las próximas elecciones, la gobernabilidad del euro puede hacerse muy complicada¹⁹.

¹⁸ Piotr, Buras (2013), «The EU's silent revolution», Policy Brief 87 ECFR, septiembre 2013. http://ecfr.eu/page/-/ECFR87_EU_SILENT_REVOLUTION_AW.pdf

¹⁹ Torreblanca, José Ignacio, «Asedio al Parlamento Europeo», *El País*, 17-11-2013. http://internacional.elpais.com/internacional/2013/11/15/actualidad/1384540704_782981.html

Traynor, Ian, «Le Pen and Wilders forge plan to 'wreck' EU from within», *The Guardian*, 13-11-2013. <http://www.theguardian.com/politics/2013/nov/13/le-pen-wilders-alliance-plan-wreck-eu>



Estos conflictos se sitúan en dos niveles: por un lado, la confrontación entre las democracias nacionales y la gobernanza en la EU y, por otro, la confrontación entre distintas democracias nacionales. Desde este punto de vista, el problema no es menor: para funcionar la democracia necesita instituciones nacionales fuertes, pero la integración europea requiere de estructuras de gobernanza efectivas y flexibles.

9.2.5. ¿QUÉ QUIEREN LOS EUROPEOS?

Lo que es posible técnicamente no siempre es viable políticamente. Este dilema fundamental al que se ha enfrentado el proyecto europeo desde sus inicios debe lidiar hoy con una opinión pública cada vez más dividida y polarizada en torno a cuestiones que antes generaban el consenso suficiente para avanzar en la integración europea. La confianza en las instituciones y el apoyo al euro ocupan un lugar preeminente entre estos temas. Pero los sondeos son muy claros respecto a una cuestión: desde el comienzo de la crisis la confianza en las instituciones europeas no ha dejado de descender.

En primer lugar, observamos una pérdida de confianza en las instituciones. La crisis ha alienado a gran parte de la opinión pública contra sus representantes políticos. El final del consenso permisivo se ha plasmado también en una creciente pérdida de confianza en las instituciones europeas. La geografía de este euroescepticismo es preocupante: donde la confianza era alta antes de la crisis, ahora es baja y donde ya era baja, hoy es incluso menor.

En mayo de 2013 la organización *Pew Research* hablaba de la UE como «el nuevo enfermo de Europa». Al usar la etiqueta del «nuevo enfermo» –atribuida originalmente al zar ruso Nicolás I en su descripción del Imperio Otomano a mediados del siglo XIX–, expresaba con palabras lo que indicaban los datos con una claridad preocupante: en 2013 un 46 por ciento de los europeos reconocía tener una imagen positiva de la UE, frente al 68 por ciento que lo hacía en 2007²⁰.

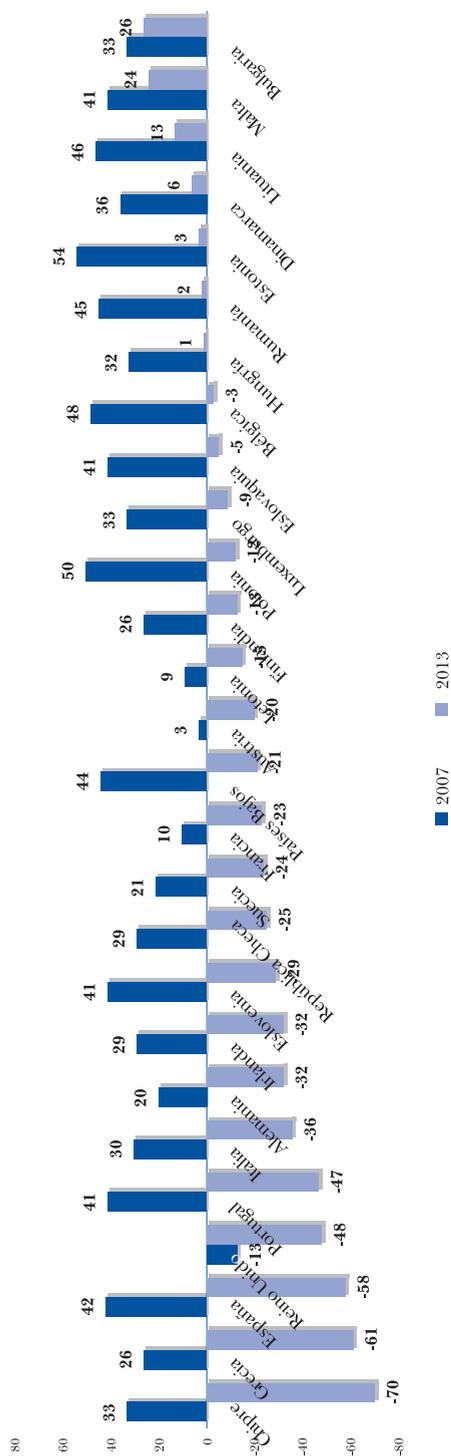
Esta tendencia ha sido confirmada por las sucesivas encuestas del Eurobarómetro, el sondeo que publica la Comisión Europea dos veces al año para conocer la opinión de los ciudadanos de todos los Estados miembros sobre diversos temas. Si en mayo de 2007 un 57 por ciento decía confiar en la UE, el último Eurobarómetro²¹ indica que solo lo hace un 31 por ciento.

La creciente polarización de la opinión pública respecto a la UE es significativa en los países del sur y, en especial, en un país como España, que se caracterizaba por un europeísmo pujante y hoy encabeza la lista de desconfianza hacia la Comisión y el Parlamento Europeo. Por su parte, Grecia ha experimentado una inversión en el apoyo neto a la UE (la diferencia entre quienes tienden a confiar y quienes tienden a desconfiar) de casi 90 puntos en seis años. Como se aprecia en el gráfico 1, el descenso de la confianza en la UE en los países rescatados y del Sur es significativa.

²⁰ Pew Research (2013), «The New Sick Man of Europe: The European Union». 13-5-2013. <http://www.pewglobal.org/2013/05/13/the-new-sick-man-of-europe-the-european-union/>

²¹ Eurobarómetro (EB79), mayo 2013. http://ec.europa.eu/public_opinion/archives/eb/eb79/eb79_en.htm

GRÁFICO 1. APOYO NETO UE-27 (2007 Y 2013)

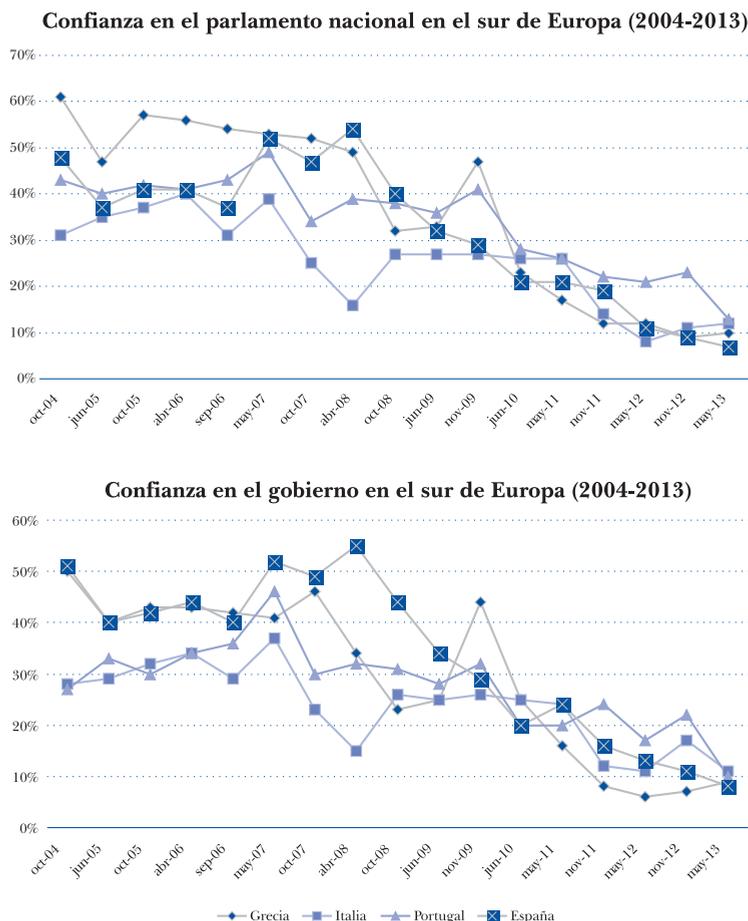


Fuente: Elaboración propia a partir del Eurobarómetro 67 (Primavera, 2007) y Eurobarómetro 79 (Primavera, 2013).
 * Apoyo neto: se ha calculado restando la gente que «tiende a confiar en la UE» de la gente que «tiende a no confiar en la UE» para cada país.

Pero al mismo tiempo que las instituciones europeas han ido perdiendo la confianza de muchos ciudadanos, se ha abierto una brecha entre las democracias nacionales en Europa. Mientras que el alto desempleo, los casos de corrupción y la mala gestión han influido en el aumento de la desconfianza política de muchos ciudadanos del sur, las democracias del norte parecen resistir el envite de lidiar con la peor crisis económica en décadas y la mayor crisis del proyecto europeo desde su fundación.

Tal como muestra el gráfico 2, España es de nuevo un caso paradigmático, pues en 2013 solo un ocho por ciento de los españoles tiende a confiar en el gobierno y todavía menos (siete por ciento) lo hace en el parlamento nacional (EB79, 2013). Por su parte, en Grecia solo uno de cada 10 griegos confía en su Parlamento y apenas un 9 por ciento tiene confianza en su gobierno.

GRÁFICO 2. CONFIANZA EN LAS INSTITUCIONES NACIONALES EN EL SUR DE EUROPA (2004-2013)



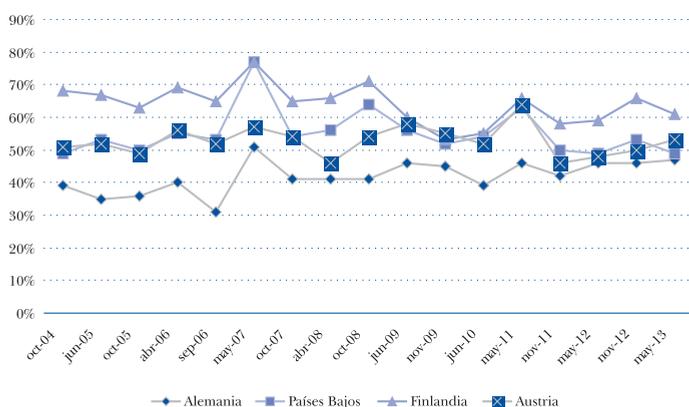
Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Eurobarómetro.



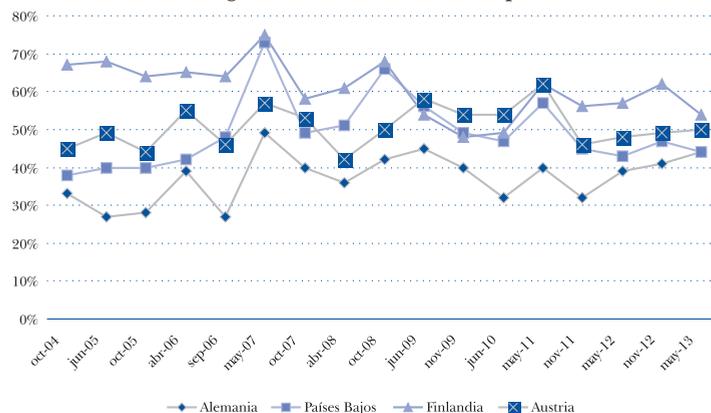
Frente a estos países, las democracias del norte de Europa están resistiendo mejor el desgaste. Aquí la confianza en los Parlamentos nacionales se ha mantenido más estable a lo largo de la crisis, mientras que la confianza en los gobiernos ha seguido un patrón similar, tal como ilustra el gráfico 3, donde se presenta la evolución de la confianza de los ciudadanos en sus instituciones nacionales en un conjunto de cuatro democracias del norte de Europa.

GRÁFICO 3. CONFIANZA EN LAS INSTITUCIONES NACIONALES EN EL NORTE DE EUROPA (2004-2013)

Confiianza en el parlamento nacional en el norte de Europa (2004-2013)



Confiianza en el gobierno en el norte de Europa (2004-2013)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Eurobarómetro.



En Alemania, donde tres de cada cuatro alemanes afirman estar contentos con la forma en que funciona su democracia²², las instituciones peor valoradas en términos de confianza son la Comisión Europea (30 por ciento) y el Parlamento Europeo (33 por ciento), según un estudio publicado por Open Europe en septiembre de 2013²³. Por el contrario, la institución que inspira mayor confianza es uno de los nuevos jugadores con veto a los que nos referíamos antes: el Tribunal constitucional alemán (71 por ciento).

Respecto a la confianza en las instituciones europeas, el declive ha estado liderado por los cuatro países de la periferia de la eurozona: España, Grecia, Portugal e Irlanda²⁴. Sin embargo, a pesar de este deterioro, la confianza en la UE continúa siendo mayor que en las instituciones nacionales, lo que sugiere que la estrategia urgente para recuperar a la ciudadanía debe empezar en casa.

En segundo lugar, se observa que los europeos han tenido una relación problemática con el euro en la última década. En sus inicios, el euro funcionó como un anclaje de la identidad europea. Los europeos se identificaban con el euro, y además lo hacían de forma creciente. Pasado el primer entusiasmo inicial, sin embargo, una mayoría afirmaba que el euro había tenido poco impacto sobre su identidad y sobre el grado en que se sentían europeos²⁵. Para esa mayoría nada había cambiado respecto a la identidad como consecuencia de la introducción del euro.

Si comparamos la evolución del apoyo al euro entre 2007 y 2013 (Gráfico 4), al contrario de lo que ocurre con los otros indicadores de europeísmo, que se han deteriorado notablemente, el apoyo al euro no ha sufrido, ni en el sur de Europa, como consecuencia de las políticas de intervención y ajuste estructural, ni el norte de Europa, ante lo que en ocasión se describe como un abuso de la solidaridad.

Es cierto que el apoyo al euro es menor en el Sur que en el Norte, pero con unos niveles de apoyo elevados que sorprenden en países como Grecia. Con todo, la percepción del público es que tras la adopción del euro ha habido ganadores y perdedores relativos, siendo Alemania y Grecia los dos casos paradigmáticos de ello.

Aunque algunos ciudadanos han desertado, una mayoría muy clara de ciudadanos europeos todavía apoya el euro²⁶. Los últimos sondeos han identificado que los países de la eurozona y los que no pertenecen a ella tienen opiniones divergentes sobre la moneda única. Así, cuando se pregunta por el elemento que define principalmente la identidad europea, una mayoría de ciudadanos de la eurozona (51% por ciento) se

²² European Parliament Eurobarometer (EB79.5), Agosto 2013. http://www.europarl.europa.eu/pdf/eurobarometre/2013/election/synth_finale_en.pdf

²³ Open Europe/You Gov (2013), «German voters» sentiments on the EU». <http://www.openeurope.org.uk/Content/Documents/PDFs/130917briefingpoll2.pdf>

²⁴ Roth, Felix; Nowak-Lehmann D., Felicitas y Otter, Thomas (2013), «Crisis and Trust in National and European Union Institutions – Panel Evidence for the EU, 1999 to 2012». *EUI Working Paper*, RSCAS 2013/31

²⁵ Gallup (2007), «Flash EB No 216 – Public attitudes and perceptions in the euro area». http://ec.europa.eu/public_opinion/flash/fl_216_sum_en.pdf

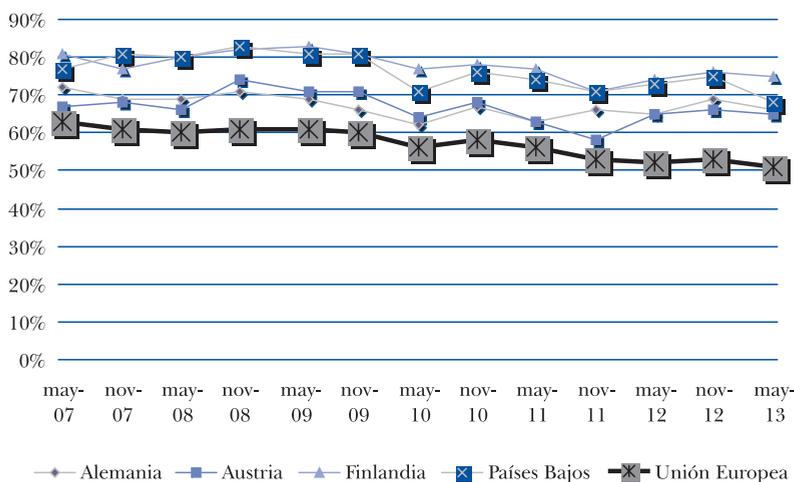
²⁶ Debomy, Daniel (2013), «EU No Euro Yes? European Public Opinions facing the crisis (2007-2012)», *Notre Europe*, Policy Paper 90, marzo 2013.



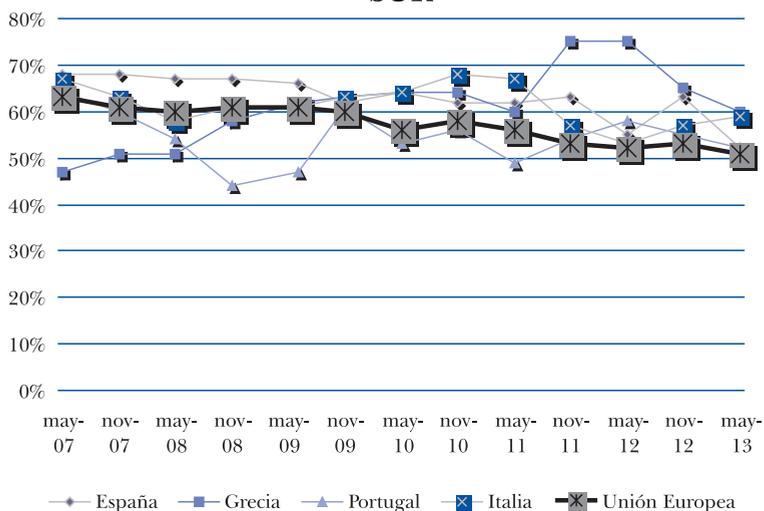
decanta por el euro, frente a tan solo un 21% fuera de la eurozona. De la misma forma, una mayoría de ciudadanos de la eurozona se siente de su país y europeos, mientras que la mitad de ciudadanos que no comparten el euro se siente «solo nacional». Esta estratificación en bloques de la identidad europea y del apoyo al euro complica la adopción de decisiones que satisfagan a todos.

GRÁFICO 4. APOYO AL EURO EN EL NORTE Y EN EL SUR DE EUROPA

NORTE



SUR



Fuente: Eurobarómetro

* La pregunta empleada para medir el apoyo al euro es formulada en el Eurobarómetro en los siguientes términos: «What is your opinion on each of the following statements? Please tell me for each statement, whether you are for it or against it. A European economic and monetary union with one single currency, the euro».



Ello nos lleva a pensar que la fractura dentro de la eurozona se encuentra en otro lado: en la divergencia política, económica y social dentro de la eurozona. Ante la pregunta de cómo podría fortalecerse el sentimiento de ciudadanía europea, una mayoría de los encuestados mencionó la armonización del sistema europeo de bienestar social como prioridad principal²⁷. Preguntados por el futuro, la primera preocupación sigue siendo el desempleo para una mayoría de europeos y, en particular, para 8 de cada diez españoles y siete de cada 10 griegos. Pero, ¿qué hace la UE para satisfacer estas preferencias? Poco, si tomamos como referencia el dinero que emplea en políticas de apoyo al empleo juvenil frente a lo que gasta en política agrícola.

Los ciudadanos europeos han interiorizado el euro y lo aceptan naturalmente como su propia moneda, centrándose sus discrepancias más bien en cómo se ha gestionado la crisis del euro o en cómo se ha distribuido las cargas de la crisis. Sin embargo, por lo que observamos en las encuestas, la determinación del BCE de hacer todo lo posible para salvar el euro y la decisión de mantener a Grecia en la eurozona coinciden a grandes rasgos con el deseo de los ciudadanos europeos, que siguen apoyando la existencia de una moneda común compartida por todos. El euro se reafirma pues como un proyecto político, que debe ser viable tanto económica como políticamente, y que es imposible de entender sin abarcar los dos ángulos.

Dado que el euro fue y es una criatura de la política, antes que de la economía o de las finanzas, hoy el mayor desafío no reside en encontrar las soluciones técnicas adecuadas, sino en lograr el apoyo público necesario para implementar esas reformas y cambiar lo que no funciona. La dificultad añadida es que este proceso de reforma debe realizarse en medio de una gran divergencia entre democracias, entre las opiniones públicas y los gobiernos.

9.2.6. EL EURO Y LA UNIÓN POLÍTICA

Seis años después de haberse iniciado la crisis, el diagnóstico sobre lo ocurrido y las lecciones de esta parecen estar claros. El euro se hizo a la mar sin haberse dotado de las estructuras e instrumentos de gobernanza para prevenir ni sobrevivir a las crisis. Parte del problema se originó en el hecho de que las reglas del juego no se cumplieron, pero también en el hecho de que esas reglas eran insuficientes. Sumados, el incumplimiento de las reglas y la acumulación de desequilibrios pusieron a la eurozona en una situación crítica. Y en esa situación, la crisis no pudo detenerse ni tratarse satisfactoriamente porque las principales instituciones europeas, desde el BCE a la Comisión Europea, carecían de los instrumentos necesarios para solucionar la crisis desde el ámbito europeo. Al convertirse los Estados miembros en los gestores de la crisis, impusieron sus visiones e intereses nacionales, impidiendo una gestión eficaz de la misma. De esa manera se consolidó un enfrentamiento entre deudores y acreedores que se trasladó tanto a la narrativa sobre los orígenes de la crisis como a

²⁷ European Parliament Eurobarometer (EB79.5), agosto 2013, p. 8.



su propia gestión, impidiendo la emergencia de un consenso amplio sobre la soluciones a adoptar.

Durante seis años, la eurozona ha ido de crisis en crisis, con momentos claramente existenciales como los acuerdos de Deauville en octubre de 2010, que ejemplificaron la toxicidad del liderazgo franco-alemán bajo el tándem Merkel-Sarkozy²⁸; el amago de referéndum planteado por Yorgos Papandreu en Grecia en noviembre de 2011, que llevó la tensión en los mercados al máximo²⁹; o el tormentoso rescate a Chipre en marzo de 2013³⁰.

Pero en paralelo a esos eventos, la eurozona ha reforzado sus instrumentos de gobierno: la puesta en marcha entre 2010 y 2011 de los mecanismos europeos de rescate (primero FESF y luego MEDE), el Pacto Fiscal firmado en diciembre de 2011, el Pacto por Euro (*Euro Plus Pact*) o la aprobación de los procedimientos de vigilancia fiscal y presupuestaria (Two-pack, Six-Pack o Semestre Europeo) a lo largo de 2012 y 2013³¹. A su vez, de forma lenta, a veces exasperante, la UE ha puesto en marcha el proceso de constitución de una unión bancaria, que incluye la creación de un mecanismo de supervisión común, de un sistema de resolución de bancos de carácter comunitario y, finalmente, la creación de un fondo de garantía de depósitos de alcance europeo.

Todo ello supone que, detrás del ruido político y mediático y los enfrentamientos en torno a la crisis del euro, los miembros de la eurozona han entendido con toda claridad que una moneda común requiere una serie de instituciones que van más allá del papel mínimo concedido en Maastricht al BCE y, posteriormente, por el Pacto de Estabilidad, a la zona euro. Los miembros de la eurozona comparten pues un diagnóstico: que la integración monetaria requiere una mayor grado de integración política. Pero aunque la elección es entre centralizar o desaparecer, la mayoría de los gobiernos se resisten a aceptar este hecho hasta sus últimas consecuencias.

Alemania, normalmente en el foco de las críticas, ha endurecido notablemente su posición, pues rechaza poner en marcha los instrumentos necesarios para completar la zona euro en tanto en cuanto impliquen una transferencia permanente de soberanía sin, en paralelo, que existan instituciones democráticas equivalentes en el ámbito europeo. Ello lleva a la integración a un círculo vicioso insalvable pues el contexto político actual hace imposible pensar que un proceso de reforma de los Tratados pudiera ser exitosamente concluido y ratificado por los Estados miembros. Pero la responsabilidad no es sólo de Alemania, sino también de otros actores, entre los que se incluye Francia, que quieren lograr los beneficios de una unión de políticas, incluyendo transferencias presupuestarias entre Estados y un fondo de garantía de depósitos europeo sin ceder la sobe-

²⁸ «Franco-German declaration», *Deauville*, 18 de octubre de 2010. Puede consultarse en línea aquí: http://www.euo.dk/upload/application/pdf/1371f221/Franco-german_declaration.pdf%3Fdownload%3D1

²⁹ «Greek crisis: Papandreu promises referendum on EU deal», *BBC*, 1-11-2011. <http://www.bbc.co.uk/news/world-europe-15526719>

³⁰ «EU ministers approve Cyprus bailout deal», *Financial Times*, 25-3-2013. <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/fe951b5e-94a6-11e2-b822-00144feabdc0.html#axzz2pzFNNEnc>

³¹ Para una referencia completa sobre la nueva gobernanza económica: http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/index_en.htm



ranía para, a cambio, ser controlados eficazmente en sus gastos y obligados a adoptar costosas reformas estructurales.

Así las cosas, aquellos como Alemania que son consecuentes hacen imposible con su rigor la solución del problema, mientras que aquellos que son laxos también imposibilitan con sus reticencias, la solución. La sensación dominante al final del día es que muchos de ellos parecen confiar en que el crecimiento económico acabe por rebajar las presiones, de tal manera que se pueda volver a la normalidad antes de haberse embarcado en una revisión de Tratados para ceder más soberanía aún a la UE.

La decisiva intervención del BCE a lo largo de 2012, al haber calmado a los mercados y despejado la incertidumbre sistémica sobre el euro, ha tenido ese efecto de relajar a los estados miembros, muchos de los cuales se preguntan por la urgencia de ir a una unión bancaria y fiscal precisamente en un momento en el que apoyo de la opinión pública a la UE está bajo mínimos en la mayoría de los países de la zona euro. En el Sur de Europa porque aunque las opiniones públicas están lejos de estar satisfechas con la gestión de la crisis por parte de sus gobiernos, su reacción no es la de solicitar «más Europa», asociada negativamente a los rescates, recortes y reformas estructurales, sino la de buscar más autonomía frente al exterior y unas democracias de mayor calidad. Y en el Norte de Europa porque, al contrario de lo ocurrido en el Sur, las democracias nacionales han ganado en valoración precisamente por su capacidad de afirmarse ante los demás estados miembros. Eso supone que hay una reticencia a ceder soberanía en lo que refiere a las políticas de integración que tengan como elemento fundamental la solidaridad (eurobonos, capacidad fiscal de la eurozona, etc.) pero amplia disposición a reforzar la capacidad de las instituciones europeas de controlar, supervisar y sancionar a los estados miembros que supongan una amenaza para la estabilidad del conjunto.

En esa tesitura, la unión monetaria tiene ante sí dos salidas. Por un lado, puede optar por consolidar el modelo actual, que es el de una «unión de reglas». Bajo ese modelo, la gobernanza del euro está casi exclusivamente centrada en la supervisión de los compromisos de estabilidad fiscal y macroeconómicos así como en la corrección y sanción de los incumplimientos. Aunque no requiera reformar los Tratados, ese modelo implica, de facto, mucha transferencia de soberanía pues los estados aceptan ser vigilados y sancionados por las instituciones europeas. Como hemos visto, el problema es que el proceso acaba generando una importante fricción con las instituciones nacionales (gobiernos y parlamentos, a veces también tribunales constitucionales), y muy especialmente con la opinión pública. Todo ello acaba erosionando la confianza en la UE y deslegitimando las instituciones europeas ante la ciudadanía en los países sometidos a mayor control pero, también, como estamos viendo a raíz de la apertura de un expediente informativo a Alemania por su superávit, también en los Estados acreedores.

Por otro, la unión monetaria puede convertirse en una «unión de políticas», es decir, en un sistema político que, además de reglas y mecanismos de supervisión y sanción, tenga a su disposición instrumentos de política económica parecidos a los que en la actualidad tienen los estados, fundamentalmente, un presupuesto propio, pero también un Banco Central cuyos objetivos sean políticos (empleo y crecimiento,



y no sólo control de la inflación) o unas instituciones, como la Comisión Europea, capaz de emprender políticas de en un amplio rango de materias³².

Ese tipo de unión sí que requiere, además de la transferencia material de soberanía, la transferencia de legitimidad, formal y real, vía la reforma de los Tratados y, muy posiblemente, las Constituciones nacionales. El problema es que, para unos, en línea de lo que establece el Tribunal Constitucional alemán, al involucrar la cesión de capacidad fiscal de forma permanente e irreversible el traslado de esa legitimidad sólo puede tener lugar bajo un doble procedimiento paralelo de reforma de los Tratados y de reforma de la Constitución nacional, posiblemente incluso con referéndum popular. Sobre las dificultades de este proceso no es necesario extenderse mucho, pues a la luz de todos están los resultados de los referendos de 1991-1992 sobre Maastricht y 2005 sobre la Constitución Europea, y que permiten proyectar, con los datos que tenemos en la actualidad sobre el sentimiento de desafección hacia la UE, unos resultados seguramente catastróficos.

Como consecuencia, la UE se encuentra atrapada en una situación parecida a la existente al comienzo de la crisis. Después de seis años de crisis, se ha dotado de una serie de reglas o está en el camino de dotarse de ellas, que le permitan gobernar el euro de una forma acorde con la experiencia y necesidades de estos años. Sin embargo, al igual que al principio, sigue careciendo tanto de la flexibilidad para adaptar esas reglas a circunstancias cambiantes como para diseñar nuevas de forma rápida y eficaz si fuera el caso. Y, a la vez, tampoco dispone de un gran apoyo ciudadano para hacerlo; al contrario, pese al apoyo sostenido de la opinión pública por el euro, la brecha Norte-Sur configura una nueva geografía política de la zona euro que ralentiza los progresos a lo largo de la hoja de ruta.

³² Dullien, Sebastian y Torreblanca, José Ignacio (2012), «What is Political Union?», *ECFR*, Policy Brief 70, diciembre 2012. http://ecfr.eu/page/-/ECFR70_POLITICAL_UNION_BRIEF_AW.pdf

ENTIDADES PATRONO

de la Fundación de Estudios Financieros

BANCO SANTANDER, S.A.
TELEFONICA, S.A.
ENDESA, S.A.
BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA
CITI
BANCO SABADELL
BANKIA
CLIFFORD CHANCE
EY
FIDELITY WORLDWIDE INVESTMENT
FUNDACIÓN REPSOL
INDITEX
KPMG
LA CAIXA
MAPFRE
ZURICH ESPAÑA
BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES
URIA & MENENDEZ
ACS
DELOITTE
ENDESA, S.A.
FUNDACIÓN MUTUA MADRILEÑA
FUNDACIÓN PRICEWATERHOUSE COOPERS
INDRA SISTEMAS, S.A.
FUNDACIÓN ABERTIS
MIRABAUD
BAKER & MCKENZIE
J&A GARRIGUES, S.L.
CECA

ENTIDAD FUNDADORA

INSTITUTO ESPAÑOL DE ANALISTAS FINANCIEROS



FUNDACIÓN DE
ESTUDIOS FINANCIEROS

www.fef.es

fundación



www.fundacionico.es