ANUARIO DEL EURO 2017
Un futuro para la Unión Monetaria

Dirección
Fernando Fernández Méndez de Andés
IE Business School

ISBN: 978-84-697-9226-1
Depósito Legal: M. 3137 - 2018
Edita: Fundación de Estudios Financieros
Imprime: Reimpventa S.L.

ÍNDICE

EQUIPO DE TRABAJO 5

PRESENTACIÓN 9

RESUMEN EJECUTIVO
Fernando Fernández Méndez de Andés, IE Business School 11

PARTE I. ESCENARIOS EUROPEOS EN UN NUEVO CONTEXTO POLÍTICO

1. Escenarios para la Unión Europea tras el Libro Blanco de la Comisión y los documentos de reflexión
Joaquín Almunia, ex vicepresidente de la Comisión Europea **41**

2. The Capital Markets Union: A path towards a greater Union
Yolanda Azanza, Carlos Pérez Dávila y Francisco Pizarro, Clifford Chance **57**

PARTE II. UNA UNIÓN MONETARIA QUE FUNCIONA Y SIGUE SU CURSO NATURAL

3. Una visión panorámica del papel del euro en el mundo
Blanca Navarro, Almudena Gallego y Miguel Fernández, Área de Estudios y Evaluación, ICO **89**

4. El camino de la normalización o cómo salir de una política expansiva heterodoxa
José Ramón Diez, Servicio de Estudios Bankia **127**

5. ¿Para cuándo una banca paneuropea?
Gerard Arqué, Enric Fernández, Pau Labró y Estel Martín, Planificación Estratégica y Estudios, Caixabank **151**

6. Hacia la estabilidad regulatoria tras el activismo postcrisis
Francisco Uría, KPMG **173**

PARTE III. COMPLETAR LA UNIÓN MONETARIA PARA GARANTIZAR SU SOSTENIBILIDAD

7. Tackling Europe´s crisis legacy: A comprehensive strategy for bad loans and debt restructuring
Maria Demertzis, Alexander Lehmann, Bruegel Policy Contribution **201**

8. Los dilemas de la resolución bancaria
Manuel Conthe, Economista y Técnico Comercial del Estado **221**

9. Reglas e Instituciones para la gobernanza fiscal en Europa
Pablo Hernández de Cos, Banco de España **237**

10. Reflexiones sobre la Dimensión Social de la UE
Javier Andrés, Universidad de Valencia y Rafael Doménech, BBVA Research **253**

ENTIDADES PATRONO DE LA FUNDACIÓN DE ESTUDIOS FINANCIEROS 281

EQUIPO DE TRABAJO

Director

Fernando Fernández Méndez de Andés, Doctor en Ciencias Económicas y Profesor de Economía y Estabilidad Financiera en IE Business School. Consultor Internacional. Consejero externo de Bankia y Red Eléctrica. Ha sido director de Estudios del Banco Santander y Economista Principal del FMI.

Colaboradores

Joaquín Almunia ha sido Vicepresidente de la Comisión Europea, Comisario Europeo de la Competencia (2010-2014), y de Asuntos Económicos y Monetarios (2004-2010). Ministro del Gobierno de España (1982-1991) y miembro del Parlamento (1979-2004). Actualmente es Chairman del Centre for European Policy Studies (CEPS) y Profesor Visitante en el Instituto Europeo de la London School of Economics and Political Science y en Sciences Po, Paris.

Javier Andrés es catedrático de Fundamentos del Análisis Económico de la Universidad de Valencia desde 1991. Es Doctor por la Universidad de Valencia y Máster en Economía por la London School of Economics, donde también ha sido investigador visitante. Un CV detallado puede consultarse en http://www.uv.es/jandres/

Gerard Arqué es Economista en la dirección corporativa de planificación estratégica y estudios de CaixaBank. Licenciado en Ciencias Económicas por la Universitat de Barcelona, y Máster en Macroeconomía y Finanzas por la Barcelona Graduate School of Economics. Ha trabajado en la FSA del Reino Unido y en el Departamento de Estabilidad Financiera en el Banco de España.

Yolanda Azanza es Licenciada en Derecho por la Universidad de Navarra. Es socia del departamento de mercado de capitales de Clifford Chance desde 2008 y está especializada en todos los aspectos de mercado de valores, tanto de renta fija como de renta variable, así como en cuestiones de derecho regulatorio del mercado de valores. Ha sido autora de diversas publicaciones en medios especializados.

Manuel Conthe en la actualidad trabaja como árbitro y es columnista presidente del Consejo Asesor del diario Expansión. Ex Secretario de Estado de Economía. Fue también Presidente de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, Vicepresidente para el Sector Financiero en el Banco Mundial y Director General del Tesoro y Política Financiera.

Maria Demertzis es Directora Adjunta de Bruegel. Ha trabajado previamente en la Comisión Europea y en el departamento de Investigación del Banco Central de Holanda. Ha ocupado puestos académicos en la Kennedy School of Government de Harvard y en la Universidad de Strathclyde en el Reino Unido, donde obtuvo su doctorado en Economía.

José Ramón Díez Guijarro es Director del Servicio de Estudios de Bankia, Profesor de Entorno Económico del IE Business School y Profesor de Estructura Económica Española en CUNEF. Máster en Finanzas por ICADE. Licenciado en Ciencias Económicas por la Universidad Complutense de Madrid con especialidad en Análisis Económico y Economía Cuantitativa.

Rafael Doménech es responsable de Análisis Macroeconómico de BBVA Research y Catedrático de Análisis Económico de la Universidad de Valencia. Máster en Economía por la London School of Economics. En http://www.uv.es/rdomenec/ puede consultarse su CV detallado.

Enric Fernández es Economista jefe y director corporativo de planificación estratégica y estudios de CaixaBank. Licenciado en Ciencias Económicas y Empresariales por la Universitat Pompeu Fabra, Máster y Doctor en Economía por la Universidad de Chicago, y PDD del IESE. Ha trabajado en el Fondo Monetario Internacional.

Miguel Fernández es Economista del Área de Estudios y Evaluación del ICO. Ha trabajado en COFIDES y en la Oficina Económica y Comercial de España en Oslo. Licenciado en Administración y Dirección de Empresas y en Derecho por la Universidad Carlos III de Madrid y Máster en Gestión Internacional de la Empresa por el CECO.

Almudena Gallego es Economista del Área de Estudios y Evaluación del ICO. Ha trabajado en FEDEA y en el Servicio de Estudios del Banco de España. Licenciada en Economía por la Universidad de Alcalá de Henares y Máster en Economía Cuantitativa en la Universidad Autónoma de Madrid.

Pablo Hernández de Cos es actualmente Director General de Economía y Estadística y miembro de la Comisión Ejecutiva del Banco de España además de Alterno al Gobernador en el Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo. Es también miembro del Comité Económico y Financiero de la Unión Europea, del Consejo Superior de Estadística y del International Center for Monetary and Banking Studies (ICMB), así como de los Patronatos del Centro de Estudios Monetarios y Financieros (CEMFI) y de FEDEA, formando parte de la Comisión Ejecutiva de esta Fundación.

Pau Labró es Economista en la dirección corporativa de planificación estratégica y estudios de CaixaBank. Licenciado en Economía y Máster en Dirección Financiera y Contabilidad por la Universitat Pompeu Fabra, y analista CFA por el CFA Institute. Ha trabajado como consultor de estrategia y operaciones en Deloitte.

Alex Lehmann es non-resident fellow de Bruegel y profesor adjunto en la Hertie School of Governance de Berlin. Ha trabajado anteriormente en el Banco Europeo de

Reconstrucción y Desarrollo y el Fondo Monetario Internacional y ha sido asesor de bancos centrales. Ha sido investigador en LSE y Chatham House y tiene un doctorado en Economia en Oxford University.

Estel Martín es Directora de estrategia bancaria en la dirección corporativa de planificación estratégica y estudios de CaixaBank. Licenciada en Administración y Dirección de Empresas por la Universitat Pompeu Fabra, y Executive MBA por IESE. Ha trabajado en Deloitte y en Aguas de Barcelona.

Blanca Navarro es Jefe del Área de Estudios y Evaluación del ICO. Ha sido Profesora Asociada en la Universidad Carlos III e ICAI. Master en Finanzas por el Centro de Estudios Financieros. Licenciada en Economía por la Universidad de Zaragoza con especialidad en Análisis Económico.

Carlos J. Pérez Dávila es Licenciado en Derecho y ADE, (ICADE-3). Es abogado *senior* en el departamento de mercado de capitales de Clifford Chance, especializado en titulizaciones y financiación estructurada así como en derecho regulatorio bancario y del mercado de valores. Ha trabajado en la asesoría jurídica de JP Morgan y como docente en ICADE y la Universidad de Alcalá. Autor de diversas publicaciones en medios especializados.

Francisco Pizarro González es Licenciado en Derecho y ADE (ICADE-3). Es abogado en el departamento de mercado de capitales de Clifford Chance desde 2015, especializado en emisiones de renta fija y variable y en derecho regulatorio del mercado de valores. Anteriormente trabajó en Uría Menéndez, principalmente en *equity* y *debt capital markets*, pero también en fusiones y adquisiciones y derecho societario.

Francisco Uría es Abogado del Estado y doctor en derecho. Actualmente es socio principal de KPMG-abogados y responsable del sector financiero. Ha ocupado puestos en el Servicio Jurídico del Estado en Cataluña, en la Agencia Estatal de Administración Tributaria y en la Secretaría de Estado de Economía. Fue también Secretario General Técnico en los Ministerios de Fomento y de Hacienda y Subsecretario de este último. Igualmente, ha sido Vicesecretario General y Director de la Asesoría Jurídica en la Asociación Española de Banca.

PRESENTACIÓN

La Fundación ICO y la Fundación de Estudios Financieros decidieron conjuntamente, en el año 2012, la publicación de un estudio periódico denominado «*Anuario del Euro*» con el objetivo de contribuir al conocimiento de la relevancia y el papel de la moneda única y a sugerir ideas y propuestas para reforzar su aceptación y sostenibilidad.

Esta colaboración se traduce en la elaboración de una publicación anual para 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 los mismos.

El informe que presentamos, el quinto de la colección, se articula en diez capítulos que recogen los aspectos esenciales de los avances en la construcción europea. Contiene tres partes bien diferenciadas. En la primera se discuten los escenarios políticos y económicos, las prioridades de la Unión tras el Brexit y se explica la unión del mercado de capitales como un paso necesario hacia una mayor integración política y económica. En la segunda se analiza el funcionamiento de la Unión Monetaria, la evolución del euro, la fragmentación y volatilidad de los mercados financieros en Europa, la política monetaria y la regulación y supervisión bancaria. En la tercera y última parte se profundiza en lo que serán las prioridades supervisoras del BCE en el año 2018, con su objetivo de reducción del stock de activos morosos en los balances bancarios; se ofrecen algunas lecciones del primer ejercicio de resolución bancaria europea; se presentan propuestas para el nuevo marco de gobernanza fiscal europea y se concluye con aportaciones originales sobre la dimensión social del euro.

El trabajo incluye un resumen ejecutivo que sistematiza las aportaciones realizadas por los distintos colaboradores y presenta, por primera vez, las diez reformas más importantes que serían necesarias para completar y dotar de estabilidad y permanencia a la Unión Monetaria europea.

En este contexto excesivamente técnico y complejo, parece necesario explicar y dar a conocer con rigor y detalle, como se hace a lo largo de este volumen, los cambios que se están produciendo en la Unión Monetaria Europea, analizar lo que significan y cómo nos influyen.

El estudio ha sido dirigido por D. Fernando Fernández Méndez de Andés, Profesor del IE Business School. A su vez ha contado con un equipo de expertos 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 2017 suponga una importante aportación al actual debate sobre el euro y la construcción europea y que sea de interés de todos sus lectores.

FUNDACIÓN DE ESTUDIOS FINANCIEROS FUNDACIÓN ICO

RESUMEN EJECUTIVO

Fernando Fernández[1]

1. UN AÑO ILUSIONANTE EN EUROPA

Por séptimo año consecutivo tengo la oportunidad de dirigir este Anuario del Euro gracias a la generosidad de la Fundación de Estudios Financieros y de la Fundación ICO. 2017 ha sido un año europeo apasionante. Comenzaba sumido en la ansiedad y la desesperanza, ambas reflejadas en el tono triste y escéptico que caracterizó el Anuario del año pasado. Europa se sentía amenazada política y económicamente. En lo político, el populismo y el nacionalismo ponían en cuestión el proceso de integración europea y los consensos básicos que habían forjado la arquitectura institucional del continente desde la Segunda Guerra Mundial. En lo económico, el pulso de la actividad era débil, se extendía la amenaza de la deflación, la recuperación del empleo no llegaba a las rentas salariales y el Banco Central Europeo parecía el único protagonista posible. Aunque su actuación generaba un creciente malestar por invadir competencias fiscales, ante la pasividad de los gobiernos que parecían incapaces de definir y mucho menos de coordinar sus políticas económicas o fiscales. Cundía el desencanto y para muchos ciudadanos, atraídos por los cantos de sirena del nacionalismo, Europa ya no era la solución, sino que se había convertido en el problema.

Y sin embargo 2017 ha sido un año brillante, en lo político y en lo económico. Lo que atestigua la fortaleza del proyecto europeo, fortaleza más que resiliencia porque los europeístas no solo han resistido el ataque, sino pasado a la ofensiva. Los análisis de economía política se hacen particularmente difíciles en un contexto de alta volatilidad y extrema inmediatez en los juicios y las opiniones públicas. Los relatos políticos se construyen, y destruyen, en segundos y 140 caracteres. Pero es obligación de los analistas sumergirse más allá de la espuma, resistir la tentación de la manada viral, exigir pausa y profundizar en las tendencias de fondo. Sobre todo en la Unión Europea, una construcción política forjada en el consenso, no en la adhesión emocional, que se legitima con la ética de la eficacia y la responsabilidad, no por impulsos carismáticos ni mesiánicos. Una Comunidad de voluntades e intereses que actúa siempre con exasperante lentitud, porque los procesos de decisión son su única garantía de legitimidad y por lo tanto de eficacia en la aplicación de sus propias decisiones. Si la democracia se fundamenta en el respeto a las formas y los procedimientos, la Unión Europea es híper democrática por vocación y necesidad. El *tempo* económico es otro, el financiero más aún. Lo que crea una

[1] Fernando Fernández Méndez de Andés es profesor en IE Business School y Director del Anuario del Euro desde su primera edición.

tensión positiva y necesaria, una cierta volatilidad y algún susto innecesario. Pero los agentes económicos y sociales no pueden ni deben ignorar la fuerza de la convicción y resolución europea que sintetizó magistralmente el presidente del BCE en una sencilla frase, «haremos lo que sea necesario».

Políticamente se ha recuperado la ilusión y la confianza en Europa. Han bastado unos cuantos acontecimientos singulares. Primero, las derrotas sistemáticas de los populistas anti europeos que han sido incapaces de romper su techo de cristal en Francia, Alemania, Holanda, Italia, España, e incluso Polonia y Austria entre otros. Segundo, la Arcadia feliz del Brexit se ha convertido en una pesadilla que no suscita deseo de emulación ni contagio alguno, a medida que se ponen de manifiesto las crecientes complicaciones de su aplicación, los costes económicos, sociales y humanos de su materialización y las implicaciones políticas y estratégicas para un Reino Unido desconcertado. Tercero, Francia, el eterno enfermo de Europa, ha recuperado la autoestima y renovado su liderazgo europeo de la mano de un Presidente joven y ambicioso que ha puesto en la agenda política una idea de la Unión que, más allá de su contenido concreto, recupera el espíritu fundacional de una siempre creciente integración. Cuarto, Alemania ha renovado su compromiso europeo de la mano de la canciller Merkel, no sin dificultad pero de manera indiscutible. Un compromiso que es tanto económico –unión bancaria y fiscal– como moral –inmigración y refugiados– y político –seguridad y defensa–. Y quinto, y me alegra afirmarlo porque he sido muy crítico de su actuación, la Comisión Juncker ha terminado por poner encima de la mesa un ambicioso proyecto de transformación institucional hacia la unión bancaria, fiscal, económica, social, de defensa y seguridad, que constituye un auténtico mapa de ruta hacia un nuevo Tratado constituyente[2]. Al actuar así, la Comisión ha recuperado el *método comunitario* y marcado la agenda europea durante los próximos años, a pesar del rechazo inicial del Consejo que siente amenazado su liderazgo y cuestionado su procedimiento de avanzar mediante acuerdos internacionales abiertos a los países comunitarios que quisieran adherirse. Avanza la Unión y pierden terreno las geometrías variables, las cooperaciones reforzadas, las alianzas ad hoc.

La economía de la Eurozona ha ido de menos a más en 2017, para acabar el año con un crecimiento cercano al 2,5%, incluso ligeramente por encima del potencial según estimaciones propias de la Comisión. No estamos ya en una fase de recuperación sino de plena expansión, tras siete trimestres consecutivos de datos positivos. Expansión que es además generalizada, pues prácticamente todos los países registran tasas de crecimiento positivas y son Italia y Francia las agradables sorpresas que han mostrado una fortaleza muy superior a todas las expectativas. La confianza de empresas y consumidores está en máximos, ayudada entre otros por la reducción del riesgo político intra europeo, la recuperación del empleo y la sostenida fortaleza del sector industrial. Inversión y consumo privado han tomado el relevo de las exportaciones como catalizadores de la actividad económica, con lo que estamos ante una expansión que está mejorando los niveles de bienestar de la población. De hecho, el desempleo en la Eurozona termina 2017

[2] Communication from the Commission to the European Parliament, the European Council and the European Central Bank, *Further Steps Towards completing Europe's economic and Monetary Union: A Roadmap*, Brussels, COM (2017) 821 and complementary documentation. December 6th, 2017.

en niveles del 9%, que se corresponden con los registrados en 2009, antes del estallido de la crisis de la deuda europea. El hecho mismo de que el debate político se haya desplazado de la tasa de paro hacia la calidad del empleo, la capacidad adquisitiva de los salarios o la desigualdad de la distribución de la renta es una manifestación más de que la crisis cíclica está superada. Pero también de que Europa se tiene que enfrentar sin más dilación a las consecuencias económicas y sociales de la globalización y la revolución digital, ante un problema estructural no cíclico. Una nueva etapa menos centrada en sus problemas internos y más abierta al mundo que requiere una nueva política económica, porque el miedo a una inflación demasiado baja no puede ser ya la razón última de las decisiones monetarias. Esta es la principal incertidumbre que tendrán que navegar los mercados financieros en 2018.

Las autoridades económicas y monetarias tendrán que esforzarse en diseñar una estrategia eficaz y creíble de salida de la extraordinaria y heterodoxa expansión monetaria en la que lleva inmersa la Eurozona desde 2010, sin poner en riesgo la estabilidad. La economía real tendrá que volver a crecer por sí misma, sin impulsos políticos extraordinarios y apoyada no tanto en un mero rebote cíclico, que en gran medida ya se ha producido, sino en consideraciones de productividad y competitividad. Y los inversores, acostumbrarse a mayores volatilidades y a correcciones de precios del dinero y de los activos financieros en búsqueda de un nuevo equilibrio más compatible con la sostenibilidad a largo plazo. Todo ello en un contexto que podríamos calificar, sin caer en ningún exceso retórico, de cambio constitucional en la Unión Monetaria Europea.

El Anuario del año pasado concluía reclamando un nuevo Tratado desde el pesimismo de sus escasas posibilidades políticas. Este año 2017 termina con la convicción de que más pronto que tarde habrá un nuevo Tratado. Convicción compartida con mayor o menor intensidad por todos los que siguen la actualidad política económica europea. Esa es la verdadera dimensión del cambio político sucedido en Europa gracias al renacido liderazgo franco alemán. Sigue habiendo algunas diferencias profundas, sigue habiendo dos versiones enfrentadas del *steady state* final de la Unión Monetaria Europa[3], en realidad de la propia Unión Europea. Porque esa ha sido una consecuencia prácticamente indiscutible del Brexit, que la diferencia entre la UEM y la UE es ya sólo transitoria, para acomodar distintos ritmos de ajuste y adaptación a la situación final, que será una Unión con una moneda única y más integración política.

Las dos versiones aún posibles de la Unión comparten ya un mismo objetivo: completar la Unión Monetaria con mayores niveles de integración fiscal, social y política entre los países que aspiren a mantenerse en ella. Por razones de estabilidad económica y de solidaridad política, que ambas son inseparables. Esa es la lección que los europeos parece que hemos aprendido en 2017 y por eso hay razones para felicitarse. Este Anuario parte pues con un tono optimista respecto al futuro europeo, aunque

[3] Guntram Wolff (2017), *Beyond the Juncker and Schauble Visions of Euro Area Governance*, Bruegel Policy Brief, Issue 6, November 2017. Una división que es aún más profunda si ampliamos el foco más allá de la UEM. En palabras de Donald Tusk, presidente del Consejo a la salida de la Cumbre de diciembre, «En temas monetarios la división está entre el Norte y el Sur; cuando se trata de defensa y migraciones, entre el Este y el Oeste», Expansión, 15 de diciembre de 2017.

desgraciadamente la situación española, condenada a enfrentarse una y otra vez a los mismos fantasmas nacionalistas y a debates más propios del Antiguo Régimen, pueda hacernos una vez más perder una gran oportunidad. Pero ese optimismo europeo no debe confundirse con euforia ni con ingenuidad. Queda mucho camino por recorrer y no será sencillo. Habrá sorpresas, grandes sustos, batallas políticas intensas por configurar esa Unión. Pero habrá nuevo Tratado y el resultado será una Unión Europea más fuerte y más integrada política y económicamente; una Unión Monetaria más estable y parecida a un área monetaria óptima. Porque no hay alternativa y los líderes europeos, los actuales y los que vendrán, lo saben. El populismo y la demagogia están en retirada.

Europa se renovará con o sin España, pero se renovará en 2018. Por eso pocas veces ha sido la doble perspectiva del Anuario tan necesaria. Hay que explicar y divulgar sin desánimo el debate europeo en España. Sobre todo un año en el que los más rancios enfrentamientos internos amenazan con agotar nuestra capacidad de ilusión y con consumir todo el capital político de nuestras instituciones. Pero no basta con conocer lo que sucede o va a suceder en Europa, hay que recuperar la ambición y el consenso político para influir decisivamente en ello. Porque pocos años serán tan cruciales, pocas veces se tomarán tantas decisiones que afectarán al futuro de muchas generaciones de europeos. Permítanme que insista más allá de la retórica. Si desde hace siglos el futuro de España se juega en Europa, hoy debemos participar en ese futuro como actor principal. Solo hace falta proponérselo y no distraerse. Porque no cabe ninguna duda que la refundación institucional de la Unión Europea es el primer objetivo, el primer punto en la agenda política en las principales cancillerías del continente. Y debería serlo también en la española. Por lo que nos jugamos y porque, además, sólo con un proyecto europeo ilusionante podemos superar el agotamiento psicológico, el profundo aburrimiento del separatismo catalán.

2. LA REFUNDACIÓN INSTITUCIONAL DE LA UNIÓN EUROPEA

Al terminar el año 2017 hay un gran proyecto concreto de reforma de la Unión Monetaria encima de la mesa, el propuesto en diciembre por la Comisión Juncker[4]. A la que han seguido una anunciada contrapropuesta francesa, publicada en la prensa con un cierto detalle, y una supuesta reacción de la canciller alemana que no es ni puede ser aún oficial pues se encuentra en funciones. El partido ha empezado y las reglas de juego marcadas.

La Comisión había publicado en junio de 2015 el Informe de los Cinco Presidentes[5] que constituyó la primera vez que se presentaba una hoja de ruta sistemática para dar respuesta a los fallos de diseño de la Unión Monetaria que la crisis había puesto de manifiesto. Este documento inició un debate necesario que tras muchas vicisitudes, ver Anuarios 2015 y 2016, parecía haberse perdido en los arcanos de la política europea

[4] La ya comentada Comunicación COM (2017) 821 del 6 de diciembre 2017.

[5] *Completing Europe's Economic and Monetary Union*, Jean Claude Juncker en estrecha colaboración con Donald Tusk, Jeroen Dijsselbloem, Mario Draghi y Martin Schulz, Bruselas, junio 2015.

hasta que ya este año 2017 la Comisión publicó el Libro Blanco sobre el Futuro de Europa[6] que retomaba la agenda de las reformas institucionales y al que siguieron cinco documentos de reflexión, los llamados *Reflection Papers on the Future of Europe*, de los que tres son particularmente relevantes a nuestros efectos, los que tratan sobre la Profundización en la Unión Económica y Monetaria[7], sobre el Futuro de las Finanzas y el Presupuesto de la Unión[8], y sobre la Dimensión Social de Europa[9]. He criticado duramente estos documentos[10], en su forma y en su contenido. Por su forma porque a fuer de querer hacer divulgación y llegar a públicos más amplios y menos especializados, la Comisión cae en el simplismo con lenguajes, ejemplos e ilustraciones tan sesgados y populistas como los que dice combatir. En cuanto al contenido porque la Comisión parecía renunciar a liderar a la opinión pública y se limitaba a diseñar escenarios simplistas, sin ninguna profundidad, y a enumerar las cuestiones pendientes, los debates abiertos y las diferentes propuestas ya formuladas y conocidas desde hace años, sin expresar ninguna preferencia. Parecía querer situarse más como árbitro imparcial que como gobierno europeo. Más aún, en el más puro y desesperante estilo participativo europeo la Comisión abrió después un intenso proceso de solicitar opiniones y buscar consensos, a través de mesas redondas y debates sin fin en las principales capitales europeas hasta el mes de octubre.

Cuando ya parecía haber abandonado por agotamiento, la Comisión Juncker publicó en diciembre la Comunicación citada, en la que finalmente formula unas propuestas concretas en múltiples campos de la gobernanza monetaria y fiscal con un calendario objetivo. Propuestas que están llamadas a protagonizar el debate europeo hasta su eventual aprobación. En síntesis, la Comisión ha propuesto (i) transformar el Mecanismo Europeo de Estabilidad en un Fondo Monetario Europeo plenamente engarzado en la legislación comunitaria y que actuaría como un auténtico *fiscal backstop*, también para el Fondo Único de Resolución, (ii) integrar la parte sustancial del Tratado de Gobernanza, Estabilidad y Coordinación en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento con el loable objetivo de simplificar las reglas fiscales en la UEM y unificarlas en un solo texto legal, (iii) la creación de nuevos instrumentos presupuestarios europeos que permitirían dotar una auténtica facilidad de estabilización macroeconómica permanente a escala europea, (iv) la dotación de un presupuesto europeo para apoyar las necesarias reformas estructurales nacionales que faciliten la convergencia real y (v) la creación de un Ministerio Europeo de Finanzas.

Reformas en un horizonte 2018-2025 que son muy ambiciosas y sin duda polémicas. Reformas que han sorprendido por su profundidad y alcance y que han permitido a la Comisión recuperar su perdido liderazgo. Hay obviamente muchos aspectos criticables. Habrá que matizar, enmendar, perfeccionar y completar muchas de ellas[11]. Pero siem-

---

[6] *White Paper on the Future of Europe, Reflections and Scenarios for the EU27 in 2025*, COM (2017) 2025, 1 de marzo 2017.

[7] COM (2017) 291, 31 de mayo de 2017.

[8] COM (2017) 358, 28 de junio de 2017.

[9] COM (2017) 206, 26 de abril de 2017

[10] Ver, por ejemplo, *La Comisión Europea desperdicia su poder blando*, La Actualidad Económica, Julio 2017.

[11] Por razones de tiempo, por no retrasar más la publicación de este Anuario 2017, no lo hemos podido hacer aquí en detalle.

pre desde la perspectiva política de que estamos ante una auténtica refundación de la Unión Monetaria, de la propia Unión Europea y lo importante es el balance global no la pequeña batalla concreta. Llama sin embargo particularmente la atención la vuelta atrás sobre un tema urgente e irrenunciable como el Esquema Europeo de Garantía de Depósitos, una auténtica línea roja. Pero siempre habrá objeciones. Aunque el nuevo mapa de ruta para completar la Unión Económica y Monetaria Europea se ha publicado cuando este Anuario ya estaba prácticamente en imprenta, muchos de los artículos aquí contenidos tratan de aspectos contemplados específicamente en él. Porque son polémicas viejas de economistas y propuestas políticas ya conocidas. Pero lo relevante es que la Comisión las ha hecho suyas, aunque sea con muchas limitaciones y subordinadas, y al hacerlo así aumenta exponencialmente la probabilidad de que sean aprobadas. Han pasado así, como la supervisión o resolución bancaria única en su momento, del territorio de las propuestas académicas al de las posiciones políticas que terminarán traduciéndose en directivas europeas y leyes nacionales. Esta es la gran novedad europea de finales de año, gracias a una Comisión Juncker a la que había criticado duramente. Pero al César lo que le corresponde.

3. EL FUNCIONAMIENTO DE LA UNIÓN MONETARIA ENTRE LA NORMALIDAD Y LA EXCEPCIONALIDAD

El Anuario es este año un poco diferente en su organización interna, aunque permanece fiel su doble objetivo de divulgar y contribuir. Contiene tres partes bien diferenciadas. En la primera se discuten los escenarios políticos y económicos, las prioridades de la Unión tras el Brexit y, una vez derrotados los populismos, se explica la unión del mercado de capitales como un paso necesario hacia una mayor integración política y económica. En la segunda se analiza el funcionamiento de la Unión Monetaria, la evolución del euro, la fragmentación y volatilidad de los mercados financieros en Europa, la política monetaria y la regulación y supervisión bancaria. Es la parte más divulgativa del Anuario, aunque los autores no dudan en ofrecer sugerencias de mejora al describir las políticas de la Unión y comentar sus insuficiencias. En la tercera y última parte se intenta diseñar el futuro. Se profundiza en lo que serán las prioridades supervisoras del BCE en el año 2018, con su objetivo de reducción del stock de activos morosos en los balances bancarios; se ofrecen algunas lecciones del primer ejercicio de resolución bancaria europea que, desgraciadamente, una vez más tuvo a un banco español como protagonista; se presentan propuestas para el nuevo marco de gobernanza fiscal europea y se concluye con aportaciones originales sobre la dimensión social del euro.

Un año más se intenta presentar al lector el debate europeo en su totalidad, sin excepciones incómodas ni preferencias personales. Aquí tiene a su disposición los temas de los que se habla en Europa y que estarán de una u otra forma en la mesa de la Comisión y el Consejo. Está prácticamente todo lo que propone la Comisión Juncker. Aquí solo hemos pretendido explicarlo y ponerlo en el contexto de los intereses, objetivos y necesidades de los agentes económicos y sociales españoles. Porque solo conociendo los temas de debate y sus consecuencias para la economía y la ciudadanía española, puede fraguarse el consenso inteligente y funcional que permita a España recuperar el protagonismo

europeo que le corresponde por tamaño, vocación, historia y ambición. Para ello, un año más he podido reunir un conjunto inmejorable de profesionales de todos los campos de la economía académica, financiera y política, de la consultoría y del derecho. A todos ellos, y a los autores de años anteriores que no han podido estar por razones de espacio, solo me cabe expresarles mi profundo agradecimiento por un trabajo bien hecho. Y su comprensión por este resumen ejecutivo deliberadamente sesgado, que una vez más se permite completar las opiniones de los autores de los distintos capítulos con las mías propias para que el lector tenga la oportunidad de formarse su propio criterio sobre temas polémicos, controvertidos, algunos ideológicos y otros puramente técnicos pero que tienen sin duda profundas consecuencias sociales y redistributivas. Porque como escribía ya el año pasado, «Europa no se construye aparentando falsas unanimidades, sino a través de un intenso proceso de contraste de pareceres, consecución de complejos acuerdos y cumplimiento escrupuloso de las normas que entre todos nos hemos dado».

Comienza el libro con un artículo introductorio (capítulo 1) de Joaquín Almunia, ex vicepresidente de la Comisión Europea, sobre el futuro de Europa. Un artículo optimista en lo económico –recuperación generalizada, confirmación de que las reformas en Grecia funcionan y se encamina hacia la salida de su programa financiero, estabilidad del euro, menores tensiones bancarias –y en lo político –elección de Macron, confirmación de Merkel, mantenimiento de la unidad europea ante el Brexit y sus crecientes dificultades, mejora del sentimiento europeísta– que concluye con un llamamiento a aprovechar el momento y avanzar decididamente en la integración europea. Llamamiento que de una u otra manera comparten todos los colaboradores de este Anuario y hemos convertido en el lema central de esta edición.

Desde una interpretación más personal, este capítulo presenta lo que podríamos llamar el consenso de Bruselas[12], que contrapone a los augurios catastrofistas, injustos e infundados, sobre el futuro de la UEM tan frecuentes en autores norteamericanos tan diversos como Feldstein, Stiglitz o Krugman. Consenso de Bruselas que define en una frase: «los problemas de la UEM se han debido más a errores de diagnóstico en los desequilibrios nacionales … o a los fallos de política económica de sus gobiernos que a los defectos estructurales del diseño inicial establecido en Maastricht». Consenso que no comparto, como saben los autores de cualquier edición de este Anuario, y que precisamente ha retrasado la corrección de estos fallos institucionales, –unión bancaria, unión fiscal, eurobonos, etc.– y que ha alargado y profundizado innecesariamente la crisis. Ha habido evidentes fallos de diagnóstico, pero estos han estado tanto en Bruselas y las autoridades comunitarias como en los gobiernos de los Estados Miembros. Y ha faltado entre las primeras el liderazgo y la claridad de ideas que se les suponía.

Pero no es momento de pasar factura sino de completar la Unión Monetaria, como afirma el autor de este capítulo recogiendo las propuestas de la Comisión desde el Informe de los 5 Presidentes. Proceso que ha de partir de un consenso previo entre Francia y Alemania, de que encuentren un compromiso políticamente sostenible, econó-

[12] Utilizo aquí esta expresión por extensión del llamado consenso de Washington que definía la ortodoxia económica de los años 80 y 90 proveniente de instituciones internacionales como el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial, en palabras del profesor John Williamson que acuñó el término.

micamente funcional y exportable al resto de países europeos, al binomio responsabilidad-solidaridad. Debate existencial entre dos visiones de Europa que está detrás de las principales cuestiones pendientes para completar la UEM. No otra cosa son los debates que se tratan en este Anuario entre austeridad y expansión fiscal, reducción y mutualización de riesgos, superávit de balanza de pagos y transferencias fiscales, Fondo Monetario Europeo o ministerio europeo de Hacienda como vehículo de la facilidad europea de estabilización macroeconómica, quitas ordenadas de deuda o rescates con condicionalidad blanda desde una agencia europea.

Almunia no lo dice explícitamente, pero me atrevo a aventurar que su experiencia europea le llevará a estar de acuerdo conmigo en que no es posible esperar una gran solución global, sistémica, una victoria por goleada de ninguna de las dos posiciones. La solución, el compromiso, solo puede venir, en el más puro estilo europeo, de múltiples acuerdos de detalle e infinidad de precisiones técnicas en todos los capítulos pendientes, que diseñen un necesario equilibrio global, a semejanza de los acuerdos comerciales. Por eso la importancia de que España participe activamente en estos debates técnicos que terminarán forjando el acuerdo político europeo. De ahí el segundo propósito de este Anuario. Si la Unión avanza en paralelo en la unión política, como sin duda tendrá que hacer, será posible entonces que, en función de las preferencias electorales cambiantes del electorado europeo que no es homogéneo nacionalmente pese a lo que se asume con demasiada simpleza, el gobierno europeo del momento aplique una mayor dosis de solidaridad o de responsabilidad. Pero dentro de unos márgenes predefinidos por el acuerdo constitutivo previo plasmado en la legislación comunitaria. Como sucede en todos los Estados miembros con sus políticas fiscales, tributarias, laborales, educativas o de reformas estructurales. Porque la Unión Europea sigue siendo la mejor plataforma para que los europeos promovamos nuestros valores y defendamos nuestros intereses en el mundo.

En el siguiente capítulo Yolanda Azanza, Carlos Pérez Dávila y Francisco Pizarro, de Clifford Chance, entienden la unión del mercado de capitales como un salto cualitativo hacia una mayor integración económica y financiera, como un paso lógico hacia la unión política y lo hacen citando a Víctor Hugo. El artículo se construye como la explicación y evaluación detallada del estado actual de implementación de las prioridades definidas por la Comisión en su Plan de Acción 2015, que tras un proceso de consulta pública ha sido reformulado en junio de 2017 (The *Mid Term Review*). Contiene múltiples sugerencias y aportaciones relevantes a un debate que va cobrando intensidad en la Unión desde que la Comisión lo ha convertido en su prioridad y sobre todo desde que la inminencia del Brexit ha resaltado la urgencia y necesidad de asegurar la existencia de mercados financieros amplios, profundos, líquidos y globalmente competitivos dentro de la Eurozona.

Idealmente, la unión del mercado de capitales permitiría: (i) movilizar más inversión para la empresa europea, (ii) aumentar sus posibilidades y opciones de financiación, (iii) mejorar la financiación de la innovación y de infraestructura, (iv) dotar de mayor estabilidad al sistema financiero europeo al facilitar la diversificación de riesgos, y (v) profundizar la integración financiera europea y mejorar así la competitividad de su economía. La revisión del plan de acción ha puesto de manifiesto la necesidad de avanzar en siete apartados diferentes. Quizás el más importante sea la financiación de la innovación, de *start-ups* y del capital riesgo en sus distintas modalidades. Porque gran parte

del posicionamiento europeo en la nueva economía se juega en ese terreno, en la creación y desarrollo de este tipo de compañías que se consideran cruciales para el futuro del empleo y la competitividad europea y donde la Unión muestra un considerable retraso frente a otras áreas económicas. Aunque no todo en el terreno de la innovación es cuestión de financiación, la lista de iniciativas europeas en esta materia es muy amplia. La mayoría giran en torno a remover barreras de información, facilitar el desarrollo de empresas *fintech* mediante espacios regulatorios propios, «*regulatory sandboxes*», y la definición de un sistema europeo común de incentivos fiscales a la inversión inicial, los ingresos en el ciclo vital de la empresa y los beneficios obtenidos al materializar la inversión.

Otros apartados interesantes de la revisión del plan de acción para la unión del mercado de capitales tienen que ver con (i) facilitar el acceso de la pequeña y mediana empresa a los mercados organizados de capital y deuda, donde los autores alertan sobre la carga administrativa y el coste que puede significar la aplicación indiscriminada de las normas internacionales de información financiera (IFRS) y la imposición de requisitos prudenciales a las pequeñas firmas de inversión; (ii) la protección de la financiación de la inversión en infraestructuras sostenibles, que ha sido particularmente castigada regulatoriamente con la directiva de requisitos de capital CRR/CRD IV siguiendo las directrices de Basilea 3, (iii) la promoción del ahorro a largo plazo mediante el pasaporte europeo, la transparencia y la competencia transfronteriza en instrumentos tipo fondos de pensiones, aspectos todos estos que la Comisión pretende incentivar con la creación del Plan Personal Pan-Europeo de Pensiones, (iv) la recuperación del mercado de titulizaciones europeo con atención especial a la titulización de créditos a pymes, que según estimaciones de la Comisión podría suponer €150 mil millones de financiación adicional. Se trata de un mercado muy desigual en los distintos países europeos y cuya armonización está resultando especialmente compleja. Me atrevo a sugerir, yendo un poco más allá que los propios autores, porque en algunos países contiene un elemento implícito de ayuda de Estado que no sería posible ni deseable generalizar a escala europea.

Finalmente, este capítulo subraya los tres obstáculos más importantes para una plena integración de los mercados europeos de capitales sobre los que está resultando más difícil avanzar: la convergencia de los procedimientos nacionales de insolvencia, los distintos regímenes de protección del consumidor de productos financieros y las barreras fiscales transfronterizas.

El siguiente capítulo (3) trata del papel del euro en el mundo y con él comienza la parte recurrente del Anuario, la que pretende describir el funcionamiento ordinario de la Unión. Es un clásico, pero sus autores Blanca Navarro, Almudena Gallego y Miguel Fernández del servicio de Estudios y Evaluación del ICO, además de ofrecernos una cascada impresionante de datos desagregados, consiguen sorprendernos con análisis originales y puntos de vista sugerentes. No pretendo resumir aquí toda esa información y prefiero remitir al lector al capítulo correspondiente. Me limitaré a señalar las grandes tendencias y a destacar algunos aspectos singulares que me han parecido especialmente relevantes, aunque quizás no haga justicia del todo a la riqueza informativa del capítulo.

El euro ha sido sin discusión la segunda divisa de uso internacional, también durante 2016 y 2017. Pero su uso continuó disminuyendo ligeramente, siguiendo la tendencia iniciada en 2015 y que va más allá de un mero fenómeno cíclico, de tipos de interés y

tipo de cambio, y tiene más que ver con los fundamentos últimos de lo que constituye una moneda de reserva. Sobre todo en un contexto en el que los conflictos geopolíticos han cobrado especial relevancia y las autoridades chinas han ratificado en su informe anual de gobierno, su voluntad de garantizar y fortalecer el status mundial del yuan, aún a costa de la estabilidad de su tipo de cambio a un «valor razonable». Una declaración que, de traducirse en política sostenida, aumentará el protagonismo internacional del yuan, pues aleja los miedos a un intervencionismo proteccionista.

Continuó también el suave descenso en la utilización del euro como moneda de pago en el comercio internacional, aunque más en las transacciones de bienes que en las de servicios como corresponde al patrón de comercio internacional de la Unión. Lo que apunta a las conocidas dificultades de la divisa europea para consolidarse como medio de pago en las transacciones que no tengan como origen o destino el continente europeo. Como consecuencia de la asincronía en los ciclos monetarios en Estados Unidos y Europa, los diferenciales de tipos de interés entre ambas áreas monetarias se han abierto considerablemente en el período analizado y con ello, los inversores extranjeros recolocaron sus carteras hacia valores fuera del área UEM. Quizás más significativo a efectos de este Anuario, porque depende menos de los ciclos monetarios y más de factores institucionales de credibilidad y confianza, sea que la participación del euro en depósitos y créditos mundiales se mantuvo estancada, mientras que aumentaba el peso del dólar. Con respecto a los principales mercados financieros (renta variable, renta fija, mercado monetario, de divisas, o de derivados), el dólar continuó siendo la divisa de uso preferente ampliando incluso la distancia con el euro y sólo en los mercados de derivados de tipos de interés, el euro fue la moneda más utilizada, un año más. Quizás el aspecto más positivo en la evolución del euro en este período y que demuestra un cierto agotamiento de los riesgos políticos asociados a la moneda europea, lo hayamos observado en las tenencias oficiales de reservas mundiales de divisas, aumentando su participación tanto en volumen como en porcentaje. Pero sin olvidar que estamos aún a años luz del dólar (64% vs 20%). Del análisis desagregado de los datos, llama la atención la falta de penetración del euro en las carteras de los bancos centrales latinoamericanos, que de hecho ha disminuido brutalmente desde el inicio de la crisis de la deuda europea.

Por último, el capítulo aborda ampliamente el tema cambiario, desde el análisis de la evolución del tipo de cambio del euro con las principales divisas hasta la descripción de los regímenes cambiarios de los distintos países que de una u otra forma vinculan su moneda al euro (*euroización* formal o informal, *hard or soft pegs*, bandas de fluctuación explícitas o implícitas, etc.). Del tipo de cambio, subrayar que la apreciación del euro «podría ser un motivo de preocupación para el Consejo de Gobierno del BCE», sobre todo en un contexto donde las perspectivas de inflación siguen excesivamente bajas. De los regímenes cambiarios destacar, y es un dato sugerente, la nueva y decidida política oficial de la Unión de promocionar el uso de las monedas locales en los países candidatos a la adhesión, y en los potenciales candidatos, como una forma de contribuir a su estabilidad financiera doméstica y de evitar limitaciones en la política monetaria de la Unión. Nueva política que, en mi opinión, aunque los autores no llegan a tanto, señala un giro político fundamental: la entrada en la Unión Monetaria no será tan sencilla como hasta ahora porque los hechos han convencido a los Estados miembros que la salida pacífica es prácticamente imposible. Giro político que habrá que compatibilizar con

la presunción implícita en la Comunicación de la Comisión de diciembre de 2017 de que el euro será la moneda de toda la Unión Europea.

A continuación, José Ramón Diez, del servicio de Estudios de Bankia, describe y analiza la política monetaria de la Unión. Un tema que será el protagonista de la actuación, y de las críticas, del BCE en 2018, pues ya nadie discute que la autoridad monetaria europea ha iniciado el camino de la normalización de tipos y de su balance[13], sino cuándo y con qué intensidad se habrá de producir la primera subida de tipos oficiales. Normalización que es consecuencia del cambio fundamental en las condiciones económicas de la Eurozona, en plena recuperación generalizada como ya hemos comentado, pero también, en palabras del autor, de la necesidad de: (i) ir recuperando grados de libertad de la política monetaria, (ii) no extender en el tiempo anomalías que pueden estar distorsionando las decisiones de los agentes y (iii) evitar las vulnerabilidades en las exigentes valoraciones existentes en los mercados de valores o en los reducidísimos niveles de volatilidad[14].

Este capítulo describe primero el momento económico y monetario de la Eurozona y contiene algunas aportaciones interesantes, como la constatación de que el tipo de interés de la facilidad de depósitos se ha convertido de facto en el tipo de referencia del BCE desplazando al tipo repo o la necesidad que ha tenido el BCE de ir ampliando continuamente la lista de activos financieros comprables, dada la tremenda expansión monetaria realizada. Algunas cifras son ilustrativas: el tamaño del balance del BCE se ha multiplicado por cuatro desde el inicio de la crisis, suponía a finales de 2017 prácticamente el 40% del PIB de la Eurozona, el exceso de liquidez se estimaba en unos €2,000 millones, el 83% de los activos adquiridos son bonos soberanos de los distintos países UEM. Pero quizás lo más significativo es que desde 2015, las compras de bonos han excedido de manera apreciable las emisiones netas, lo que nunca sucedió en USA, y explica los problemas de escasez de activos elegibles, a los que nunca se enfrentó la FED, y las mayores dificultades que va a suponer la salida.

La tesis central del autor es que ha llegado el momento de ir reduciendo paulatinamente los extraordinarios impulsos monetarios actuales, y que solo la ausencia de inflación ha impedido hacerlo antes. Por eso le dedica atención especial a explicar las causas últimas de la ausencia de presiones inflacionistas, lo que le lleva a discutir la hipótesis del estancamiento estructural, las características de un nuevo normal de tipos de interés de equilibrio cercanos a cero y la consiguiente pérdida de eficacia de la política monetaria. Invito al lector a que profundice en esta discusión que es sin duda la que marcará el futuro de dos variables claves para las autoridades económicas, para los inversores y para todos los agentes económicos y sociales. A saber, cuál será el nivel de tipos de

[13] Una buena muestra de la importancia que ha cobrado la política de comunicación de los bancos centrales es que los analistas aceptan ya con práctica unanimidad que la normalización empieza con el mero anuncio de reducir las inyecciones mensuales y no tanto con la primera subida efectiva de tipos o reducción efectiva del balance. Me parece personalmente excesivo, pero es cierto que Mario Draghi ha sido todo un maestro en mover el mercado con sus palabras más que con los hechos. Aunque no puedo olvidarme de la famosa cita de Lincoln, «nadie puede engañar a todo el mundo todo el tiempo».

[14] Que brillante eufemismo son estos dos últimos puntos para referirse a las crecientes evidencias de burbuja en los mercados de bonos.

interés neutral en la nueva normalidad y cuál el balance idóneo en el *steady state*. Unas preguntas fundamentales, sin duda, pero permítanme advertir que subyace en ellas un cierto tono de «esta vez es diferente»[15] que tanto coste ha supuesto en la última crisis financiera de la que apenas estamos recuperándonos. Deberíamos quizás ser todos un poco más cautos y pensar que ésta no es la primera ni será la última historia de revolución tecnológica y globalización. Y sacar las oportunas lecciones políticas, no solo de política económica, de cómo acabaron las anteriores.

Para terminar, el autor describe el escenario esperable de esa normalización monetaria, apartándose ligeramente del consenso de mercado, no tanto en el orden pero sí en los tiempos. Primero, continuar la reducción paulatina de las compras netas manteniendo la reinversión del principal de los títulos que vayan venciendo. Segundo, ajustar en el tránsito 2018-19 el corredor de tipos disminuyendo el coste de la facilidad de depósitos, lo que ya podría tener un impacto notable en el euríbor a 12 meses llevándolo a terreno positivo[16]. Finalmente, la subida efectiva del tipo de intervención, que no se produciría hasta la primavera del año 2019. Me preocupa este consenso benigno, porque personalmente creo que todos los riesgos son al alza, dada la fortaleza de la economía europea, y más aún si, como argumentamos en este Anuario, se producen avances significativos en completar la Unión Monetaria. Como me preocupa que el comprensible énfasis que están poniendo los bancos centrales, y que refleja este capítulo, en buscar una transición suave y sin sorpresas que evite picos en las rentabilidades de los activos, pueda convertirse en un inmenso riesgo moral. Pues pareciera que es responsabilidad de los bancos centrales asegurar la rentabilidad de los inversores o al menos evitarles sustos (el denominado *Greenspan put*). Cuando no hay duda que en este ciclo ha habido tiempo más que suficiente, y advertencias y avisos hasta la saciedad, para entender los riesgos que se están acumulando.

Gerard Arqué, Enric Fernández, Pau Labró y Estel Martín de Planificación Estratégica y Estudios de Caixabank, analizan en el capítulo 5 las ventajas, dificultades y posibilidades reales de las fusiones bancarias paneuropeas. Circula hace tiempo la idea de que los inversores creerán en la Unión Monetaria Europea cuando vean bancos europeos, bancos minoristas con presencia significativa en varios países de la UEM. Lo cierto es que a la fecha no hay ninguno[17], que las últimas fusiones europeas han sido nacionales y las pocas que no lo son han sido mayoritariamente fuera de la Eurozona. Y lo cierto también es que los consejeros del BCE no pierden oportunidad de alentar y predicar sobre las bondades de las fusiones transnacionales, hasta el punto de que algunas declaraciones levantan la suspicacia de las autoridades de la competencia. Por mucho menos la CNMC ya hubiera abierto expediente a la AEB.

---

[15] Nombre del clásico libro sobre la crisis de Reinhart y Rogoff que aludía a la creencia durante los maravillosos años de la *goldilock economics* de Greenspan de que la ciencia económica había conseguido dominar los ciclos y superar definitivamente la inflación.

[16] Recordemos que el euribor es el tipo clave en España tanto por lo que afecta a la renta disponible de los deudores como a la rentabilidad del sistema financiero.

[17] Solo tres entidades europeas, BNP, ING y Unicredit, consiguen situarse en el top en más de un país de los seis más grandes de la UEM.

Este capítulo empieza describiendo la estructura bancaria europea y analizando las ventajas esperables de las fusiones paneuropeas, para discutir luego en detalle las distintas maneras de promoverlas. El mercado bancario europeo sigue exhibiendo un fuerte sesgo doméstico. Los bancos europeos conceden el 90% de la financiación a empresas residentes en su propio país y sólo destinan el 5% del total a empresas de otros países UEM. Cifras que son aún más extremas para créditos y depósitos de los hogares. Además, los cinco bancos europeos más importantes apenas suponen el 15% de los depósitos de la UEM, frente al 40 % en USA.

Las ventajas teóricas de las fusiones paneuropeas parecen evidentes: diversificación de riesgos macro y de ciclo económico, reducción de la exposición asimétrica a los respectivos Tesoros, dilución del vínculo riesgo soberano y bancario, financiación más estable y diversificada por acceso a un mayor y más diverso pool de inversores, economías de escala y reducción de costes que posibilitarían mejoras de márgenes. En fin, unas ventajas tan evidentes que uno tiene que preguntarse por qué no se han producido. Hay razones idiomáticas, culturales, incluso psicológicas, gerenciales y de conocimiento de mercado que explican en parte los mayores costes de las fusiones paneuropeas y la resistencia de los ejecutivos a protagonizarlas, y de los inversores a exigirlas. En otras palabras, muchas de las pretendidas ventajas han resultado, en la práctica, más teóricas que reales. En gran parte porque siguen existiendo fuertes barreras nacionales dentro de la Eurozona que impiden gestionar las entidades transnacionales como un único banco. El éxito de cualquier expansión internacional depende de saber analizar y aprovechar esas ventajas competitivas reales, de conocer bien las peculiaridades nacionales, y de saber identificar bien a quién comprar. Pocos bancos parecen tener éxito al replicar en otros países sus modelos de negocio.

A analizar los obstáculos internos y a explorar vías para reducir la fragmentación regulatoria aún existente se dedica la última parte de este capítulo. Un obstáculo regulatorio obvio es la ausencia de un esquema europeo de depósitos, no solo porque mantiene el nexo riesgo bancario soberano y dificulta la gestión de las eventuales crisis bancarias, sino porque impide gestionar de forma conjunta la liquidez de una entidad paneuropea. Sorprende en este sentido que la última propuesta de la Comisión[18] al respecto, suponga un auténtico paso atrás al eliminar permanentemente del proyecto la tercera fase de plena mutualización y se quede muy corta a la hora de crear un auténtico terreno de juego equilibrado. Como escriben los autores, «no parece coherente que un banco europeo se supervise y resuelva a nivel europeo, pero si quiebra un banco con oficinas en todos los países euro deban ser los fondos de depósitos nacionales los que compensen, cada uno por separado y en función de sus posibilidades, a sus nacionales». En mi opinión es completamente insuficiente y constituye una línea roja del proyecto común.

Obstáculos adicionales importantes son las distintas normativas nacionales de insolvencia de particulares y empresas, la discrecionalidad regulatoria sobre los requisitos de capital, la heterogeneidad en el uso de los modelos internos para calcularlos, las diferentes normativas de protección del consumidor y las incertidumbres respecto al valor

[18] Comunicación de la CE para completar la unión bancaria, COM (2017) 592.

de los activos dudosos en los balances de los bancos en algunos países. Sobre estas últimas se extiende justificadamente el capítulo que estamos comentando, analizando las distintas iniciativas en marcha del MUS, la Comisión y el Consejo para reducir el riesgo bancario, en lo que se ha convertido en una auténtica obsesión europea. Mención aparte merece, como se hace al final, la necesidad de mejorar el actual marco de recuperación y resolución de entidades de crédito, la BRRD y su coherencia con el marco de ayudas de Estado.

Francisco Uría, socio principal de KPMG abogados, entra de lleno en el siguiente capítulo, el sexto, en el análisis de la tríada mejora, convergencia y estabilidad regulatoria en la UEM. La crisis financiera ha producido, como es bien sabido, un diluvio regulatorio global, europeo y español. Si le añadimos el activismo judicial, podemos concluir que ha afectado de manera sustancial al modelo de negocio de las entidades y a su rentabilidad. Por eso se impone con urgencia, escribe, un doble ejercicio; por un lado, la revisión de la regulación aprobada tratando de detectar duplicidades, redundancias y contradicciones y por otro incentivar el uso de las nuevas tecnologías para facilitar tanto el cumplimiento como la propia implementación de la nueva regulación. Algo se ha hecho ya en el seno de la EBA, en el ámbito académico[19] y en el FSB, Consejo de Estabilidad Financiera, pero faltan estudios sistemáticos. Sin embargo, dos conclusiones emergen ya claramente: hay efectos no deseados sobre el desempeño conjunto de la economía y estos efectos son mayores en las normas nacionales que en las internacionales. Avanzo mi opinión de que esto último se produce porque la legislación y regulación nacional están más ligadas al populismo político y a la aparente necesidad de generar respuestas rápidas a problemas complejos.

El capítulo describe rigurosamente los nuevos estándares globales en materia de recursos propios, liquidez y endeudamiento y el largo y complejo proceso de trasposición de las normas internacionales en europeas que culminó en 2013. Pero ya en noviembre 2016 la Comisión Europea presentó un paquete legislativo conocido como «Reforma de la Unión Bancaria Europea» que lo modificaba. Papel central en esta armonización le ha correspondido a la Autoridad Bancaria Europea, EBA, particularmente en el desarrollo del Código Normativo Único, el conocido como *Single Rule Book*. Por su parte el BCE, en su papel supervisor dentro del MUS, ha tenido un papel protagonista en los criterios de armonización y en la aplicación de la regulación. Así ha detectado más de 150 «opciones y discreciones nacionales», de las que considera subsanadas más de un centenar.

Se extiende después el autor en comentar: (i) las medidas para hacer frente al problema de las entidades sistémicas y en concreto para garantizar que dispongan de un volumen de activos fácilmente convertibles en capital en momentos de crisis, (TLAC), (ii) el desarrollo del nuevo sistema de resolución bancaria europeo, MUR, que a diferencia del MUS no actúa de forma autónoma, pues el Reglamento prevé la intervención sucesiva, según el caso, de la Comisión y hasta el Consejo, como hemos tenido oportu-

[19] En el texto se menciona explícitamente un reciente WP de Harvard University que destaca que hay algunas normas donde claramente los beneficios obtenidos están por debajo de los costes generados: las relativas a la separación de actividades de las entidades (reglas Volcker Vickers, etc,), el nuevo ratio de apalancamiento o las limitaciones a las retribuciones en el ámbito financiero.

nidad de observar en 2017, y «que impone a las entidades nuevas exigencias regulatorias de alta intensidad que se superponen a las obligaciones prudenciales», (iii) las nuevas normas sobre gobierno corporativo que pasa a ser sujeto de supervisión en el SREP anual y crean obligaciones instrumentales y también de organización y procedimiento, (iv) las políticas retributivas que podrían crear situaciones de desventaja competitiva a las entidades reguladas frente a sus competidores no bancarios, (v) las nuevas normas que aumentan los requisitos de información y fortalecen la protección de inversores y clientes bancarios, entre las que destaca obviamente MIFID II, y que están obligando a las entidades a repensar sus modelos de negocio y de posicionamiento comercial, (vi) la nueva normativa del sistema de PSD2 y el reglamento europeo sobre protección de datos que permiten a los nuevos competidores tecnológicos, a las *fintech*, acceder, bajo ciertas condiciones, a las cuentas de los clientes bancarios y que constituyen toda una amenaza a las ventajas de información, (vii) las normativas contables internacionales, IFRS 9, y nacional, Anejo IX, y por último (viii) las medidas urgentes aprobadas en España en materia de cláusulas suelo y de regulación de contratos de crédito inmobiliario que tendrán costes relevantes de implementación que quizás puedan compensarse con menor litigiosidad.

En definitiva, un auténtico tsunami regulatorio que requiere estabilización y simplificación. Si alguien –regulador, político, analista o periodista– tenía alguna duda de los costes que impone a las entidades, confío en que la lectura de este artículo, o la más *light* del simple párrafo anterior, las habrá despejado para siempre.

La Parte II del Anuario empieza en el capítulo 7. En él Maria Demertzis y Alexander Lehmann, de Bruegel, analizan la estrategia europea para la reducción de la morosidad en los balances bancarios. Dada la importancia y actualidad del tema nos pareció oportuno incorporar una visión europea del asunto, pues la española ya ha permeado en algunos capítulos anteriores. Los autores, reconocidos expertos europeos, parten de una premisa de economía política tan interesante como discutible: cualquier esfuerzo por reducir la morosidad de los balances bancarios debe también reducir la carga financiera de los deudores bancarios, debe contemplar medidas de quita y restructuración de esa deuda. Interesante, pero políticamente difícil de vender, porque en la práctica ¿qué significa?, ¿que los accionistas bancarios han de asumir mayores pérdidas?, ¿que los bancos tendrán que realizar nuevas ampliaciones de capital? o ¿que habrá ayudas adicionales de Estado para facilitar esas quitas contradiciendo el principio tan europeo de que no habrá más dinero del contribuyente?

Visualicemos esta propuesta. Como bien dice este capítulo, los bancos italianos y griegos son de los que presentan más exposición a activos morosos y dudosos (NPA). La propuesta de Bruegel de forzar su restructuración significa que tendrían que atraer más capital, privado o público, y algunos probablemente cerrar y liquidarse. Me parece evidente que sin haber completado previamente la unión bancaria, una política semejante solo puede reforzar el nexo bancario-soberano, debilitar aún más las finanzas públicas de ambos países y dificultar su recuperación económica y social. Salvo que la estrategia europea incorpore una participación activa, y cuantitativamente muy significativa, del Mecanismo Europeo de Estabilización. Un nuevo rescate europeo, esta vez en forma de quita de la deuda bancaria de los países con sistemas bancarios aún débiles, que por cier-

to no es el caso español. No veo el mapa político europeo muy partidario. Creo además que la premisa en la que se basa este artículo es cuanto menos ingenua, técnicamente inadecuada y potencialmente explosiva. Ingenua porque ignora los problemas de redistribución de pérdidas que son inherentes a toda restructuración. Técnicamente inadecuada porque es sabido que las crisis de balance, como adecuadamente ha sido definida esta por el BIS y es ya un lugar común[20], llevan tiempo en ser digeridas. Intentar atajos solo crea riesgos de precipitarlas y magnificarlas. Y políticamente explosiva porque puede hacer volver a recrear la crisis de la deuda europea.

El resto de la estrategia europea de reducción de NPA que presentan los autores en este oportuno y provocador artículo es parte del consenso dominante y ha sido de una u otra manera recogida por el BCE en su política prudencial, la Comisión y el Eurogrupo. Recordemos que la reducción de estos activos dudosos es objeto de una inspección especial del MUS en 2017-18. Incorpora tres acciones fundamentales: (i) el rediseño de los regímenes de restructuración e insolvencia, el régimen concursal, para incentivar restructuraciones tempranas que permitan a las compañías excesivamente endeudadas seguir existiendo, aunque suponga la expropiación de algunos derechos de los propietarios originales; (ii) la participación directa de inversores especializados en la restructuración de activos, los llamados «distressed funds» que han estado por ejemplo muy activos en la restructuración bancaria española pese a que la opinión pública, y parte del establishment político en todos los partidos, los ha condenado como fondos buitres. Fondos que, sin embargo, el consenso europeo requiere como agentes necesarios del proceso porque aportan conocimiento especializado y la liquidez necesaria para contribuir a la formación del precio de estos activos; y (iii) el establecimiento de compañías de gestión de activos, (AMC) más conocidas como bancos malos, como la SAREB española, que puedan ayudar a superar los fallos de mercado y de coordinación y facilitar una rápida limpieza de los balances bancarios. Compañías de gestión de activos «en los que la participación pública es inevitable», aunque los autores se muestran tibios sobre la propuesta de una AMC europea. Una observación final, la estrategia ahora recomendada en Europa no dista mucho de la seguida en la restructuración bancaria española. Quizás por eso, porque ha sido tan exitosa y porque nuestra experiencia ha contribuido y mucho a crear ese consenso.

A continuación, en el capítulo 8, Manuel Conthe nos introduce con su habitual pasión por los dilemas, en los arcanos de la resolución bancaria europea. En cuanto surgen dudas sobre la liquidez o solvencia bancaria, inversores y depositantes se enfrentan a un típico dilema del prisionero, y las autoridades al típico problema de acción colectiva. Desde la Gran Depresión, es sabido que los procedimientos habituales para resolver estos problemas no funcionan en el sistema financiero, porque tiene demasiados acreedores de corto plazo, los depositantes, y por su impacto en la economía real. Por eso los sistemas de intervención y liquidación de entidades financieras, que ahora llamamos resolución, no se guiaban por los procedimientos concursales generales. Hasta esta crisis, descansaban en el extraordinario poder de convicción del Estado, en los ilimitados recursos del contribuyente como garantía última de la confianza bancaria.

[20] Remito al lector interesado al capítulo 1 del Anuario del año 2016 en el que Jaime Caruana presenta el análisis del BIS sobre la crisis de la deuda europea.

Pero el coste de esta crisis ha resultado social y políticamente excesivo y nos ha traído el *bail in* como alternativa al *bail out*. La idea de que el sistema financiero –accionistas, acreedores y depositantes– y no el contribuyente pague por sus propios errores. Lo que ha obligado a (i) modificaciones legales fundamentales para facultar la expropiación de derechos tradicionales de accionistas y acreedores en situaciones de resolución, (ii) crear un mecanismo administrativo nuevo de gestión de la resolución bancaria que combina competencias que tradicionalmente residían en los banco centrales y en los ministerios de Hacienda; una autoridad administrativa porque la experiencia nos dice que en el mundo bancario «la tutela judicial efectiva solo puede efectuarse a posteriori», y (iii) que las entidades bancarias emitan un nuevo tipo de activo «*bailinable*», «reducible» propone el autor, un título de deuda susceptible de soportar pérdidas en caso de resolución. Con la dificultad añadida en el caso europeo de que estos cambios habían de hacerse compatibles con las limitaciones impuestas en el Tratado de Maastricht y el necesario perfeccionamiento de la unión bancaria. El resultado es el nuevo Mecanismo Unificado de Resolución (MUR), cuyo procedimiento se describe en este capítulo con detalle técnico.

Sorprendentemente, este mecanismo se puso a prueba en junio de 2017 con la resolución urgente del Banco Popular. El resultado es de todos conocido, la venta del Popular al Santander por 1 euro y la asunción de todos sus pasivos, incluidos los contingentes, después de que accionistas y tenedores de *COCOs* y deuda subordinada vieran reducida a cero su inversión. Este capítulo ofrece un análisis interesante del caso, pero a los efectos de este Anuario, lo relevante son las lecciones que podemos extraer de lo que ha sido calificado como un éxito europeo, aunque deja muchos interrogantes de futuro.

Primero, la mera sospecha de que un banco está siendo considerado por la Autoridad de Resolución provoca una «espiral de la muerte» que es particularmente lesiva para los pequeños bancos cotizados que no gozan de la presunción de sistémicos. Sería una paradoja que el resultado del MUR fuera un proceso de «des cotización» de bancos pequeños y medianos, lo que solo perjudicaría a la transparencia del sistema y aumentaría la vulnerabilidad de clientes y depositantes. Segundo, los procedimientos de supervisión y los stress test son siempre limitados y subjetivos, y pueden ignorar debilidades fundamentales que solo se manifiestan en momentos de crisis. Cierto, pero permítanme matizar esta conclusión, no hay ni habrá sistema supervisor perfecto que evite toda crisis bancaria y los sistemas actuales deben valorarse en términos de coste eficacia, porque la supervisión, como la resolución, es siempre un juicio de valor informado e inteligente, una opinión, sobre si una entidad «*is failing or likeky to fail*», está quebrada o en riesgo de quebrar. Y tercero, el régimen de resolución debe complementarse con mecanismos oficiales de provisión de liquidez que eviten espirales de la muerte en casos de bancos solventes pero ilíquidos y que ofrezcan financiación puente cuando los procesos de resolución llevan tiempo. Mecanismos de liquidez que en mi opinión solo pueden ser europeos y nos remontan al papel esencial del BCE como prestamista de última instancia. Aunque permítanme expresar mi escepticismo sobre la viabilidad de la financiación puente si la noticia de la resolución está en la calle y el *management* del banco ha sido removido. Y si no lo ha sido, tengo también serias dificultades en inyectar dinero público, enfatizando paralelamente que no conviene confundir mala gestión con comportamientos delictivos.

El capítulo 9 vuelve sobre el tema de la Unión Fiscal que fue analizada en detalle el año anterior[21]. Pero esta vez no se trata de informar sobre las distintas versiones posibles de un tema que ya forma parte de la agenda europea, sino de ofrecer una opinión concreta, un modelo de reglas e instituciones fiscales europea, como hace Pablo Hernández de Cos, Director General del Banco de España. Empieza señalando las mejoras introducidas en el marco europeo de gobernanza fiscal desde que estalló la crisis: (i) la introducción de la regla de gasto en el arma preventiva del Pacto de Estabilidad, (ii) el fortalecimiento del criterio de deuda en el proceso de supervisión, (iii) el endurecimiento del régimen sancionador, y (iv) la creación de Autoridades Fiscales Independientes. Mejoras importantes pero insuficientes y que no han resuelto el exceso de complejidad y falta de transparencia, ni la discrecionalidad y falta de automatismo, no han creado una facilidad de estabilización macroeconómica, ni han avanzado en la mutualización de la deuda soberana ni en la creación de un activo europeo libre de riesgos como *benchmark*. Por eso este capítulo se dedica a argumentar sistemática y rigurosamente la necesidad de avanzar en cubrir esas tres debilidades pendientes, desde el entendimiento de que los mecanismos propuestos estaban implícitos ya en el Informe de los 5 Presidentes de 2015, y han sido reforzados con la Comunicación de diciembre 2017. Parte el autor de una premisa que ha sido un lema de este Anuario desde las primeras ediciones, la inevitable mayor integración fiscal solo puede venir de la mano de la mayor disciplina fiscal. No hay contradicción alguna entre solidaridad y responsabilidad, sino que no puede haber una sin la otra.

En primer lugar, Europa necesita un marco de reglas fiscales más sencillas, por eficacia y legitimidad. Complejidad que afecta al número de reglas[22], la cuantía y naturaleza de las excepciones permitidas –para lo que hay que ser un auténtico experto en matices y eufemismos– y al seguimiento y evaluación de las mismas, en las que ahora además de Comisión y Consejo hay que añadir a las Autoridades Nacionales Independientes y al Consejo Fiscal Europeo (*Fiscal Stability Board*). La complejidad solo hace más probable su incumplimiento y más inconsistente la potencial aplicación de sanciones. Por eso el autor propone sustituir toda esta confusión por dos sencillas reglas numéricas: una regla de gasto parecida a la actual y una de deuda, que no sería más que un factor de corrección de la de gasto si la deuda pública supera un cierto umbral (los detalles en el texto). Una sencilla regla de gasto disciplina la elaboración de los presupuestos, permite identificar los componentes que generan desviaciones, y sobre todo ahorra ex post el aumento cíclico de los ingresos. Sería también necesario avanzar en paralelo en la automaticidad de la aplicación de la regla de gasto, para lo que el autor sugiere podrían utilizarse las Autoridades Nacionales Independientes, de cumplirse ciertas condiciones, o el Consejo Fiscal Europeo. Pienso sin embargo que en unión fiscal, esta función política y ejecutiva le corresponde por definición y sin excusas al proyectado ministerio europeo de Finanzas. De otra forma no tendría ningún sentido su

[21] Ver en concreto los capítulos 9 y 10 del Anuario 2016, obra de Martine Guerguil y José Luis Escrivá.

[22] Solo un dato sobre esta complejidad. Mientras que los Estados Federales suelen contar con dos reglas fiscales, en la UEM, en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, coexisten seis, que se unen a las aprobadas nacionalmente.

creación.

Respecto a la facilidad de estabilización, el autor repasa los canales públicos y privados existentes en toda unión monetaria para hacer frente a perturbaciones económicas asimétricas adversas. Señala que los canales financieros suelen absorber el 80% de esas perturbaciones, mientras que en la UEM, por múltiples razones conocidas, su impacto es mucho menor. Lo que no hace más que subrayar la urgencia del canal fiscal, además de avanzar definitivamente en la unión bancaria y financiera. Propone por tanto la creación de un fondo de estabilización automático, a semejanza de los fondos de estabilización del petróleo en Noruega o del cobre en Chile, que se financiaría con aportaciones directas de los distintos países en función de su *holgura cíclica*, de su evolución real comparada con la potencial, y que podría incluso acudir a los mercados de capitales con garantía solidaria de los países de la UEM, y que se destinaría a cubrir problemas cíclicos y puntuales en algún país (recesiones o desempleo coyuntural). Propuesta interesante que compite con utilizar directamente el presupuesto europeo con fines de estabilización. Pero que habría que precisar con mucho detalle para preservar los incentivos nacionales a implementar políticas nacionales apropiadas, sobre todo si se vincula a la tasa de desempleo. Una propuesta que no es en esencia muy distinta de la que formula la Comisión Juncker en su Comunicado de diciembre 2017.

La justificación técnica de un activo libre de riesgo en la UEM es sencilla y conocida. Su ausencia genera fragmentación financiera; exacerba las crisis asimétricas y las convierte por contagio en sistémicas; agrava el nexo riesgo bancario-soberano; dificulta la ejecución de la política monetaria; e impide la consolidación del euro como moneda de reserva internacional. Como es sabido, hay muchas opciones encima de la mesa, tres se describen en el texto, y el autor parece adoptar aquí la línea institucional y opta por los denominados *Sovereign Bond Backed Securities*, que consiste en la titulización de los bonos soberanos actualmente en circulación, en distintos tramos de prelación de pagos, y que sólo en su tramo senior recibiría un tratamiento prudencial equivalente al que hoy tiene la deuda soberana. Esta propuesta conlleva la creación de una Agencia Europea de Deuda que entiendo estaría incluida en el futuro ministerio europeo de Finanzas.

Toda esta propuesta descansa sobre la idea de evitar la mutualización del riesgo soberano europeo. Por eso no puede funcionar y es de hecho muy peligrosa. Supondría, como tuve ocasión de discutir in extenso en el capítulo 7 del Anuario 2013[23], que los tramos *junior* no tendrían la calificación de grado de inversión, serían equivalentes a bonos basura, y su tenencia en los balances bancarios estaría castigada. O lo que es lo mismo, toda la deuda pública doméstica emitida o en circulación por encima de un determinado nivel de endeudamiento sobre PIB sería un activo basura. Lo que limitaría seriamente la capacidad de hacer política económica en los países considerados fiscalmente débiles o excesivamente endeudados, mantendría la fragmentación financiera de la Eurozona, el bucle riesgo soberano bancario y la desigualdad de condiciones de financiación para el sector privado de los distintos Estados miembros. No compartí esta propuesta cuando se hizo en 2011[24]

[23] Ver Fernando Fernández, Anuario del Euro 2013, capítulo 7, *Unión Fiscal*, y en particular el epígrafe 7.3. *Hacia un activo europeo para la gestión de la política monetaria común*, págs 229-235.

y menos la comparto ahora, por mucho que haya cogido tracción política y sea casi una exigencia del consenso franco-alemán. Si hasta el gobierno español considera la deuda de la Generalitat de Cataluña tan senior como la del Estado español, ¿cómo puede ser diferente en la UEM? No puede haber unión monetaria sin mutualización del riesgo soberano. Hablemos lo que haga falta de los *legacy assets*, pero los inventos de ingeniería financiera, con la deuda pública, como los que vimos en el sector privado en la crisis reciente, no hacen más que retrasar el día del inevitable reconocimiento. Solo la propuesta que este capítulo denomina de máximos garantiza la sostenibilidad y permanencia de la UEM.

Por último, el Anuario incorpora un capítulo sobre la dimensión social de la Unión Europea, obra de Rafael Doménech, de BBVA Research, y Javier Andrés, de la Universidad de Valencia. Parten de una premisa política, la crisis ha ampliado las desigualdades entre países y restado legitimidad al proyecto europeo. Potenciar un crecimiento más inclusivo[25] es pues una necesidad política si queremos avanzar en la integración económica. Es una tesis que se está extendiendo por contagio y casi sin discusión entre políticos y autoridades europeas, aunque a riesgo de pecar de incorrecto, pienso que sería necesario un poco más de evidencia empírica comparada. No hay datos que permitan afirmar que aquellas uniones económicas y monetarias que más han disminuido las desigualdades regionales internas son más sostenibles. No es el caso de ningún área monetaria grande como Estados Unidos, Brasil o China. Tampoco es evidente que el Brexit, el mayor ejemplo de desafección con el proyecto europeo, sea precisamente el resultado de las diferencias creadas por la crisis, pues si acaso al Reino Unido le ha ido bastante mejor que a la media.

De hecho, este capítulo dedica toda una sección a medir la desigualdad en la Unión Europea y llega a resultados que se me antojan un poco contradictorios con esa tesis central. Primero, la desigualdad de la distribución de la renta en la Unión Europea es la más baja entre las grandes áreas mundiales. Segundo, el nivel de desarrollo alcanzado es un importante factor explicativo de los buenos resultados en términos de igualdad, como lo es el sistema impositivo y el Estado del Bienestar. Tercero, dentro de esa baja desigualdad comparada, existe aún enorme heterogeneidad entre los distintos países europeos. Cuarto, sin embargo, la desigualdad de la renta disponible después de impuestos o transferencias se ha mantenido relativamente estable o incluso ha disminuido en la UE, a diferencia de por ejemplo Estados Unidos. Y cinco, uno de los factores que mejor explica la desigualdad es el funcionamiento del mercado de trabajo y las diferencias en las tasas y calidad del empleo. Por lo que es lógico que en los países donde más ha aumentado la tasa de paro, más haya crecido la desigualdad y el descontento social, incluida la desafección política interna y con la Unión Europea. De ahí la importancia de las políticas laborales y educativas[26] para la cohesión social interna y en la Unión Europea.

---

[24] Ver Fernando Fernández, *La crisis en Europa: ¿Un problema de deuda soberana o una crisis del euro»*. FEF 2011.

[25] Un concepto crecientemente utilizado del que estaría bien disponer de una definición operativa y no solo normativa.

[26] Existe amplia evidencia empírica de que en las sociedades en que la desigualdad es mayor, la renta y el nivel formativo de los padres termina siendo el principal determinante de los resultados escolares

La convergencia social y económica entre los países de la UEM es deseable pero no a cualquier coste. No puede ser el objetivo último de la Unión, como no lo sería en España. Como escriben los propios autores, «la convergencia en el nivel del Estado de Bienestar entre países debe hacerse respetando las diferencias en preferencias sociales y priorizando el aumento de las tasas de empleo» y sin lesionar la competitividad internacional y las perspectivas de crecimiento de la Eurozona, añadiría yo. Porque no se puede perder de vista la dimensión inter temporal, tampoco en los aspectos redistributivos. La propuesta concreta de los autores consiste en avanzar mucho más conjuntamente en Europa, en la terminología utilizada en el Libro Blanco sobre el futuro de Europa y en el Documento de Reflexión sobre la Europa Social, mediante una mezcla de técnicas ya conocidas: presión internacional, monitorización europea, mejores prácticas, (*peer pressure y benchmarking*)[27] y sobre todo mediante la aplicación de políticas financiadas y ejecutadas íntegramente a escala europea, pero siempre respetando el principio comunitario de subsidiariedad. El capítulo termina con un amplio catálogo de objetivos y políticas sociales concretas que podrían impulsarse a escala europea sobre el que invito al lector interesado a reflexionar respecto a sus consecuencias para el reparto competencial en la UEM.

4. LAS DIEZ REFORMAS NECESARIAS

Es una tradición terminar el Anuario con un decálogo de lecciones europeas pero este año, que promete ser el de la refundación de la Unión Monetaria, parece más adecuado terminarlo con las diez reformas más importantes, las que me parecen más necesarias para completar el edificio institucional y dotar de estabilidad y permanencia a la Unión Monetaria europea, con las diez reformas *hamiltonianas*[28]. La mayoría de ellas sonarán bastante conocidas a nuestros lectores más fieles porque en distintas versiones y con detalles técnicos menos precisos se vienen repitiendo desde los primeros estudios de esta serie.

Primera, recuperar la normalidad de la política monetaria y abandonar su utilización excepcional como el único instrumento de política económica de la Eurozona. El BCE no puede ignorar el momento cíclico de la Unión ni seguir tomando decisiones cuasi fiscales ante la ausencia de una política fiscal europea. O es que el BCE piensa que (i) la inflación ha desaparecido para siempre y es razonable utilizar políticas monetarias que tengan como único objetivo su retorno, (ii) no existe riesgo alguno de burbuja en el precio de los bonos soberanos, (iii) la pérdida de contenido informativo de las primas de

---

de los hijos y por tanto de su capital humano y sus expectativas salariales. Ver Miguel Marín (ed.) 2015, *Desigualdad, oportunidades y sociedad del bienestar en España,* Informe Faes, Madrid

[27] Técnicas que se han utilizado profusamente en la Unión en el dominio de la convergencia económica y estructural, ciertamente con escaso éxito. Tan escaso que ha acabado conduciendo a procedimientos más centralizados, con políticas comunes y hasta sanciones como el Procedimiento de Desequilibrios Macroeconómicos Excesivos.

[28] Entiéndase el término en el sentido en que habitualmente se utiliza para referirse a la consolidación definitiva de los Estados Unidos tras la guerra de secesión.

riesgo es una buena noticia para la estabilidad financiera, (iv) es razonable debilitar a los bancos de la Eurozona para forzar su fusión y crear entidades financieras europeas auténticamente transnacionales, y (v) no existe límite a la política de tipos negativos (*zero bound*) y es razonable enfrentarse a un nuevo ciclo económico desde este nivel de tipos de interés, que la tasa natural de interés es cero en el nuevo normal[29]. No creo que el Consejo del BCE se haya convertido en pleno a la hipótesis del estancamiento estructural, sino que es preso de una fuerte inercia institucional en la toma de decisiones y duda ante las insuficiencias del marco fiscal europeo y la inestabilidad que puede ocasionar en los mercados, y en su propia credibilidad, el abandono temprano de una política de tipos y provisión de liquidez que tanto esfuerzo ha hecho por comunicar al mercado.

Segunda, la plena normalización de la Eurozona requiere que el BCE deje de ser el único banco central de importancia sistémica que no utiliza sus propios bonos nacionales para las decisiones de política monetaria, que se convierten así en decisiones cuasi fiscales y tienen consecuencias redistributivas dentro de la Unión. Aspecto este que será mucho más importante en el nuevo ciclo de desapalancamiento del BCE cuando éste empiece a disminuir su balance, que hoy supone ya más del 40% del PIB de la Eurozona, y fuerce por tanto la consolidación fiscal de los gobiernos europeos. La puesta en circulación de un activo europeo seguro libre de riesgo tampoco puede condicionarse a que los balances de los bancos europeos dejen de exhibir un fuerte sesgo doméstico en sus carteras de bonos. La causalidad sería además a la inversa; solo cuando circule ese activo europeo se pondrá fin a la fragmentación nacional de los mercados financieros europeos y los balances bancarios dejarán de exhibir riesgo idiosincrático nacional.

Tercera, la plena normalización del BCE requiere pues la existencia de un Tesoro europeo que emita ese activo europeo con la profundidad, liquidez y variedad de plazos suficiente para servir de referencia a los tipos de interés en Europa. En su ausencia, el bono alemán seguirá jugando ese papel, lo que dota a la UEM de una asimetría peligrosa y a Alemania de un privilegio exorbitante[30] que algunos analistas olvidan voluntariamente, no así su gobierno, y que le obliga a adoptar responsabilidades supranacionales con más frecuencia de la que las circunstancias políticas internas aconsejarían. La puesta en circulación de eurobonos, en una u otra de las variadas propuestas que circulan por Europa y que ya analizamos en Anuarios anteriores, no es una cuestión de solidaridad sino de normalidad institucional y de estabilización del proyecto de la Unión Monetaria. Los problemas de las muy distintas situaciones de partida, las *legacy issues*, pueden resolverse con una mezcla de ajuste, solidaridad, creatividad e ingeniería financiera, pero son un tema menor. El problema no es el borrón sino la cuenta nueva.

Cuarta, no es posible avanzar en la normalización del BCE sin un acuerdo sobre la gobernanza fiscal en la Eurozona, como se deduce fácilmente de los dos puntos anterio-

[29] Preguntas que me permito utilizar en una interpretación personal y algo atrevida de un informe de Natixis.

[30] Por utilizar la misma terminología con que el profesor Eichengreen describe el beneficio que supone para Estados Unidos emitir la moneda indiscutible de reserva mundial.

res. Por eso la propuesta de la Comisión Juncker de diciembre de integrar el Tratado de Gobernanza, Estabilidad y Coordinación en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, en el acervo comunitario, en el Tratado de Maastricht, es tan importante. Porque unifica y clarifica la gobernanza fiscal en Europa, constituye un paso más hacia la plena automatización de las reglas fiscales y disminuye la discrecionalidad y las consideraciones políticas en su aplicación. Persigue tranquilizar a las opiniones públicas de los países fiscalmente más ortodoxos y aumentar su confianza en que no tendrán que extender un cheque en blanco a los países más incumplidores. Es un paso más, un paso oficial necesario, para llegar a ese pacto tácito que venimos reclamando para dar estabilidad el euro, disciplina fiscal a cambio de mutualización de la deuda, responsabilidad y solidaridad juntas. Por eso la Comunicación de la Comisión de diciembre 2017 incluye la puesta en marcha de dos *fiscal backstops*, de dos procedimientos reglados de *bail out* con capacidad de endeudamiento propios, el Fondo Monetario Europeo para la deuda soberana y el Fondo Único de Resolución para la deuda bancaria, ambos dentro del proceso y el método comunitario, y ya no como acuerdos ad hoc.

Quinta, la creación de un Ministerio de Hacienda para la Eurozona es más cosmética que sustantiva, pero da credibilidad y visualización política, y por tanto legitimidad democrática a los dos compromisos anteriores, la creación de un Tesoro Europeo y un Fondo Monetario Europeo. Sustantivarla implicaría que asumiría la gestión de la disciplina fiscal, de la aplicación de las reglas fiscales, y la gestión del activo europeo, del Tesoro europeo. Supone además el más serio intento hasta la fecha de superar otra carencia institucional europea que ha resultado muy costosa en esta crisis, la ausencia de una facilidad de estabilización macroeconómica de la que disponen todas las grandes uniones monetarias. Una facultad presupuestaria que es parte sustancial del Estado moderno y que permite evitar que las crisis domésticas se conviertan en sistémicas y que los problemas fiscales nacionales se conviertan en crisis bancarias europeas.

Sexta, la unión bancaria ha de completarse con un esquema europeo de garantía de depósitos. Pese al atractivo teórico del concepto de riesgo moral, no hay ninguna jurisdicción monetaria avanzada, con un sistema financiero sofisticado, que no disponga de un seguro de esa naturaleza. No es cierto que la existencia de seguros nacionales en la Eurozona le reste urgencia o lo haga menos necesario. El ahorro más conservador no se moverá libremente por la Unión, uno de los objetivos básicos de la UME, si el riesgo de perder los depósitos bancarios está determinado por la fortaleza y solvencia del Tesoro Nacional. Los bancos europeos no podrán competir en igualdad de condiciones, no habrá bancos europeos, y el bucle riesgo soberano riesgo bancario seguirá amenazando el futuro de los Estados miembros y a la propia Eurozona. Ni siquiera la existencia de un Fondo Europeo de Resolución plenamente mutualizado constituye un sustituto perfecto, pues se trata de un procedimiento extraordinario que exige una decisión política europea y que permite tratamientos diferentes a la resolución de las entidades (intervención, restructuración o liquidación) según consideraciones políticas nacionales. Una vez más las diferentes situaciones de partida, los *legacy issues*, no pueden determinar el *steady state* de la Unión Monetaria, sino que requieren soluciones transitorias imaginativas, prolongadas en el tiempo y con incentivos bien diseñados.

Séptima, ninguna jurisdicción monetaria avanzada ha contemplado ni contempla castigar las tenencias de bonos soberanos en las carteras de sus bancos, porque sería equivalente a considerar oficialmente esos bonos como susceptibles de suspender pagos. El extraño debate actual en la Unión Monetaria sí contempla limitar reglamentariamente el tamaño de estas carteras mediante la exigencia de (i) provisiones específicas, lo que equivaldría a considerarlos una categoría especial de riesgo semejante a la «vigilancia especial», o (ii) requisitos adicionales de capital mediante un uso discrecional del Pilar 2 de Basilea, la opinión del supervisor sobre la fortaleza de los activos, la robustez de los sistemas de control y la calidad de la gestión de las entidades. Un debate que es todo un despropósito, a pesar de que se intente disfrazar con el pomposo nombre de «reducción del riesgo», y esconde la decidida voluntad de evitar la mutualización de la deuda bancaria en la Eurozona. No hay ninguna unión monetaria que haya podido sobrevivir sin esa mutualización y la UEM no será una excepción, porque equivale a considerar que los activos financieros en euros son activos distintos según la residencia del emisor. Me sorprende particularmente la aparente comprensión que estas propuestas han encontrado en parte de las entidades bancarias españolas y en el propio Banco de España. Porque es un ataque frontal a los principios de la Unión Monetaria, y por lo tanto a su propia supervivencia, como lo fue en su momento otra idea peregrina también defendida con insistencia por algunos académicos y políticos alemanes, la consideración de los balances en Target 2 como un síntoma de desequilibrio (ver Anuarios anteriores). Es más, si de verdad preocupan los riesgos asimétricos de la distinta exposición bancaria a los diferentes Tesoros nacionales, hay un camino rápido y efectivo para reducir esa asimetría, la pronta puesta en circulación de eurobonos, un activo europeo seguro que los bancos tendrían gustosamente en sus carteras.

Octava, el Mecanismo Europeo de Resolución ha sido testado por primera vez este año. Cualquier analista español tiene una opinión decidida sobre su aplicación en el caso del Banco Popular, por obvias razones. Pero con independencia de ella, lo cierto es que la aplicación del MUR ha dejado en toda Europa un sabor agridulce y algunas recomendaciones para su inmediata reforma. Primero, la discrecionalidad aunque inevitable es excesiva, lo que se traduce en fuente de alta litigiosidad. Conviene por tanto precisar el procedimiento para determinar cuándo una institución está *«failing or likely to fail»* y sobre todo reconocer legalmente que toda decisión de resolución es siempre un juicio de valor, una opinión fundada y documentada por las autoridades legítimamente facultadas en uso de sus competencias tasadas. Por ello han de estar libres de toda responsabilidad civil o penal, que no profesional, en el uso de las mismas, salvo dolo, fraude o prevaricación. Segunda, el MUR debe disponer de capital suficiente para intervenir en cualquier entidad que decida resolver, lo que conlleva capacidad de endeudamiento propio sin la autorización ni intervención de ninguna otra institución supervisora o autoridad monetaria o política. El informe Juncker de diciembre 2017 apunta a ello. La decisión de cómo tratar a una entidad en resolución no puede depender de encontrar un mirlo blanco que se haga cargo de los pasivos exigibles o contingentes. Tercero, hay que corregir el agravio comparativo que significa que si una entidad es considerada no sistémica puede ser rescatada según la legislación nacional aplicable y recibir ayuda de Estado. Y cuarto, aunque estamos asistiendo a una fuerte presión política para que el MUR pueda

declarar un *stand still* de acreedores, una especie de vacaciones bancarias para una entidad concreta, los efectos señal son muy poderosos y parece muy difícil evitar la aparición de corridas bancarias una vez declarada la moratoria, al menos en las entidades cotizadas. Por eso es mejor asumir una cierta discrecionalidad inevitable y subrayar que las decisiones de resolución se toman siempre en condiciones de urgencia e incertidumbre. Porque la alternativa es peor. Esa ha sido la doctrina bancaria desde los tiempos de Bagehot y nada parece haber cambiado. Si acaso, las nuevas tecnologías han aumentado la inmediatez y la fragilidad de la confianza.

Novena, para tener alguna posibilidad de éxito la Unión Europea tiene que reconstruir y fortalecer su legitimidad política. Completar la Unión Monetaria requiere una nueva gobernanza europea, un nuevo modelo de toma de decisiones a escala europea pleno de legitimidad y representatividad. Transferir soberanía a Europa exige visualizar políticamente esa Europa, exige abandonar los tecnicismos burocráticos, la ambigüedad y el secretismo y embarcarse en una simplificación administrativa y política del acervo comunitario que lo haga cercano y comprensible al ciudadano europeo. Para empezar, exige tener algo que los ciudadanos puedan identificar, aunque sea remotamente, como un gobierno, un parlamento y una constitución europea. Los ciudadanos europeos y los de fuera de la Unión, para que puedan tomarse en serio una entidad política que dice ser algo más que un club comercial. Por eso un nuevo Tratado con todas sus dificultades es inevitable. Las soluciones tecnocráticas no pueden funcionar cuando la Unión Monetaria exige cesiones de soberanía crecientes. Aprovechemos que hay un fuerte liderazgo europeísta franco alemán para avanzar en una nueva Constitución, para superar la sensación de crisis permanente propia de la adolescencia europea.

Décima, la creciente cesión de soberanía a instituciones comunitarias es una condición necesaria de sostenibilidad y permanencia de la Unión Monetaria y también, ya hoy, de la propia Unión Europea. Pero no conviene crear falsas expectativas a la población europea. Completar la unión bancaria, financiera, económica, fiscal y hasta social, con ser un proyecto extraordinariamente ambicioso no implica solucionar todos los problemas de Europa, ni agota la agenda política europea de los próximos años. Responder a la globalización y a la revolución digital exige mucho más que completar la UEM, aunque éste proceso sea una condición necesaria. Los debates políticos sobre la convergencia real o la desigualdad de renta o gasto no surgen ni se transforman sustancialmente porque la Unión Europea haya decidido ser una unión monetaria. Ni estas consideraciones fueron decisivas a la hora de poner en marcha la UEM, ni áreas monetarias antiguas y consolidadas como Estados Unidos, Brasil o China son ajenas a estos debates. Los políticos europeos, empezando por la propia Comisión y el Consejo, y muchos académicos y analistas, caen en el error voluntarista de vender la unión monetaria por lo que no es y por lo que no puede por sí misma ofrecer: crecimiento, pleno empleo, salarios altos, reducción de la desigualdad y convergencia entre los Estados miembros. Así solo se crea decepción y derrotismo. Europa tiene que cerrar cuanto antes el debate sobre cómo completar la Unión Monetaria, un debate académicamente resuelto hace años en sus líneas gruesas, para poder abrir otro ya acuciante; cómo enfrentarse como una Unión ante el nuevo mundo global y digital, cómo mantener su liderazgo técnico, su competitividad económica y su modelo social.

BIBLIOGRAFÍA

Bank for International Settlements (2017). *High-level summary of Bassel III reforms*, December 2017.

Bénassy- Quéré, A. and Giavazzi, F. (2017). *Europe's political spring. Fixing the Eurozone and Beyond, VoxEU, CEPR Press*, May 2017.

Caruana, J. (2016). En *Anuario del Euro 2016*, cap.1, Fundación de Estudios Financieros y Fundación ICO, Madrid.

Claeys, G. and Demertzis, M. (2017). *How should the European Central Bank «normalise» its monetary policy.* Bruegel Policy Contribution 31, November 2017.

European Commission (2017). *Communication from the commission to the European parliament, the European Council, the Council, the European Central Bank, the European Economic and Social Committee, the Committee of the Regions and the European Investment Bank*, Brussels, May 2017.

European Commission (2017). *Reflection paper on the Deepening of the Economic and Monetary Union*, COM (2017) 291, 31 May 2017, Brussels.

European Commission (2017). *Reflection paper on the Future of EU Finances*, COM (2017) 358 of 28 June 2017, Brussels.

European Commission (2017). *Reflection paper on the Social dimension of Europe, COM (2017) 206, 26 April 2017* Brussels.

European Commission (2017). *Communication from the commission to the European parliament, the European Council, the Council and the European Central Bank*, Brussels, December 2017.

European Commission (2017). Communication from the Commission to the European Parliament, the European Council and the European Central Bank, *Further Steps Towards completing Europe's economic and Monetary Union: A Roadmap*, Brussels, COM (2017) 821 and complementary documentation. December 6th, 2017.

Fernández, F. (2013*). Anuario del Euro 2013, capítulo 7, Unión Fiscal, y* en particular el epígrafe 7.3. *Hacia un activo europeo para la gestión de la política monetaria común*, págs 229-235. Fundación de Estudios Financieros y Fundación ICO, Madrid.

Fernández, F. y Navarrete, F. (2011). *Un euro con futuro. Un mecanismo Europeo de Garantía de Depósitos y Resolución Bancaria para la moneda única europea*, papeles faes, Nº158, septiembre 2011, Madrid.

Guerguil, M. y Escrivá, J.L. (2016). *Anuario del Euro 2016, cap. 9 y 10*, Fundación de Estudios Financieros y Fundación ICO, Madrid.

IMF WP/17/18. L. Eyraud, V.Gaspar y T. Poghosyan, *Fiscal Politics in the Euro Area*, January 2017.

McKinsey Global Institute (2017). *Rome Redux: New priorities for the European Union at 60*, March 2017.

Miguel Marín (ed.) 2015, *Desigualdad, oportunidades y sociedad del bienestar en España*, Informe Faes, Madrid.

Sapir, A. and Schoenmaker, D. (2017). *The time is right for a European Monetary Fund*, Bruegel Policy Brief 4, October 2017, Brussels.

Klaus Regling (2017), *European integration and the ESM*, Speech at Sciences Po, Paris School of International Affairs and School of Public Affairs, Paris, September 2017

Torres, R. (2017). *The Euro: An incomplete architecture*, Spanish Economic and Financial Outlook, Vol. 6 Nº 2, Marzo 2017, FUNCAS.

Wolf, G. (2017). *Beyond the Juncker and Schäuble Visions of Euro-area Governance*, Bruegel Policy Brief 6, October 2017, Brussels.

PARTE I
ESCENARIOS EUROPEOS EN UN NUEVO CONTEXTO POLÍTICO

1. ESCENARIOS PARA LA UNIÓN EUROPEA TRAS EL LIBRO BLANCO DE LA COMISIÓN Y LOS DOCUMENTOS DE REFLEXIÓN

Joaquín Almunia[1]

EXECUTIVE SUMMARY

The triumph of Brexit in the June 2016 referendum has been a hard blow for the EU supporters, both in the UK and in continental Europe. For the first time, a member of the club has decided to leave. The negative consequences of such decision are going to hit everybody, although the British will be the main victims of it, regardless the outcome of the ongoing negotiations. But at the same time, there is a silver lining when it comes to the analysis of the European outlook. There are different reasons for that.

First and foremost, because growth has resumed, fuelled by the monetary policy stance of the ECB, that presses downward interest rates without increasing inflationary expectations. The evolution of the euro exchange rate and oil prices also contribute to create favourable conditions for the prolongation of the dynamism of the economic cycle. Together with the fiscal adjustments adopted in the previous years, public and external deficits are constrained and unemployment rates have decreased to reach the lower levels since the beginning of the crisis. Even Greece, after the adoption of very painful decisions in exchange of the financial support received from its partners, seems to be in the right track.

On the political front, Brexit and the arrival of Donald Trump to the White House have helped the EU leaders to react. Last but not least, the populists have not been able to achieve their electoral objectives, and the electoral victory of Macron has given new arguments for optimism, as reflected in the opinion polls. Only the results of the recent German elections, and the difficulties of Angela Merkel to get a stable majority for her next government, cast a shadow on the positive expectations created throughout 2017 in the EU. Depending on the way the Franco-German tandem will function once the new German government will be in place, the EU will succeed when tackling the main issues of the agenda for 2018: the cooperation to reinforce our internal and external security, including defence; the expansion and deepening of the single market in the services sector and in the energy, digital and capital markets; and of course, the completion of the Economic and Monetary Union.

Those responsible of the euro area, and France and Germany in particular, must strike the adequate balance between the «risk-sharing» and «risk reduction» proposals. Without

[1] Ex Vicepresidente de la Comisión Europea.

this agreement, the Banking Union will miss some of its necessary instruments, and the fiscal policies carried out but the member states will not produce the best results. On top of this, the debate opened by the recent summit that took place in Gotemburg around the need of a social dimension of the EU must help to reconcile the idea of an integrated Europe with the sectors of the public opinion seriously affected by the consequences of the crisis. Indeed, a happy end of the negotiations between the UK and the EU-27 will contribute to further dispel uncertainties, in the markets as well as among citizens.

Given the increasing heterogeneity of the EU, the use of the instruments provided by the Treaty to adopt decisions by a group of countries, whenever some of the member states prefer not to be part of the agreement, could be an option. Because, given the number and the importance of the challenges ahead of us, the future of the EU will require the adoption of relevant decisions in the near future.

1.1. INTRODUCCIÓN

El resultado negativo del referéndum convocado para consultar al electorado británico sobre la permanencia o no del Reino Unido en la Unión, decidido de manera irresponsable por David Cameron pensando más en sus problemas internos de partido que en el interés general de su país, produjo un gran *shock*. El abandono de la UE es un paso que ningún otro país se había siquiera planteado hasta entonces. Mejor dicho, los británicos sí lo habían intentado en 1975, dos años después de su ingreso. Pero entonces prevaleció su voluntad de quedarse en la Comunidad Europea. Ahora, las consecuencias de su decisión son difícilmente predecibles tanto para ellos como para la UE, aunque probablemente sean los británicos quienes vayan a sufrir mucho más. Pero no debemos engañarnos, ni consolarnos con los problemas ajenos, pues también quienes seguimos en la UE corremos el riesgo de pagar un precio alto por su fractura.

El Reino Unido siempre ha sido un miembro muy especial del club, manteniendo un pie fuera de aquellas áreas de la integración que no le interesaban, como el euro o Schengen. Eso sí, ha jugado un papel de liderazgo siempre que ello convenía a sus intereses, como en el caso del mercado interior o de la política comercial común. En conjunto, su peso específico ha sido indudable. Y no sólo por la City. Ha impulsado determinadas políticas de liberalización, que seguirán llevando su impronta una vez que ya no estén sentados alrededor de la mesa, y ha bloqueado algunos avances –por ejemplo, en materia de defensa o de política social– que ahora se disponen a ocupar un lugar entre las prioridades de la UE. Echaremos en falta su importante red de contactos diplomáticos y relaciones de amistad extendida por todo el mundo, y su carácter de potencia intermedia a nivel global, ya que ocupa una de las dos plazas permanentes que tienen asignadas los países de la UE en el Consejo de Seguridad de Naciones Unidas y, junto con Francia, es el único que mantiene una fuerza nuclear en la UE.

La decisión del Brexit supuso un duro golpe para la autoestima del resto de los europeos. Al mismo tiempo que se conocía el resultado del 23 de junio de 2016, la UE intentaba con muchos esfuerzos y tensiones dejar atrás las peores secuelas económicas de la crisis, y vivía con una sensación amarga producida por la incapacidad de hacer frente

con serenidad y acciones coordinadas a la avalancha de refugiados que estaban pidiendo asilo ante las puertas de Europa. Todo lo cual, creaba una profunda desazón y un clima de pesimismo en unas sociedades sometidas en un periodo corto de tiempo a demasiados acontecimientos de signo negativo. La amenaza del populismo como posible triunfador en los procesos electorales que iban a tener lugar en Francia y en otros países, y la victoria de Donald Trump en noviembre de 2016, completaban un panorama más que preocupante.

Pero tras los fracasos relativos del xenófobo Gert Wilders en Holanda y de un candidato con una orientación similar a la Presidencia de la República austriaca, la victoria espectacular de Emmanuel Macron en las elecciones presidenciales y legislativas francesas de mayo y junio de 2017 marcó un punto de inflexión en el panorama político y en las expectativas de futuro de millones de ciudadanos europeos. Su campaña, claramente favorable a la apuesta por fortalecer la UE en general, y la zona euro en particular, supuso una gran inyección de ánimo en un país cuyo electorado había rechazado el proyecto de Constitución europea, y que venía manifestando su incomodidad con las supuestas consecuencias de la apertura de las fronteras económicas, una fuerte resistencia a la adopción de reformas estructurales necesarias para mejorar su competitividad, y retrasos en la corrección de los desequilibrios fiscales. La derrota sin paliativos del Frente Nacional de Marine Le Pen trascendió los límites de su país y se convirtió en una de las mejores noticias que hayamos podido recibir últimamente los partidarios de profundizar en la integración europea. La simple hipótesis de que la extrema derecha antieuropea pudiese llegar al Elíseo era contemplada con horror mucho más allá de las fronteras de Francia, pues hubiese supuesto un riesgo cierto de desintegración para la UE en su conjunto.

Macron no ha sido el único que ha proporcionado motivos para el optimismo en cuanto a la situación de la UE. En estos doce meses se ha confirmado la recuperación económica. Las últimas previsiones económicas de la Comisión, publicadas en noviembre, prevén para el conjunto del año un crecimiento del 2,2% para la zona euro, que se mantendrá prácticamente a ese nivel en el próximo ejercicio. La recesión ha desaparecido incluso en Grecia, que puede crecer en 2018 por encima de la media de sus socios, igualando el porcentaje previsto para España. El desempleo para ese año en el conjunto de la eurozona se situará en el 8,5%, por debajo de la tasa media del periodo 2003-2007. La inflación está bajo control, los tipos de interés no muestran señales de que vayan a aumentar de manera súbita y los índices de confianza empresarial se recuperan. Ciertamente esta fase expansiva del ciclo no será eterna, pero tampoco hay razones que lleven a pensar que su final llegue de forma abrupta.

Además, Grecia, que ha sido el origen de los mayores riesgos sufridos por la Unión Económica y Monetaria desde 2010, se encamina por fin hacia la salida de su programa de apoyo financiero. Ya no está en déficit excesivo, y a pesar de que las consecuencias de la durísima condicionalidad que tuvo que aceptar siguen afectando a buena parte de su población, ya se empieza a ver algo de luz al final del túnel. Las tensiones en parte del sistema bancario de la eurozona siguen existiendo, en particular en Italia, pero no parece que puedan desencadenar de nuevo el estallido de una crisis sistémica, mientras que los nuevos mecanismos de la Unión Bancaria empiezan a funcionar, aunque con algunas fricciones. El BCE ha anunciado que, por el momento, va a seguir con su política mone-

taria expansiva, cuya intensidad se irá reduciendo con prudencia a medida que la inflación se acerque a su objetivo del 2%.

En cuanto al desarrollo de las negociaciones del Brexit, los meses transcurridos desde que la primera ministra Theresa May presentó formalmente la solicitud de abandono de la UE. De acuerdo con el artículo 50 del Tratado, ello abre un periodo de dos años para que se negocien las condiciones de la salida. A estas alturas, no son un secreto para nadie las dificultades de la parte británica para definir su posición, mientras los europeos se mantienen unidos tras su negociador Michel Barnier. Donald Trump ha tenido que rebajar el tono de sus frases y tuits despectivos hacia la UE y la OTAN, mientras que la UE trata de llegar a acuerdos comerciales de envergadura con socios tan relevantes como Japón o Mercosur en espera de que los Estados Unidos vuelvan a prestar atención a las negociaciones del TTIP. Por el contrario, las relaciones de la Rusia de Putin no han mejorado, y los países del centro y del este de Europa viven con especial inquietud las amenazas de su vecino oriental, mientras temen el debilitamiento de los compromisos en materia de seguridad con sus socios europeos por parte de la nueva administración norteamericana.

Como resultado de todo ello, en las expectativas europeas para el futuro inmediato se mezclan factores claramente positivos de naturaleza económica y política con otros referidos a los riesgos en materia de seguridad que se ciernen sobre la UE, y que requieren de una respuesta común. Los líderes europeos parecen estar tomando una conciencia más clara de su responsabilidad. Junto con los resultados electorales que señalan el reflujo de los populismos, la deseable –y ahora más probable– determinación de sus gobernantes ha influido en el estado de ánimo de los ciudadanos europeos, que ha mejorado bastante desde que en septiembre del año anterior el Presidente de la Comisión Juncker dijo ante el Parlamento Europeo que atravesábamos una «crisis existencial».

Las encuestas de opinión muestran que la opinión pública aumenta de nuevo sus niveles de apoyo al proyecto de integración, mientras que ningún otro país miembro de la UE está tentado de seguir el camino abierto por los británicos. El último Eurobarómetro señala que un 57% de los encuestados consideran positiva la pertenencia de su país a la Unión, un porcentaje que viene mejorando desde los años más duros de la crisis, y que ya se sitúa a un nivel caso idéntico al que tenía en 2007. El apoyo al euro asciende al 73%, el mayor desde el año 2004.

Teniendo en cuenta todo ello, el discurso sobre el estado de la Unión pronunciado en septiembre de 2017 por Jean Claude Juncker ante el Parlamento Europeo ha tenido un tono muy diferente al que pronunció el año anterior en la misma sede. En paralelo, Macron realizó por esos mismos días dos importantes intervenciones públicas, en Atenas y en París, mostrando una decidida voluntad de impulsar el proyecto de integración. La ambición europeísta del nuevo presidente francés es muy de agradecer. Propugna una Europa capaz de garantizar cualquier aspecto de la seguridad de sus ciudadanos; en particular en materia de defensa y de lucha contra el terrorismo. Desea enfrentar el reto que supone la inmigración, creando un sistema común de gestión de las fronteras exteriores y una Oficina Europea de Asilo. Quiere que la UE lidere la puesta en marcha de una estrategia para el desarrollo sostenible, y la transformación de su aparato productivo mediante políticas de innovación y digitalización. La eurozona debe convertirse, según

él, en el corazón del poder económico europeo para enfrentar la globalización. Apoya la convergencia en materia tributaria y social, así como la plena democratización del funcionamiento de las instituciones comunes, acercándolas a los ciudadanos. En definitiva, Macron está proponiendo un gran salto adelante en el proceso de integración.

La coincidencia entre sus propuestas y las de Juncker ante el Parlamento de Estrasburgo no es total, pero la visión y ambición políticas de ambos líderes están unidas por la misma voluntad de aprovechar el momento actual para avanzar hacia una Europa más unida, relevante y proactiva. A partir de ahí, la viabilidad de sus iniciativas queda supeditada, sobre todo, a lo que suceda en Alemania tras los resultados que se produjeron en las elecciones celebradas ese mismo mes de septiembre.

Angela Merkel ha logrado en esos comicios su cuarta victoria consecutiva. Si, como es de esperar, sigue presidiendo el gobierno alemán hasta el final de su nuevo mandato, se convertirá en la Canciller con el periodo más prolongado al frente de los destinos de su país desde Bismark. Su liderazgo, que se ha ido afirmando a lo largo de la crisis, seguirá proporcionando garantías de estabilidad al conjunto de Europa. No obstante, hasta cierto punto su triunfo ha quedado ensombrecido por el ascenso de los populistas xenófobos de *Alternative für Deutschland*. Los votos obtenidos por éstos en detrimento del partido de la Canciller y del SPD, que gobernaba en coalición con ella, le privan de una mayoría cómoda y le obligan a urdir un acuerdo sin precedentes entre la CDU, sus socios bávaros de la CSY, los liberales del FDP y los verdes. El partido socialdemócrata, que registró su peor resultado desde hace décadas, decidió pasar a formar parte de la oposición de modo irrevocable, renunciando a intentar de nuevo una alianza con Merkel.

En el momento en que escribo, no se sabe con certeza cuál será el resultado final de las conversaciones programáticas que se están llevando a cabo entre los dirigentes de esos cuatro partidos. Han trascendido las dificultades del FDP (partido liberal) para acordar con sus futuros compañeros en el ejecutivo una serie de compromisos relativos a la Unión Económica y Monetaria, además de exigir para uno de sus futuros ministros la dirección del departamento de Finanzas. Los liberales alemanes, tradicionalmente europeístas, mantienen ahora serios recelos hacia todo lo que signifique la profundización de la integración en los aspectos económicos, y en particular hacia cualquier paso en la dirección de una mutualización de riesgos, o de la existencia de transferencias fiscales permanentes en el seno de la Unión Económica y Monetaria. Es de esperar que, en aras de lograr el acuerdo, y no abocar a una situación en la que la convocatoria de unas nuevas elecciones sea la única salida, el FDP modere sus exigencias. Pero esa no es la única dificultad que Merkel debe sortear. Sus propios compañeros de la CDU y sus tradicionales socios de la CSU le presionan para una actitud más estricta hacia los refugiados. Y los verdes mantienen planteamientos muy alejados de los de los democristianos en este terreno, además de plantear exigencias para acabar con la utilización de energías fósiles. Nada está decidido, y cualquier resultado es posible. Pese a todo, las apuestas se decantan hacia la existencia de un acuerdo, que podría lograrse en torno al comienzo del nuevo año.

Las incertidumbres políticas en Alemania a raíz de conocerse los resultados electorales han producido un cierto enfriamiento del clima de optimismo que se respiraba a comienzos de septiembre en la UE, cuando la victoria de Macron y las propuestas del

Presidente de la Comisión alentaban las expectativas de relanzamiento de un potente eje franco-alemán para impulsar la integración, en sintonía con el ejecutivo comunitario. Además, los últimos procesos electorales celebrados en Austria y la República checa nos han recordado que la ola de populismo ha remitido, pero sigue representando a medio plazo una amenaza para las democracias europeas y la propia Unión.

De todos modos, es razonable pensar que han quedado definitivamente atrás los momentos dramáticos vividos durante los años de la crisis, desde 2007 en adelante. El apoyo financiero que hubo que prestar a los países de la periferia de la eurozona, a cambio de políticas de austeridad y devaluaciones internas, ha supuesto un coste social muy elevado, que sigue amargando la vida a millones de europeos, particularmente en Grecia. Pero gracias a las decisiones adoptadas por las instituciones comunitarias y los gobiernos de los países miembros en un contexto extremadamente difícil, se ha evitado la implosión de sus economías y la fractura de la Unión Económica y Monetaria (UEM), cuya solidez ha quedado puesta de manifiesto, al menos tanto como la necesidad de completar su diseño y sus instrumentos. El euro ha mostrado su fortaleza y estabilidad, que no ha sido puesta en riesgo por la debilidad de algunas de sus economías nacionales. El Banco Central Europeo, bajo la brillante dirección de Mario Draghi, ha sabido suplir la carencia de una política fiscal para el conjunto de la eurozona, necesaria para actuar de forma anti-cíclica y mantener la demanda agregada, proporcionando financiación a la economía y liquidez a las entidades financieras, sin desbordar los límites de su mandato. Además de ello, sus mensajes a los mercados y a los líderes políticos, gozan de una gran credibilidad y reputación. Y los líderes políticos del Consejo Europeo y de la Comisión han acordado dar algunos pasos importantes para completar el diseño de la UEM, como el proyecto en marcha de una Unión Bancaria, que ya ha dado lugar a la creación del supervisor único en la eurozona y del mecanismo de Resolución de entidades financieras; la reforma de la gobernanza para la coordinación y vigilancia de las políticas fiscales nacionales; o la creación del Mecanismo de Estabilidad (MEDE) para la gestión de crisis.

Por supuesto, algunos de los problemas fundamentales que ya estaban planteados antes del estallido de la crisis, y que se vieron exacerbados a lo largo de ésta, requieren respuestas que van más allá de las soluciones de urgencia adoptadas bajo la presión de los acontecimientos, para evitar males mayores. Los líderes europeos han abusado, durante la crisis, de la táctica de dejar que los problemas se agraven hasta llegar a los límites de lo soportable, para adoptar entonces –en palabras de Merkel– medidas como *«ultima ratio»;* y sin llegar al fondo del asunto, lo que en la jerga comunitaria se define como *«muddling through»* (salir del paso).

La simple enumeración de los desafíos pendientes da una idea de la magnitud de la tarea que queda por delante para poner a la UE y a la eurozona a salvo de las sacudidas de próximas crisis. En la agenda no sólo figuran medidas económicas o de otras políticas. Además, hay que reconciliar a la opinión pública con un proyecto europeo que debe ser visto como una oportunidad, y no como un mal menor al que hay que resignarse a pertenecer en ausencia de mejores alternativas.

En los ámbitos no económicos, los temas de seguridad y defensa han pasado a ocupar un lugar prioritario en la agenda política europea. En noviembre, 23 países miembros

han utilizado por vez primera la fórmula de las «cooperaciones estructuradas permanentes» prevista en el Tratado de Lisboa para mejorar las capacidades de defensa conjuntas y la disponibilidad de las mismas en operaciones militares, y desarrollar en común capacidades industriales y tecnológicas. Este paso, que no supone entrar en conflicto con las actuales competencias de la OTAN, marca sin lugar a dudas el camino hacia una mayor relevancia de la política de defensa europea, en vista de las reticencias de Trump hacia los compromisos de Washington con sus aliados. También en ese mismo mes, se ha reunido en Gotemburgo (Suecia) la «cumbre» social europea, lanzando el «pilar social» de la UE propuesto por la Comisión Juncker. Y en la agenda del Consejo europeo para los próximos meses figura también la política de inmigración, y de asilo y refugio.

En el plano económico, procede completar el diseño institucional de la UEM, equipando a sus autoridades responsables con los instrumentos de los que aún carecen para poder hacer frente a futuras turbulencias, que sin duda vendrán. El punto de partida es la existencia de una unión monetaria, y de un mercado interior con quinientos millones de consumidores y usuarios. Pero ahora hay que extraer de ello los máximos beneficios en términos de crecimiento, estabilidad y dinamismo económico. El gran proyecto de la construcción de un mercado interior sin barreras también necesita, como la UEM, ser culminado. Los grandes objetivos fijados a tal efecto por la Comisión Juncker –la unión por la energía, el mercado único digital y la integración de los mercados de capitales– tendrán que seguir figurando en la agenda de prioridades de la UE para los próximos años, pues los resultados obtenidos desde el comienzo del mandato de la actual Comisión no son satisfactorios. Los plazos inicialmente establecidos para su consecución no han sido respetados como consecuencia de las discrepancias habidas en las discusiones entre los países miembros, que han rebajado sustancialmente, cuando no paralizado, muchas de las iniciativas del ejecutivo comunitario.

Desde antes del estallido de la crisis económica, la UE en su conjunto, y no solamente la eurozona, enfrenta un serio problema en términos de crecimiento económico. Desde mediados de la década de los 90, el potencial de crecimiento de la economía europea viene decreciendo. Tanto la productividad como el nivel de empleo están por debajo de sus competidores. En el año 2000, una vez culminado el proceso que llevó a la fijación del tipo de cambio irrevocable con el euro de las once monedas nacionales que se integraban en la moneda única –a las que se unió el dracma griego en 2001–, los jefes de Estado y de Gobierno de los quince países miembros de la UE de entonces se pusieron de acuerdo para lanzar la «estrategia de Lisboa». Se fijaron objetivos numéricos por países para que, al final de esa década, la economía europea se convirtiese en la *«economía basada en el conocimiento más competitiva y dinámica del mundo, capaz de crecer económicamente de manera sostenible con más y mejores empleos y con mayor cohesión social»*. Los avances hacia los objetivos fijados se medirían mediante un conjunto de indicadores, y las reformas necesarias se irían analizando mediante una vigilancia continua de las decisiones de los países (*«peer pressure»)* y el intercambio entre ellos de las mejores prácticas, según el llamado método de coordinación abierta.

El fracaso de esa estrategia sólo pudo ser disimulado con la llegada de la crisis, al cambiarse radicalmente las prioridades de la agenda y evitar que al final de la década se encontrase el momento adecuado para proceder a su evaluación. En 2010, se aprobó

una nueva estrategia de crecimiento, llamada ahora «Europa 2020». Se rebajaron las ambiciones, se precisaron mejor los objetivos e indicadores, y se adoptaron algunas iniciativas a escala comunitaria, sin fiarlo todo a las políticas nacionales. Pero tres años antes del final de la década cubierta por esa estrategia, lo que sí puede avanzarse es que el potencial de crecimiento de la economía de la UE es menor que el que existía antes de la crisis. El mayor ritmo de crecimiento actual supera el potencial, y sabemos por experiencia que los ciclos económicos no son eternos. Por ello, la definición de una verdadera estrategia a escala de la UE para elevar el nivel de ese potencial sigue siendo una tarea pendiente.

Por supuesto, la extensión y profundización del mercado interior sigue siendo una prioridad insoslayable. Pero no basta con eso. Cada uno de los países debe adoptar su propia estrategia de reformas estructurales en el ámbito de sus competencias nacionales, no como algo obligado por los dictados de «Bruselas» sino pensando en su propio interés. El sistema actual de coordinación de las políticas económicas de los países –el llamado «semestre europeo»– ha introducido una cierta racionalidad en la secuencia de la vigilancia sobre las decisiones de los países y la definición de orientaciones por parte de la Comisión y el Consejo. Pero la influencia real que ejercen las «recomendaciones por países» que prepara anualmente el ejecutivo comunitario y aprueban formalmente los ministros de finanzas, no es muy elevada. Mientras que la vigilancia presupuestaria en el marco del Pacto de Estabilidad y Crecimiento tiene bastante capacidad para condicionar los márgenes de maniobra de que disponen los gobiernos y parlamentos nacionales, no es ese el caso de las recomendaciones sobre políticas sectoriales. Y la maximización de las posibilidades de crecimiento del conjunto de la UE requiere mecanismos de coordinación eficaces de las políticas sujetas a las competencias de cada país miembro.

Al tratarse de un Anuario sobre el euro, me extenderé algo más en esta introducción sobre las tareas aún pendientes para dotar de estabilidad a la UEM. Ante todo, la crisis ha puesto de manifiesto la consolidación del euro como una moneda fuerte y creíble a nivel global. La volatilidad de su tipo de cambio no ha sido mayor que la del dólar u otras monedas acreditadas por bastante más tiempo entre los operadores en los mercados. En este sentido, la gestión del BCE ha demostrado una extraordinaria profesionalidad y gran competencia; algo digno de ser señalado dado que cuando en 2007 aparecieron las primeras señales preocupantes en los mercados la institución no contaba aún con diez años de existencia. El Banco Central ha cumplido con su mandato de preservar la estabilidad de precios, y cuando los riesgos deflacionistas amenazaron a la economía de la eurozona ha sabido imaginar nuevas formas de actuación sin desbordar los límites fijados por el Tratado. Cuando el Tribunal Constitucional alemán, y el Tribunal de Justicia Europeo de Luxemburgo han debido analizar recursos que le acusaban de extralimitarse, el BCE ha recibido el respaldo de los jueces.

Por otro lado, el compromiso político de los países miembros de la eurozona con su moneda común y con la integridad de la UEM ha sido mucho más fuerte de lo que muchos pensaron. La prueba de fuego ha sido la crisis griega. Los miembros de la eurozona, junto con la Comisión, el BCE e incluso el FMI, han sabido encontrar la manera de acudir en auxilio de Grecia cuando este país perdió el acceso a los mercados para financiar sus necesidades sin contravenir las previsiones del Tratado en cuanto a la

monetización de los déficits públicos. Los momentos más delicados llegaron con la elección de Alexis Tsipras como primer ministro y su nombramiento de Varoufakis como ministro de finanzas. Las tensiones llegaron a tal punto que el entonces ministro de finanzas alemán Wolfgang Schauble se manifestó a favor de la salida griega del euro. Pero las cosas pudieron finalmente encauzarse.

Afortunadamente, las profecías sobre la desintegración de la eurozona, como consecuencia de los problemas en Grecia o de la acumulación de peticiones de abandonarla, han fracasado nuevamente, como sucedió cuando antes de 1999 se puso en duda su viabilidad o se le auguró una vida breve. El economista americano Martin Feldstein fue de los primeros en advertir, en un famoso artículo publicado en 1997, que el proyecto de Unión Económica y Monetaria diseñado en el Tratado de Maastricht, crearía graves tensiones entre los países que participasen en él, por sus diferentes concepciones de la política monetaria, el papel de los bancos centrales y, en general, por sus diferentes intereses y prioridades económicas. En 2012, Feldstein volvió sobre el tema, considerando fracasado el «experimento» del euro y augurando la salida de Grecia, y quizás de otros países, de la moneda única. Joseph Stiglitz, desde una óptica ideológica muy distinta a la de Feldstein, también ha lanzado un duro alegato contra el euro. En un libro publicado en 2016, considera que la moneda única amenaza a Europa y le atribuye todo tipo de consecuencias nefastas, confundiendo los errores de política económica cometidos antes y durante la crisis por algunos gobiernos de la eurozona con el hecho de que sus países pertenezcan a la unión monetaria. Ese tipo de críticas son injustas, y los augurios catastrofistas que suelen acompañarlas han quedado en evidencia.

Muchos de los problemas por los que ha atravesado la UEM desde el comienzo de la crisis se han debido más a los errores de diagnóstico sobre la naturaleza de los desequilibrios que sufren algunas economías nacionales, o a los fallos de política económica de sus gobiernos, que a los defectos estructurales del diseño inicial establecido en el Tratado de Maastricht hace ahora veinticinco años. Pero la experiencia de la crisis también nos ha permitido comprobar cuáles son esos defectos.

La UEM no preveía la necesidad de una Unión Bancaria como la que se acordó crear en plena crisis, en junio de 2012, para escapar del vínculo perverso generado por la auto-alimentación de los riesgos incluidos en los balances bancarios y los riegos soberanos. Hasta la llegada de la crisis en 2007, esa carencia no se hizo notar. Pero en el momento en que los balances de muchas entidades empezaron a aflorar las consecuencias dramáticas de la crisis financiera, las autoridades nacionales se vieron forzadas a recapitalizar, restructurar e incluso liquidar bancos para evitar una crisis sistémica, trasladando esos riesgos al sector público, en términos de mayores déficits y sobre todo, a un aumento rápido de sus niveles de endeudamiento y del coste del mismo.

En el terreno fiscal, la vigilancia presupuestaria basada en las reglas del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, encontró pronto dificultades para asegurar su cumplimiento. Los primeros que infringieron esas reglas fueron los grandes países –como fue el caso de Alemania y Francia en 2003-; su mal ejemplo dio paso a nuevos incumplimientos, esta vez por parte de algunas economías más débiles – Italia en el caso de los niveles de deuda, y Grecia como ejemplo más lacerante–. Todo ello ha perjudicado seriamente su credibilidad. El Pacto tuvo que ser revisado en marzo de 2005, amortiguando la excesi-

va rigidez de sus reglas para corregir los déficits excesivos, a cambio de una mayor vigilancia preventiva de la evolución del déficit estructural de quienes no superaban el famoso techo del 3%. Esa flexibilidad permitió acomodar la política fiscal expansiva obligada por la crisis en 2008 y 2009 sin necesidad de violar las reglas establecidas. Pero la crisis de la deuda pública a raíz del caso griego, y el aumento vertiginoso de las primas de riesgo de los países periféricos de la eurozona, cambió radicalmente la situación.

A raíz de ese momento, se pusieron en marcha programas de rescate sujetos a una durísima condicionalidad, y las autoridades consideraron necesario volver a reforzar las reglas del Pacto. Pero de nuevo, el movimiento pendular no tuvo un recorrido muy largo, y desde 2013 la Comisión se vió obligada a interpretarlas de forma más flexible. Incluso Alemania, firme defensora de una vigilancia presupuestaria estricta, tuvo que reconocer en la práctica el sinsentido de intentar sancionar por su déficit excesivo a un país como España, sometido a una fuerte devaluación interna cuyas consecuencias solamente podían paliarse gracias al crecimiento logrado, entre otras cosas, por la contribución de una política fiscal acomodaticia.

Si vemos los resultados agregados de la eurozona, comprobamos que, paradójicamente, los déficits públicos en la eurozona han disminuido cuando las reglas del Pacto no han sido tan rígidas –entre 2005 y 2008– o cuando su interpretación se ha flexibilizado –desde 2013 hasta hoy. En 2017, el déficit previsto para el conjunto de la eurozona es del 1.1%, y la Comisión cree que seguirá reduciéndose en los próximos dos años. Por cierto, el porcentaje es prácticamente el mismo en términos de déficit estructural. Pero la vigilancia de la evolución del endeudamiento público, que tiene más sentido económico que la de los déficits anuales, es considerablemente más complicada. La ratio de deuda pública sobre el PIB supera el valor de referencia del 60% en más de la mitad de los miembros de la eurozona, y a pesar de la fase de crecimiento y de los bajos déficits, su nivel sólo se está reduciendo de manera marginal. La crisis ha provocado, lógicamente, el trasvase de una parte del peso de la deuda del sector privado al sector público.

Los intentos de abordar una estrategia para lograr una gestión macroeconómica adecuada de la UEM, mediante su coordinación con la política monetaria del BCE, y ayudar al mismo tiempo a incentivar las políticas estructurales que siguen estando en manos de los gobiernos nacionales, se han sucedido en el último lustro. Dos años después del estallido de la crisis de la deuda pública, y casi coincidiendo con el lanzamiento de la Unión Bancaria, los cuatro Presidentes de las principales instituciones responsables del funcionamiento de la eurozona – el Consejo Europeo, la Comisión, el BCE y el Eurogrupo– hicieron público en 2012 un informe detallando las iniciativas necesarias para completar, mediante un calendario desplegado en varias fases, una Unión Fiscal, una Unión Bancaria, una Unión Económica y una Unión Política, Todas ellas debían constituir, en conjunto, la estructura definitiva de la UEM. Tres años después, el nuevo informe «de los 5 Presidentes» –pues entre tanto se les había añadido el Presidente del Parlamento Europeo– formuló una versión relativamente similar de la hoja de ruta anterior. Por diferentes razones, ninguno de los dos informes fue objeto de mucha atención por parte de las instituciones presididas por sus autores. Las urgencias derivadas de problemas que requerían decisiones inmediatas, y también las divergencias entre las posiciones mantenidas por los países a la hora de desarrollar cada uno de los capítulos esta-

blecidos en los informes, provocaron que esos debates fuesen relegados a un lugar secundario de la agenda de discusión entre los líderes.

La Comisión Europea ha vuelto a suscitar la necesidad de completar la UEM en su «*White paper*» de marzo de 2017, y ha dedicado al asunto uno de los cinco documentos monográficos que lo desarrollan. Por su parte, con objeto de facilitar la toma de decisiones por parte de los Jefes de Estado y de Gobierno, el Presidente del Consejo Europeo Donald Tusk ha incluido en la llamada «agenda de los líderes» tres fechas para que los máximos responsables de la UE debatan sobre el futuro de la UEM: diciembre 2017, junio 2018 y marzo 2019. Con ello pretende llegar a las próximas elecciones europeas habiendo despejado las principales incógnitas que aún siguen abiertas sobre el futuro de la eurozona. Pero empezando por el propio Donald Tusk, todo el mundo sabe que los acuerdos a los que debe llegar sin duda, y lo antes posible, el Consejo Europeo deben partir de un consenso previo, en torno a las principales cuestiones, entre Francia y Alemania. Alrededor de cada uno de esos dos países se aglutinan las posturas de los demás miembros de la eurozona.

En el origen de la mayor parte de las divergencias entre ambos grupos se encuentra el binomio responsabilidad-solidaridad. Mientras que la mayor parte de los Estados del centro y del norte de la UEM ponen énfasis en la necesidad de que las autoridades nacionales asuman plenamente sus responsabilidades a la hora de mantener las finanzas públicas bajo control, mejorar su credibilidad ante los mercados, y llevar a cabo las reformas estructurales necesarias para mejorar su potencial de crecimiento, los países del sur junto con Francia insisten en poner por delante las exigencias de solidaridad, entendiendo por tal una menor rigidez en la aplicación de las reglas de disciplina presupuestaria, la existencia de transferencias fiscales y pasos graduales hacia la mutualización de la deuda. Alemania y los países que coinciden con sus tesis ponen el énfasis en la necesidad de reducir riesgos –«*risk-reduction*»– antes de que sus economías estén dispuestas a abrir la puerta a la posibilidad de compartirlos –«*risk-sharing*»; mientras que quienes priorizan los avances hacia la mutualización, argumentan que sólo después de que ésta sea reconocida como una meta a alcanzar, sus beneficiarios estarán en condiciones de reducir riesgos sin exponerse a plantear sacrificios inasumibles por sus ciudadanos.

De una forma u otra, esos dilemas se reproducen en cada uno de los puntos que están sobre la mesa. Para completar la Unión Bancaria, es necesario añadir un sistema común de garantía de depósitos –o en su caso, de reaseguro de los planes nacionales– a los mecanismos ya existentes para la supervisión y resolución de entidades financieras en la eurozona. Pero Alemania argumenta que antes de aceptar la creación de un fondo mutualizado común, los países con sistemas bancarios menos saneados deben abordar la reducción de sus tasas de morosidad, y establecerse límites al porcentaje de deuda pública nacional que pueden figurar en los activos de esas entidades. A su vez, ello debería ser acompañado del lanzamiento de un activo financiero libre de riesgo. La puesta en marcha de ese tercer pilar de la Unión Bancaria haría posible, a su vez, co-financiar el fondo de respaldo –*backstop*– para la resolución de entidades insolventes y, lo que es más importante, desvincular los riesgos bancarios de los soberanos. Algo que los países de la periferia de la eurozona necesitan urgentemente.

En la gestión de crisis, Alemania lidera a los partidarios de consolidar el principio del *bail-in*, y para hacer recaer buena parte de los costes de la restructuración de bancos

en sus accionistas y acreedores privados, tal y como contemplan la Directiva comunitaria de 2014 y, con algunas especificidades, las líneas directrices para las ayudas de Estado a entidades financieras de julio de 2013. En cambio, Francia, Italia y algunos otros países prefieren una mayor flexibilidad en la interpretación de ese principio, para que los recursos públicos puedan seguir ofreciendo una alternativa a disposición de los gobiernos. En cuanto al tratamiento de la deuda en casos de restructuración, Alemania se manifiesta a favor de la posibilidad de quitas, siguiendo un sistema similar al que estableció el pacto de Deauville de 2010 entre Merkel y Sarkozy mientras otros países adoptan posiciones más reticentes, dadas las consecuencias traumáticas de aquel acuerdo sobre las primas de riesgo de su deuda.

Cuando se trata de la política fiscal y presupuestaria, vuelven a aparecer diferencias de criterio que se alinean siguiendo razonamientos similares. Aún no existe en la UEM un instrumento fiscal para establecer la *fiscal stance* adecuada, que como es lógico no es automáticamente equivalente al resultado de la agregación de las políticas fijadas a nivel de cada país. Tanto la Comisión, como un grupo de países encabezados de nuevo por Francia, propugnan la necesidad de crear un instrumento a escala de la eurozona que pueda proporcionar un estímulo fiscal, cuando el impacto de las políticas nacionales no sea suficiente para situar la demanda agregada en un nivel suficiente, sin hacer recaer todo el esfuerzo en este sentido sobre la política monetaria. Ese instrumento debe también ser utilizado para contrarrestar *shocks* asimétricos de una cierta entidad. Alemania no se opone en principio a su existencia, pero discute su magnitud y la forma de financiarlo.

Por último, la vigilancia de los desequilibrios macroeconómicos de naturaleza no fiscal, que tanta importancia tuvieron como causa principal de los problemas sufridos durante la crisis por países como Irlanda o España, sólo ha empezado a desarrollarse durante la crisis. El nuevo mecanismo creado no ha sido capaz hasta ahora de forzar la corrección de los superávits por cuenta corriente de carácter estructural existentes en Alemania y otros países del norte de la eurozona, por lo que en cuanto los antiguos países deficitarios han sido capaces de equilibrar sus balanzas exteriores, la UEM se ha convertido en un exportador estable de ahorro, mientras que las tasas de inversión siguen siendo inferiores a las existentes antes de 2008.

Por otra parte, la propuesta francesa de crear la figura de un ministro de finanzas de la eurozona, que tampoco objetan los alemanes, implicaría que fuese él quien se ocupase de la gestión de ese instrumento, y del presupuesto necesario para sus operaciones. Alemania, por el contrario, parece preferir que quien se encargase de gestionar el nuevo instrumento fiscal fuese el futuro Fondo Monetario Europeo (FME), creado a partir de la evolución del actual Mecanismo de Estabilidad. Y que las actuaciones de éste estuviesen ligadas a una fuerte condicionalidad, para que los países que pudiesen beneficiarse de él no estuviesen expuestos a un elevado riesgo moral (*moral hazard*). Además, el FME tendría, para Alemania, las características de un organismo intergubernamental, como el actual MEDE, del que sería su sucesor. Por lo tanto, la nueva institución no estaría sujeta a las reglas del llamado «método comunitario», lo cual supone marginar tanto a la Comisión como al Parlamento. En cuanto al Pacto de Estabilidad y Crecimiento, no sólo se discute su mayor o menor grado de flexibilidad, sino que según las posiciones reiteradas por el hasta hace poco tiempo ministro de finanzas alemán Wolfgang Schauble, el

FME debiera encargarse en adelante de la aplicación de sus reglas fiscales, lo que corresponde desde siempre a la Comisión.

Por lo tanto, aunque a primera vista podría darse la impresión de que la llegada de Macron ha difuminado muchas de las diferencias que se vienen arrastrando entre Francia y Alemania en cuanto al modo de funcionamiento y las reformas necesarias en la UEM, éstas siguen existiendo. Cuando desde Francia se habla de un ministro de finanzas del euro, de un presupuesto para financiar el nuevo instrumento fiscal, o de la creación de un Fondo Monetario Europeo, Angela Merkel acepta hablar de todo ello, e incluso alguna vez ha manifestado que comparte la necesidad de introducir esos cambios. Pero en cuanto se desciende a los detalles, y se comparan las posiciones respectivas, las posibilidades de un acuerdo rápido entre Paris y Berlín disminuyen de forma considerable. Máxime, teniendo en cuenta el resultado de las elecciones alemanas y las primeras impresiones sobre el contenido de las conversaciones para la formación del nuevo gobierno de coalición, con la participación esta vez de los liberales euroescépticos del FDP.

Por supuesto, los temas pendientes de discusión no se agotan en la agenda de las reformas necesarias de la UEM. En los dos últimos meses de 2017, los líderes europeos tienen previsto debatir en la Cumbre de Gotemburgo sobre la manera de dotar a la UE de una dimensión social digna de tal nombre; y el Consejo Europeo de diciembre decidirá formalmente la puesta en marcha del mecanismo de cooperación en materia de defensa acordado en noviembre, un terreno que estaba vedado en la práctica debido a la oposición británica. En su agenda figura también un dossier tan importante como la política común de inmigración, para seguir desarrollando acuerdos con los países de origen de los principales flujos de inmigrantes, la revisión de la actual normativa sobre permisos de residencia en la UE o la reforma del actual marco jurídico para el ejercicio de los derechos de asilo y refugio.

Pero sin duda, una de las decisiones políticamente más relevantes será la que se derive de su valoración sobre la situación de las negociaciones del Brexit. Cuando el Consejo Europeo considere que existe un «progreso suficiente» en los tres aspectos que componen la primera fase del proceso negociador, se abrirá la puerta a la siguiente etapa, en la que habrá que definir el futuro marco de relaciones entre la UE y el Reino Unido, así como el periodo transitorio que deberá establecerse desde el día mismo de la salida británica hasta la plena entrada en vigor de su nuevo estatus como país tercero. Las tres condiciones a resolver para poder abordar esa fase decisiva de la negociación – la situación en que queden los ciudadanos comunitarios en el Reino Unido y los británicos en la UE; la nueva regulación de la frontera entre Irlanda del Norte y la República irlandesa; y el arreglo financiero para saldar las obligaciones británicas– tienen que estar acordadas en diciembre, pues de lo contrario los riesgos de llegar al plazo establecido para la conclusión de las negociaciones sin acuerdo son muy altos. Y en esa hipótesis, los costes que tendría que asumir el Reino Unido serían elevadísimos.

La negociación, que en virtud del Tratado tiene que estar finalizada en marzo de 2019, previa ratificación parlamentaria por ambas partes, está aún sumida en grandes incertidumbres. Miles de empresas establecidas en el Reino Unido se disponen a aprobar planes de contingencia por si finalmente no se alcanza ningún acuerdo. Las consecuencias negativas de su abandono de la UE ya se perciben en la economía británica, que

crece menos, tiene más inflación, y las inversiones se paralizan en espera de conocer cuál será su marco futuro de relaciones con la UE.

Pensando en el medio y largo plazo «post-Brexit», la Comisión Europea ha intentado provocar un debate político entre los líderes europeos, y en las opiniones públicas de los distintos países, acerca de las prioridades estratégicas que deben orientar los siguientes pasos del proceso de integración. En su «*White paper*» hecho público en marzo de 2017, y en los cinco documentos que lo desarrollan, propone reflexionar sobre algunos temas de fondo – completar la UEM, enfrentar las consecuencias negativas de la globalización, desarrollar la dimensión social de la UE, explorar avances en materia de defensa, reformar las finanzas de la UE– y lo que es más novedoso, plantea cinco posibles escenarios sobre la evolución de la integración, desde el más receloso hasta el más ambicioso en cuanto al grado de soberanía que los Estados miembros están dispuestos a aceptar. El ejecutivo comunitario no se pronuncia explícitamente por ninguno de ellos, tratando de que sean los máximos responsables políticos quienes una vez sopesados los argumentos a favor de uno u otro, y en función de sus preferencias, adopten una decisión en el Consejo Europeo.

Uno de los escenarios prevé la utilización de las fórmulas de las «cooperaciones reforzadas» ya previstas en el Tratado actual, para profundizar en la integración sin que los países que no deseen participar en esos avances puedan bloquearlos. La contrapartida es que quienes sí decidan hacerlo no puedan cerrar la puerta para que, en su momento, los rezagados puedan incorporarse si lo desean al grupo de vanguardia. Este debate no es nuevo. De hecho, la participación en la UEM o en el espacio Schengen está limitada a una serie de países miembros. Los máximos responsables políticos de los cuatro grandes países de la UE a 27, Alemania, Francia, Italia y España, parecen optar por ese escenario para seguir avanzando en la integración sin depender de los recelos de quienes no quieren dar ese paso, bien por haber logrado un tratamiento excepcional –*opt out*»– o por preferir un ritmo más lento. Como es lógico, dado el papel institucional de la Comisión, Jean Claude Juncker se ha manifestado a favor de que todos los países miembros avancen a la misma velocidad, sin añadir nuevos niveles diferenciales de integración a los que ya existen. Pero lo más probable es que la opinión de los países sea la que prevalezca.

A su vez, los jefes de Estado y de Gobierno han aprobado a raíz del referéndum británico dos importantes Declaraciones, en las que tratan de poner en común sus prioridades estratégicas. En septiembre de 2016, tres meses después del Brexit, la Declaración de Bratislava suscrita por los máximos líderes de los 27 definió como prioritarias las acciones comunes en materia de inmigración y control de las fronteras externas de la UE, la seguridad interior y exterior y el desarrollo económico y social, con especial atención a la juventud. Con ocasión del 60 aniversario de la firma de Tratado de Roma, una nueva Declaración marcó como prioridades comunes el logro de una UE segura y protegida, una economía próspera y sostenible, la dimensión social y el logro de una mayor relevancia de la UE en el mundo. En ambos casos, parece más significativa la voluntad de seguir actuando unidos, frente al desgarro del Brexit, que la precisión detallada de las orientaciones marcadas por ambos documentos.

Más recientemente, el Presidente del Consejo Europeo Donald Tusk ha propuesto a los jefes de Estado y de Gobierno una hoja de ruta para ir abordando, de manera orde-

nada y sistemática, cada uno de esos grandes temas de aquí al final del actual ciclo político comunitario. El mandato de la actual Comisión finalizará en otoño de 2019. Previamente tendrán lugar la salida del Reino Unido de la UE, en marzo de ese mismo año, la convocatoria de las próximas elecciones al Parlamento Europeo que se celebrarán tres meses más tarde, y los nombramientos de los futuros máximos responsables de las instituciones de la UE –Comisión, Parlamento, Consejo Europeo y BCE– que se harán inmediatamente después de conocerse los resultados de esos comicios. Antes de llegar a ese momento, en el que prácticamente todos los máximos responsables a escala comunitaria van a ser reemplazados, y dando por supuesto que el nuevo gobierno alemán estará pronto constituido, se abre una ventana de oportunidad de unos quince meses, prácticamente coincidente con la duración de las negociaciones del Brexit, para tomar alguna de las grandes decisiones pendientes, o al menos para llegar a acuerdos que anticipen su adopción por los nuevos responsables.

¿Qué puede resultar de todo ello? Durante los años de la crisis, la UE ha estado sometida a fuertes turbulencias. La UE está en un momento clave de su historia. El futuro de la integración no va a estar garantizado simplemente gracias a la propia inercia del proceso, como sucedía en las primeras fases de la existencia de la entonces llamada Comunidad Europea. El método funcionalista inventado por Jean Monnet, en virtud del cual cada paso adelante generaría nuevos incentivos para seguir avanzando, al surgir entre los países miembros intereses comunes, que proporcionaban nuevos argumentos para apostar por nuevos espacios de integración, está en cuestión una vez que las cesiones de soberanía han llegado hasta terrenos considerados como el núcleo duro del poder de los Estados-nación. Y los cambios a los que están sujetos los sistemas de partidos de la mayoría de los países, con la emergencia de populismos y nacionalismos que no comparten los valores comunes ni los objetivos definidos por los máximos responsables políticos, generan dudas sobre la solidez del bloque político que apoya desde el comienzo el proyecto de una Europa cada vez más unida, formado por los democristianos –hoy integrados en el PPE–, los socialdemócratas y los liberales.

Son los líderes de esas familias políticas, a las que hay que añadir una formación más moderna, y claramente pro-europea, como los Verdes, quienes deben impulsar políticamente el proceso. La manera de hacerlo no consiste, a mi juicio, en tratar de movilizar a la opinión pública en torno a la definición de unos objetivos a largo plazo, del tipo de «los Estados Unidos de Europa», que aparecen tan cargados de utopía como de abstracción. Frente al simplismo demagógico de los populistas, el proyecto europeo necesita ganar apoyos en base a un conjunto de objetivos creíbles y viables.

Si hay un argumento poderoso que añadir ahora a los que estuvieron en la mente de los «padres fundadores» del proyecto europeo –la paz, la reconciliación y la reconstrucción de un continente solado por las guerras– que siguen siendo plenamente válidos, ése es la pérdida de peso relativo de Europa en el contexto global, que caracteriza a este siglo. Incluso los países europeos más fuertes económica y demográficamente, ya no tienen por sí solos la dimensión mínima necesaria para jugar un papel relevante en el plano mundial. La UE, que fue un elemento imprescindible para asegurar la paz, la reconciliación y la reconstrucción del continente tras las guerras mundiales, y que ha sido un polo de atracción de los países que dejaron de sufrir dictaduras y emprendieron

sus transiciones a la democracia, debe convertirse hoy en la mejor plataforma posible para que los europeos podamos seguir defendiendo con eficacia nuestros intereses y promoviendo nuestros valores en el mundo. La clave del éxito, como tantas otras veces en la historia de la integración europea, residirá en la pronta reconstitución de un sólido eje franco-alemán. Sin ella, los riesgos de renacionalización aumentarán. Hasta ahora, todo indica que el Presidente francés está muy dispuesto a intentar la renovación de esa apuesta. Pienso que Angela Merkel también. Pero su posición política no es tan sólida como la de su colega de Paris. De cómo se resuelva esa incógnita va a depender en buena medida lo que suceda en Europa durante los próximos años.

2. THE CAPITAL MARKETS UNION: A PATH TOWARDS A GREATER UNION

Yolanda Azanza, Carlos Pérez Dávila y Francisco Pizarro[1]

A day will come when all nations on our continent will form a European brotherhood ... A day will come when we shall see ... the United States of America and the United States of Europe face to face, reaching out for each other across the seas.

Victor Hugo, International Peace Congress, 1849

RESUMEN EJECUTIVO

Desde la creación de la Comunidad Económica del Carbón y del Acero en los años 50, el primer paso significativo hacia la creación de la actual Unión Europea (UE), los esfuerzos por unir a los estados europeos han permitido superar la devastación del continente que siguió a la Segunda Guerra Mundial y han permitido que la región viva más de medio siglo de prosperidad y desarrollo.

A día de hoy, los Estados miembros de la UE comparten un mercado único basado en unas políticas europeas orientadas a posibilitar la libre circulación de personas, bienes, servicios y capitales. El espacio Schengen ha eliminado los controles de pasaportes en su territorio y desde comienzos del siglo pasado una mayoría de Estados miembros comparten una moneda única.

El progreso de la UE hasta la fecha ha sido muy significativo y, sin embargo, la tarea de construcción europea continúa siendo ingente. En este sentido, una de las prioridades de la actual Comisión Europea es reforzar la economía de la región, severamente castigada por la reciente crisis, así como potenciar la inversión al objeto de estimular el crecimiento y la creación de empleo. Para potenciar la inversión a largo plazo, Europa necesita unos mercados de capitales más desarrollados que permitan a las empresas el acceso a nuevas formas de financiación y a los ahorradores diversificar sus opciones de inversión y, con ello, reforzar la economía en su conjunto. Con este objetivo, se encuentra entre las prioridades de la Comisión la creación de un mercado único de capitales para los Estados miembros.

En este sentido, cabe destacar que a pesar del progreso realizado en los últimos 50 años, los mercados de capitales en la UE continúan poco desarrollados, especialmente si

[1] Clifford Chance.

se comparan con sus equivalentes norteamericanos, donde la financiación del tejido empresarial depende en menor medida de la financiación bancaria y, por tanto, sus empresas son menos vulnerables en caso de contracción del crédito bancario. La reciente crisis financiera ha reducido los niveles de integración de los mercados de capitales a nivel europeo.

La Comisión considera que una Unión de los Mercados de Capitales permitirá (i) canalizar más inversión hacia el tejido empresarial europeo, (ii) conectar de forma más eficiente la financiación disponible con los proyectos de inversión en la UE, (iii) fortalecer el sistema financiero en su conjunto mediante una mejor redistribución del riesgo y (iv) reforzar la integración financiera y la competitividad de la UE.

Con estos objetivos, la Comisión publicó en febrero de 2015 un Libro Verde sobre la Unión de los Mercados de Capitales así como dos consultas sobre titulizaciones «simples, estandarizadas y transparentes» y sobre una nueva Directiva de Folletos, dos de los pilares fundacionales de la Unión de los Mercados de Capitales.

Con las aportaciones recibidas, en septiembre de 2015 la Comisión publicó un Plan de Acción integrado por más de una treintena de medidas concretas encaminadas a la construcción de una verdadera Unión de los Mercados de Capitales en 2019. En dicho Plan de Acción, se identificaron las siguientes prioridades: (i) proporcionar más opciones de financiación a las medianas y pequeñas empresas europeas, (ii) articular un marco regulatorio propicio para la inversión a largo plazo en las infraestructuras europeas, (iii) incrementar las opciones de inversión de particulares e inversores institucionales, (iv) reforzar la capacidad de financiación de las entidades de crédito y (v) eliminar las barreras a la inversión transfronteriza. En vista de la experiencia adquirida, la Comisión ha llevado a cabo recientemente una actualización y mejora del Plan de Acción de 2015.

Este artículo analiza las prioridades identificadas en el Plan de Acción y proporciona una visión global del progreso alcanzado hasta la fecha en cada una de ellas, con especial énfasis en aquellas donde el progreso ha sido más significativo (tales como las cuestiones relativas a la nueva regulación de folletos o la nueva regulación europea en materia de titulización).

2.1. INTRODUCTION

Since the creation of the European Coal and Steel Community in the 1950s, the first significant step towards the creation of the current European Union (EU), the efforts to unite the European countries have allowed us to overcome the devastation of the continent that had followed the Second World War and have resulted in more than half a century of prosperity and development.

Today, the Member States of the EU share an internal single market based on EU policies aimed at ensuring the free movement of people, goods, services and capital. The Schengen Area has also abolished passport controls and since the beginning of the twentieth century most of its Member States share a common currency.

The progress made to date is enormous, as Victor Hugo's vision becomes a reality closer within reach, but a huge amount of work remains ahead. In this regard, one of the

EU Commission's current top priorities is to strengthen Europe's crisis-hit economy and enhance investment with the ultimate purpose of stimulating grown and creating jobs. To promote investment over the long term, Europe needs stronger capital markets which are capable of providing new sources of funding for business, increase options for savers and make the economy more resilient. It is with this view that the Commission has prioritised the need to build a true single market for capital: a Capital Markets Union for all Member States (the «**CMU**»).

Despite the progress made over the past 50 years, Europe's capital markets remain underdeveloped and fragmented, especially if compared to American capital markets where business finance is less bank-dependant and businesses are less vulnerable to a tightening of bank lending. The recent financial crisis has reduced the level of integration, with banks and investors retreating to their home markets.

The Commission believes the CMU will: (i) unlock more investment from the EU and the rest of the world, thereby offering businesses more choices of funding, (ii) better connect financing to investment projects across the EU, (iii) make the financial system more stable by sharing financial risks and (iv) deepen financial integration and increase European competitiveness.

With these objectives in mind, the Commission launched in February 2015 a Green Paper on building a CMU, seeking the opinions of capital markets players (the «**Green Paper**»). Two technical consultations on «simple, standard and transparent» securitisation and the Prospectus Directive were launched alongside the Green Paper.

Based on the feedback received, the Commission adopted in September 2015 an action plan comprising more than thirty measures for creating a CMU by 2019 (the «**2015 Action Plan**»). In such plan, the Commission identified the following priority areas: (i) providing more funding choices for Europe's businesses and small and medium-sized enterprises («**SMEs**»), (ii) ensuring an appropriate regulatory environment for long term and sustainable investment and financing of Europe's infrastructure, (iii) increasing investment choices for retail and institutional investors, (iv) enhancing the capacity of banks to lend and (v) bringing down cross-border barriers and developing capital markets for all Member States.

This article provides an overview of the reasons why these have been identified as priorities, as well as an assessment of the progress achieved to date.

Following the CMU's First Status Report and considering the Commission's desire to accelerate the reforms, the Commission has recently undertaken an assessment exercise which began with a public consultation on the status of the CMU, followed by a formal review of the 2015 Action Plan published in June 2017 (the «**Mid-Term Review**»). The purpose of the public consultation was to give stakeholders the opportunity to provide their input on how the 2015 Action Plan could be updated and completed. Feedback on the consultation identified the following main challenges: (i) the need for start-up and scale-up firms to have more access to risk finance, (ii) the need to reduce the cost of accessing public markets, (iii) the contraction in bank loans to EU businesses, (iv) the need to increase investment by insurance companies and pension funds in venture capital, equity and infrastructure, (v) the need to increase engagement by retail investors with capital markets and (vi) the need to reduce barriers to cross-border investment.

Drawing on the responses to this public consultation, the Commission has published the Mid-Term Review, in which, in light of the new circumstances (including Brexit), it has updated the 2015 Action Plan with new sub-areas for action. The Mid-Term Review places significant emphasis on the desire to strengthen the integration and effectiveness of EU supervision and on the need to integrate sustainability into the EU's regulatory and financial policy framework. The new sub-areas for action arising from the Mid-Term Review are addressed in this article.

2.2. FINANCING FOR INNOVATION, START-UPS AND NON-LISTED COMPANIES

Financing of start-up companies («**Start-ups**») and SMEs is one of the main concerns of the Commission in its CMU initiative. Providing business in any stage of development with a greater choice of funding at a lower cost has been consistently stated as one of the main objectives of the CMU initiative. Notwithstanding that, the main focus of the Commission has always been on Start-ups and SMEs, since they are considered by the Commission as crucial for the future of jobs and economic growth in Europe and also because they typically display initial low levels of cash flow and are dependent on external finance to grow.

2.2.1. *SUPPORTING VENTURE CAPITAL AND EQUITY FINANCING*

The Commission identified that Start-ups and scale-up firms need diversified sources of finance (including more risk finance) and that there is a need to develop and strengthen new forms of emerging risk capital. Venture finance and 'business angels'[2] can play an important role in addressing these needs.

New rules for developing legislation on European Venture Capital Funds («**EuVECA**») and European Social Entrepreneurship Funds («**EuSEF**») have been approved. These new rules are in line with what was suggested in the 2015 Action Plan: opening EuVECA and EuSEF to fund managers of all sizes, allowing a greater range of companies to benefit from EuVECA and EUSEF investment, improving investors' access to small and growing businesses and social ventures, and making the cross-border marketing of EuVECA and EuSEF funds less costly and simple.

In addition, the Pan-European Venture Capital Fund(s)-of-Funds Programme by means of which a private-sector led, market-driven pan-European venture capital fund(s)-of-funds is intended to be created, has been established. This programme aims to address Europe's equity gap and the fragmentation of the venture capital market, and to attract additional private funding from institutional investors into the EU venture capital asset class. As of December 2017, the European Commission and the European

[2] The Commission documentation defines 'business angels' as individual investors, usually with business experience, who provide capital for Start-ups.

Investment Fund were selecting promoters for these pan-European venture capital fund(s)-of-funds.

Among the multiple factors that are material to an environment which encourages venture capital or business angel investment and that drive this type of investment, the Mid-Term Review identifies «good practice on tax incentive schemes for venture capital and business angel investments» as an action to be undertaken.

As pointed out in the Tax Incentives Report (defined below), the tax incentives for venture capital and business angels typically consist of a combination of up-front tax benefits, relief on income generated over the life of the investment (these being somewhat less relevant) and relief on gains realized upon the disposal of the investment.

The imposition of tax incentives is mainly a domestic matter where the taxation policy of each country is essential. Consequently, it is not uncommon to find remarkable differences between the EU Member States, resulting in a fragmentation of the status and position in this regard across the EU.

The Commission services have reviewed national tax incentives for venture capital and business angels and in June 2017 published a report on this matter[3] (the «**Tax Incentives Report**»), which aims to support the design and implementation of tax incentive policies by EU Member States. The Tax Incentive Report contains several recommendations to policymakers, including a list of desirable features.

2.2.2. *OVERCOMING INFORMATION BARRIERS TO SME INVESTMENT*

Information barriers were identified in the Green Paper as one of the main problems that had to be overcome in order to improve access to finance for SMEs and to widen their investor base. These barriers might not be so significant for bank lending, but they hinder other sources of funding. Therefore, since one of the main objectives of the CMU initiative is to reduce the dependence on bank lending and increase the availability of financing options from capital markets, the reduction of information barriers is an important goal to be achieved. Often SMEs are not aware of the existence of alternatives to bank financing and informing SMEs of these diverse options is as important as creating them. But the information barriers do not only affect the SMEs seeking finance, they can also affect finance providers (since sometimes SMEs are not even visible to prospective local and pan-European investors).

The barriers identified by the Commission include the lack of financial knowledge, the lack of a recognised source of business advice for SMEs (which includes adequate feedback from banks on declined credit applications –certain actions in this regard are currently being implemented) and the lack of standardised, verifiable and accessible financial information about SMEs.

As a result of actions in this regard envisaged in the 2015 Action Plan, in June 2017 the Commission Staff Working Document Addressing Information Barriers in the SME

[3] Effectiveness of tax incentives for venture capital and business angels to foster the investment of SMEs and Start-ups.

Funding Market in the Context of the CMU (the «**Information Barriers Document**») was published. This document describes initiatives that have been taken by some Member States and regions to improve the flow of information to small business. The measures described in the Information Barriers Document include one-stop portals on access to finance, advisory services portals, accreditation systems for alternative finance providers, matchmaking platforms connecting SMEs with investors and lenders, credit registries and credit bureaus that provide credit reports.

As for the current status of work in this area, the main activity is the call on improving access by innovative SMEs to alternative forms of finance made in April 2015 within the context of the Horizon 2020 programme (an EU programme to fund research and innovation projects) that is expected to result in up to three projects in this area of work being funded by the Commission.

2.2.3. *PROMOTION OF INNOVATIVE FORMS OF CORPORATE FINANCING*

Within its objective of providing business with a greater choice of funding options, the Commission has analysed alternative means of financing (in January 2017 the Commission published its Final Report on Assessing the potential for crowdfunding and other forms of alternative finance to support research and innovation) and has made efforts to develop them. Work in this regard has already been completed (e.g. the Crowdfunding Report (defined below) and the European Securities Market Authority («**ESMA**»)'s Opinion on Key principles for a European framework on loan origination by funds published in April 2016), but further efforts are still needed, as reflected by the two actions contained in the Mid-Term Review:

2.2.3.1. Harnessing the potential of Fintech

A connected digital single market is one of the political priorities of the EU Commission, which supports the overall objective of creating growth and jobs.

In this context, the Commission has highlighted in the Mid-Term Review that it is assessing how Fintech can contribute to deepening EU capital markets by integrating the potential of digitisation to change business models and make the single market for financial services more competitive, inclusive and efficient while ensuring financial stability, financial integrity and safety for consumers, firms and investors.

Fintech refers to the use of technology to enhance, deliver or support the provision of financial services. Significant attention has been paid to start-ups creating innovative applications, processes, products and business models in the delivery of financial services to challenge financial sector incumbents. The term may now be more broadly understood to include established corporates and financial institutions creating new or enhancing existing infrastructure, financial products and services and/or models through technology. Non-disruptive Fintech triggers incremental innovation and increases efficiency, whereas disruptive Fintech results in more radical breakthroughs

that can create completely new markets. Both can enhance the competitiveness of the EU economy. Nonetheless, Fintech also gives rise to challenges, such as cyber security and potential redundancy.

Within the Fintech concept, crowdfunding[4] has been a focus of the Commission, not only because it is an important alternative source of financing, but also because it can offer a wide range of other benefits: it can give a proof of concept and idea validation to project seekers, it can provide entrepreneurs with relevant information (since crowdfunding gives access to a large number of people), it can attract other sources of funding and it can be a marketing tool. As a sign of the importance given by the Commission to crowdfunding, the Commission set up a Crowdfunding Stakeholder Forum to support policy development in this area and launched a study to gather and analyse data on crowdfunding markets across the EU and assess the impact of national legislation. This study resulted in the Commission Staff Working Document: Crowdfunding in the EU Capital Markets Union (the «**Crowdfunding Report**») published in May 2016, in which the Commission concluded that crowdfunding is a technological innovation that has potential to transform the financial system.

Innovative businesses raise concerns that national supervisory practices may limit their ability to innovate and to offer services cross-border. Moreover, maturing Fintech companies actively seek regulation to gain consumer confidence.

Recently, regulators and supervisors in some Member States have developed methods to support the development of innovative businesses by working with them to understand their specific issues. These initiatives –called «regulatory sandboxes»– include hubs that provide guidance on applicable regulations and direct supervisory assistance while these firms are testing their activities.

The public consultation on Fintech launched on 23 March 2017 has provided the Commission with input on (amongst others): (i) whether new, more proportionate licensing arrangements for Fintech activities and firms in areas such as investment-based and lending-based crowdfunding are needed and (ii) how to support Fintech firms registered in one EU country and doing cross-border business, without requiring further authorisation in each EU country («passporting»).

Respondents to the public consultation agree with the Commission that Fintech has indeed the potential to drive financial sector development, but that it is not immune to risks, with cybersecurity and the use and control of personal data being amongst the predominant concerns of the industry.

One of the main areas where respondents expressed broad support for action at the EU level is that of licensing and the cross-border provision of services in a way which balances the dynamics of the industry with the protection of the various parties involved.

[4] Crowdfunding is defined by the Commission as an emerging alternative form of financing that connects those who can give, lend or invest money directly with those who need financing for a specific project. It usually refers to public online calls to contribute finance to specific projects.

In light of all of the foregoing, the Commission has identified, as a new key sub-area for action, the assessment of a case for an EU licensing and «passporting» framework for Fintech activities in the last quarter of 2017.

2.2.3.2. Developing supply chain finance

Supply chain finance is what is commonly known as invoice trading (e.g. factoring or confirming). It is a technique that benefits all the parties in the supply chain: it enables buyers to ease payment terms while also ensuring that the cash flow of the suppliers is improved allowing them to know precisely when they will be paid and plan their finances accordingly; thereby reducing instability within the supply chain. When companies face temporary cash flow problems —either if they are the buyers or the suppliers— is when these practices become especially useful.

Supply chain finance services have traditionally been provided by banks or other financial entities; however, new players are entering in this business, taking advantage of the new tools and solutions enabled by Fintech (e.g. peer-to-peer platforms). These new tools can, on the one hand, provide more options with which to carry out these receivable financing transactions (and this could lead to a reduction of costs), but on the other hand can increase operational risks and reduce flexibility, since there is no (or at least a less clear) direct line of communication between sellers and buyers of receivables. Moreover, change is not only expected on the part of the providers of supply chain finance services; those receiving these services are also expected to change, as these type of services may increasingly be rendered to Start-ups and SMEs.

Being aware that supply chain finance is an important technique for companies, that it benefits all parties in the supply chain and that it is rapidly evolving together with the development of Fintech (with the advantages and risks that this implies), the Commission, in its Mid-Term Review, has expressed its intention to produce a report on best practices in supply chain finance in order to provide support for its development.

2.2.4. *DEVELOPMENT OF A PRIVATE PLACEMENTS MARKET*

Besides being mentioned in CMU initiative documents since the Green Paper, the creation of a pan-European private placement market has been an aim for many European capital markets participants and has been the object of market-based actions for years in order to provide competition to the United States private placement market (that has been commonly used by European companies).

Private placements are a way of obtaining financing which consists of offerings of debt securities to a small number of institutional or experienced investors (and not involving a public offering). Within its objective of diversifying the sources of funding in the European economy, the Commission has seen private placements as a way to provide a cost-effective source to raise funds and to broaden the availability of finance

for medium to large-sized companies (and potentially infrastructure projects as well), with simple, standardised and quick transactions.

Back in 2015, the Commission mentioned in the Green Paper that the stage of development of private placement activities was different across the EU Member States and that there were important barriers to the development of pan-European markets (including differences in national insolvency laws, lack of standardised processes and documentation and lack of information on the credit worthiness of issuers). Although since 2015 there have been important market-based initiatives in this area[5], more work is still needed in order to create a European private placements market able to be used as a way for companies to raise funds.

In order to try to develop a private placements market in the EU, the Commission is currently working on recommendations on private placements (building on the experience of well-functioning national regimes, such as the *Schuldscheine* in Germany and the Euro-PP market in France). However, there is no certainty as to how each Member State will implement them (if they are implemented) and if the fragmentation across the EU with regard to the private placements regime will persist.

2.3. MAKING IT EASIER FOR COMPANIES TO ENTER AND RAISE CAPITAL ON PUBLIC MARKETS

Public capital markets can serve to unlock more investment by helping to bridge the gap between companies that need funding and potential investors. The Commission considers that standardisation, transparency on product features and consistent supervision and enforcement are key to achieving the objective of developing public capital markets. Balance and proportionality are also to be considered when designing the measures to develop public markets: the measures to be taken need to keep the right balance between avoiding unnecessary administrative burden and providing sufficient investor protection.

2.3.1. *PROSPECTUS FOR PUBLIC OFFERINGS*

The difficulties in producing the prospectus required in order to make an offer of securities to the public or to list securities on regulated markets have always been considered as one of the main obstacles to access to the public capital markets, and sometimes even as an unnecessary barrier that may deter companies (especially SMEs) from offering their securities to the public, thus reducing their funding options. Moreover, as

[5] Such as the publication of the Pan-European Corporate Private Placement Guide by the International Capital Markets Association (ICMA) in February 2015 (subsequently updated in October 2016), which is intended to provide a framework of best practices for European corporate private placement transactions, or the publication of complementary standard documentation by the Loan Market Association and the Euro PP Working Group.

the 2015 Action Plan pointed out, sometimes prospectuses are not the best tool to take investment decisions, since they may be complex and excessively detailed and the information that is critical for investment may be hard to discern.

As a result of the review process envisaged under the Green Paper and the 2015 Action Plan, a new prospectus regulation was published in June 2017[6] (the «**Prospectus Regulation**»). This represented a very important achievement within the objectives of the CMU initiative. The Prospectus Regulation admits that while disclosure of information is vital to protect investors by removing asymmetries of information and enabling them to take informed investment decisions, in certain situations the costs of producing a prospectus may be disproportionate or constitute an unnecessary burden. Although some of the measures provided in the Prospectus Regulation to avoid disproportionate costs or unnecessary burdens were already in place in the Prospectus Directive (Directive 2003/71/EC), new ones have been included. These new measures of the Prospectus Regulation include: a simplified prospectus for secondary offerings, a specific proportionate EU Growth prospectus regime, promoting the limitation of the risk factors and the summary and changes to the disclosure required.

The core content of the Prospectus Regulations will not enter into force until July 2019; but once this fundamental piece of legislation has been published, its implementing measures will be produced, thereby ensuring its proper application and the achievement of its objectives. The Commission is already working with the European Parliament, the Member States and ESMA to put in place implementing measures. Under its mandate from the Commission, ESMA is due to deliver technical advice to the Commission by 31 March 2018.

2.3.2. *PROMOTION OF SME LISTING*

Public markets offer access to a wide set of funding providers, help mobilise private capital to fund sustainable investment and also provide an exit opportunity for private equity and business angels. It is clear that public markets are an important tool for achieving the goals of the CMU initiative. However, as the Commission has admitted, accessing public markets is costly and complex, especially for SMEs, and the current regulatory environment may discourage SMEs from raising capital on the public markets.

Although work to promote access by companies to public markets has already been done with the publication of the Prospectus Regulation, the analysis of the bias in the tax system in favour of debt over equity and an assessment on how the public markets for SMEs are functioning and on potential barriers to SME listing (that is expected to result in a report that was expected to be published at the end of 2017), the Commission considers that further developments are still needed.

[6] Regulation (EU) 2017/1129 of the European Parliament and of the Council of 14 June 2017 on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading on a regulated market and repealing Directive 2003/71/EC.

In this regard, in the Mid-Term Review, the Commission has identified four actions for this key sub-area, the priority being the need to explore whether targeted amendments to relevant EU legislation can deliver a more proportionate regulatory environment to support SME listing on public markets. The Commission will try to identify regulatory barriers to SME admission on regulated markets and SME Growth Markets targeting key sectorial legislation (e.g. MiFID or market abuse legislation). The second action identified under this key sub-area is an assessment of the impact of MiFID II level 2 rules on listed SME equity research. Although these assessments could be very helpful, legislators should also bear in mind that, despite the fact that regulation can represent a barrier to access to public markets, it provides investor protection and is a tool to increase investor confidence (especially that of retail investors) in the capital markets.

The third action established in the Mid-Term Review is to «monitor progress on IASB commitment to improve disclosure, usability and accessibility of IFRS». The Commission is aware that although the promotion of a single accounting language in the EU achieved through the International Financial Reporting Standards («**IFRS**») has played a key role in making it easier for large EU companies to have access to global capital markets (as it facilitates comparisons between companies and the process for taking investment decisions), the imposition of IFRS upon smaller companies can be a source of additional costs and make the listing process more burdensome. In this sense, the Commission has admitted that the development of a simplified, common and high quality accounting standard tailored to the companies listed on certain trading venues could be a step forward in terms of transparency and comparability and that, if applied proportionally, could help those companies seeking cross-border investors to be more attractive to them (also helping to break the home bias that has always characterised the equity capital markets).

Finally, the last action established under this key sub-area is to «develop best practices on the use by Member States of EU funds to partially finance costs borne by SMEs when seeking admission of their shares on the future SME Growth Markets». The SME Growth Markets were created, as a sub category within the multilateral trading facilities, by Directive 2014/65/EU[7] (the «**MiFID II Directive**») in order to facilitate access to capital for SMEs. The MiFID II Directive already shared the idea found in many of the CMU initiative documents of trying to find the right balance between reducing the burdens to listing and ensuring investor protection. The SME Growth Markets are seen by the Commission as a way to further develop local markets or young issuers.

2.3.3. *DEVELOPMENT OF CORPORATE BOND MARKETS*

As the Green Paper pointed out, bonds are mainly issued by large firms as opposed to SMEs and the issuances are concentrated in larger markets. If financing sources are to be diversified so that more alternatives are offered to European companies (and, ideal-

[7] Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU (recast).

ly, at lower costs), the development of such a relevant funding source as the corporate bond markets gains a remarkable importance.

When analysing what the problems of the corporate bond markets could be, the Commission found that the main problem was the limited liquidity in these markets (which, in turn, could translate into higher illiquidity premiums and higher borrowing costs). The Commission rapidly linked the limited liquidity with the low levels of standardisation and dedicated a key sub-area of the 2015 Action Plan to the review of the functioning of EU corporate bond markets, focusing on how market liquidity could be improved, the potential impact of regulatory reforms, market developments and voluntary standardisation of offer documentation. The Commission also formed an expert group to help it with such review and to identify actions that could contribute to the better functioning of the corporate bond markets. The outcome of the Commission review was published in November 2017.

Additionally, the development of corporate bond markets can also benefit from the enhancement of private placements (which, has been described above).

2.3.4. *PROPORTIONATE PRUDENTIAL REQUIREMENTS*

Investment firms and the services that they provide are a way to strengthen the link between savings and growth, but are subject to strict regulation and supervision (e.g. under MiFID II or CRD IV[8]/CRR[9]), with sometimes onerous prudential requirements. This regulatory environment increases the costs of accessing investment products. On the other hand, these regulatory constraints also increase investor confidence and protection and contribute to the stability of the capital markets. Once again, the Commission seeks the right balance between investors' confidence and protection and boosting investment (in this case, especially retail investment).

The Commission considers that a more effective prudential and supervisory framework calibrated to the size and nature of investment firms may help to develop public capital markets by restoring the level playing field, boosting competition and improving investors' access to new opportunities and better ways of managing their risks.

Under the Mid-Term Review a legislative proposal to improve the proportionality of prudential rules for investment firms was adopted by the Commission in December 2017. In relation to this legislative proposal, the European Banking Authority («**EBA**») published a report in December 2015 in which it recommended, among other things, making a distinction between those investment firms for which the CRD IV and the CRR provide appropriate prudential requirements and the investment firms for which those

[8] Directive 2013/36/EU of the European Parliament and of the Council of 26 June 2013 on access to the activity of Credit institutions and the prudential supervision of Credit institutions and investment firms, and amending Directive 2002/87/EC and repealing Directives/48/EC and 2006/49/EC.

[9] Regulation (EU) No 575/2013 of the European Parliament and of the Council of 26 June 2013 on prudential requirements for credit institutions and investment firms and amending Regulation (EU) No 648/2012.

requirements are not appropriate. It also proposed that a specific prudential regime should be designed for those investment firms for which the CRD IV and CRR would not be applicable. Following that report, in October 2016, the EBA recommended that investment firms to which CRD IV and CRR should apply are those identified as global systemically important institutions or other systemically important institutions («**Class 1**») (although the consideration of all other systemically important institutions as entities to which CRR and CRD IV should apply may be revised). In September 2017, the EBA recommended developing a consolidated single rulebook, separate from the one applied to credit institutions, for all MiFID investment firms not falling in Class 1.

2.4. INVESTING FOR THE LONG TERM, INFRASTRUCTURE AND SUSTAINABLE INVESTMENT

Institutional investors that have long-term liabilities are an important source of finance for long-term sustainable investments, such as those in infrastructure and green bonds. Given their long-term liability structure, the focus is primarily on insurance companies and pension funds' contribution to more long-term sustainable investments.

Feedback on the Green Paper demonstrated that some regulations needed to be revised. In relation to infrastructure investments, the Commission adopted legislation revising the Solvency II[10] calibrations to better reflect the risk of infrastructure investment. A review of the treatment of bank exposures to infrastructure under the CRR is ongoing. The Mid-Term Review calls for an assessment of the drivers of equity investments by insurance companies and pension funds, as well as an assessment on whether the accounting treatment of equity instruments in international accounting standards, in particular IFRS 9, is sufficiently conducive to long-term financing (as IFRS 9 may have an impact on long-term finance, including both investment and lending).

2.4.1. *SUPPORT INFRASTRUCTURE INVESTMENT*

Investments by insurers, which are large institutional investors, in infrastructure should be facilitated. Based on technical advice from the European Insurance and Occupational Pensions Authority («**EIOPA**»), the Commission adopted an amendment to the Solvency II Delegated Regulation[11] concerning infrastructure projects, which entered into force in April 2016[12], to ensure that insurance companies are subject to a regulatory treatment

[10] Directive 2009/138/EC of the European Parliament and of the Council on the taking-up and pursuit of the business of Insurance and Reinsurance.

[11] Commission Delegated Regulation (EU) 2015/35 of 10 October 2014 supplementing Directive 2009/138/EC of the European Parliament and of the Council on the taking-up and pursuit of the business of Insurance and Reinsurance.

[12] Commission Delegated Regulation (EU) 2016/467 of 30 September 2015 amending Commission Delegated Regulation (EU) 2015/35 concerning the calculation of regulatory capital requirements for several categories of assets held by insurance and reinsurance undertakings.

which better reflects the risk of infrastructure. This move was intended to address concerns that the absence of a distinct and suitably calibrated calculation of the regulatory capital that institutional investors should hold against infrastructure investments made such investments unattractive and hampered cross-border infrastructure investment.

The Commission noted that banks remain important in providing loans to infrastructure projects. In order to gain a better understanding of the impact of new regulatory capital requirements on the availability of financing for infrastructure and other investments that support long-term growth, the Commission published a consultation paper in July 2015 which included a review of banks' capital requirements for long-term and infrastructure finance. The Commission has proposed to lower credit risk capital requirements for banks' exposure to infrastructure as part of the CRR/CRD IV review in November 2016.

In order to further work towards the objective of the CMU, the Commission has made a proposal to amend the Solvency II Delegated Regulation, largely based on the technical advice received from EIOPA, which will provide appropriate risk calibrations for infrastructure corporates in all sectors, provided the investment meets prudent qualifying criteria.

2.4.2. *ENSURE CONSISTENCY OF THE EU FINANCIAL SERVICES RULEBOOK*

As already discussed, better regulation, the reduction of the administrative burden for market participants and the simplification of existing legislation will help the CMU deliver its potential. As part of its «better regulation» agenda, the Commission is pursuing an ambitious program to identify and remove unnecessary regulatory constraints.

The Commission launched a call for evidence to evaluate the interaction between rules and the cumulative impact and coherence of the financial reforms that have been introduced since the financial crisis. Based on the responses to the call for evidence and the discussions during the public hearing held in May 2016, the Commission issued a communication in November 2016 in which it stated that, overall, the financial services framework in the EU is working well and set out targeted follow-up actions in the following areas: (a) reducing unnecessary regulatory constraints on financing the economy, (b) enhancing the proportionality of rules without compromising prudential objectives, (c) reducing undue regulatory burdens and (d) making rules more consistent and forward-looking. Many of such actions have been integrated into existing reviews and legislative initiatives.

2.4.3. *SUPPORT SUSTAINABLE INVESTMENT*

Reforms for sustainable finance are necessary to support investment in clean technologies and their deployment, ensure that the financial system can finance growth in a sustainable manner over the long term and contribute to the creation of a low carbon, climate resilient economy.

The Commission established a High-Level Expert Group («**HLEG**») on Sustainable Finance in December 2016 whose objective was to help develop an overarching and comprehensive EU strategy on sustainable finance to integrate sustainability into EU financial

policy. The HLEG issued an interim report in July 2017 which identified two imperatives for Europe's financial system. The first is to strengthen financial stability and asset pricing, by improving the assessment and management of long-term material risks and intangible factors of value creation, including those related to environmental, social and governance («**ESG**») issues. The second is to improve the contribution of the financial sector to sustainable and inclusive growth, notably by financing long-term needs such as innovation and infrastructure and accelerating the shift to a low carbon and resource-efficient economy.

The HLEG will propose its final operational policy recommendations on the path towards an effective EU sustainable finance agenda by January 2018, at which time the Commission will have to decide on the concrete follow-up thereto.

2.4.4. *EXPAND OPPORTUNITIES FOR INSTITUTIONAL INVESTORS AND FUND MANAGERS*

Feedback on the Green Paper showed that prudential regulation was adversely affecting the appetite of institutional investors through the calibration of capital charges. In addition to the introduction of more risk-sensitive calibrations for infrastructure as described above, the future reviews of Solvency II will provide an opportunity to assess the long-term guarantees package in order to further explore incentives for long-term investment by insurers and to assess the appropriateness of the prudential treatment of private equity and privately-placed debt.

Feedback on the Green Paper also highlighted several barriers which are increasing costs for fund managers establishing funds and significantly impeding their ability to market cross-border. To rectify this, a consultation took place in 2016 on the main barriers to cross-border distribution of investment funds (UCITS and AIFs) in order to increase the proportion of funds marketed and sold across the EU. Responses identified a range of regulatory barriers that, alongside other reasons such as distribution models, national tax regimes and investor home-bias, cause market fragmentation.

In July 2016, an expert group on national barriers to the free movement of capital discussed barriers to the cross-border marketing of funds under AIFMD and the transparency of regulatory fees.

In June 2017, the Commission launched a public consultation on the inception impact assessment of its initiative to reduce barriers to the cross-border distribution of investment funds with a view to considering a possible legislative proposal to facilitate the cross-border distribution of UCITS and AIFs.

2.5. FOSTERING RETAIL AND INSTITUTIONAL INVESTMENT

The Commission considers that retail savings, held directly or through asset managers, life assurance companies and pension funds are key to unlocking Europe's capital markets. Feedback on the Green Paper revealed that more could be done to strengthen passporting and cross-border competition in the asset management industry. On the retail

side, action will be taken to boost choice and competition in cross-border retail financial services and to improve transparency and the quality of investment advice.

Action is planned to assist in saving for retirement. The Pan-European Personal Pensions Product («**PEPP**») is one of the key measures announced in the Mid-Term Review to increase choices for retirement saving and to build a Union market for personal private pensions. Increased transparency is also a key objective; in this regard, the Commission has asked the European Supervisory Authorities («**ESAs**») (which are the EBA, EIOPA and ESMA) to work on the transparency of long-term retail and pension products.

2.5.1. *INCREASED CHOICE AND COMPETITION FOR RETAIL INVESTORS*

Retail investor engagement is a critical challenge for the development of a stronger capital market in the EU. This requires greater confidence among retail investors and transparency to help investors to make the right investment decisions.

With the objective of increasing the level of retail investment in capital markets through competition, choice and cross-border supply, the Commission published a Green Paper consultation on Consumer Financial Services in December 2015.

In March 2017, the Commission published an action plan setting out a strategy to strengthen the EU single market for retail financial services. The action plan identified three main strands of work with which to move closer to a single market for financial services: (i) increase consumer trust and empower consumers when buying services at home or from other Member States, (ii) reduce legal and regulatory obstacles affecting businesses when providing financial services abroad and (iii) support the development of an innovative digital world which can overcome some of the existing barriers to the single market.

In October 2017, the Commission issued a request to the ESAs to produce recurrent reports on the cost and past performance of the main categories of retail investment, insurance and pension products. This action will contribute to the objective set out in the 2015 Action Plan to foster the participation of retail investors in capital markets by supporting the assessment of the net return of retail investment products and the impact of diverse fees and charges.

2.5.2. *HELP RETAIL INVESTORS «GET A BETTER DEAL»*

Better information and advice are preconditions if retail investors are to be encouraged back into market-based financing. A first step is through transparency. In recent years, the EU has made significant progress in improving disclosure requirements across all sectors. New disclosure requirements have been introduced through different legislative measures. Legislation in MiFID II, Packaged Retail and Insurance-based Investment Products (PRIIPs)[13] and

[13] Regulation (EU) No 1286/2014 of the European Parliament and of the Council of 26 November 2014 on key information documents for packaged retail and insurance-based investment products.

Insurance Distribution Directive (IDD)[14] brings in important changes to the rules governing investment advice and product disclosure. The transition to the online distribution of investment products and the emergence of new Fintech solutions present an opportunity to develop further advisory services and «open access» to online distribution platforms. It will be important to ensure these changes are accompanied by a critical assessment of the investment solutions and outcomes that are proposed to retail investors.

In December 2016, the Commission launched a comprehensive assessment of European markets for retail investment products, including distribution channels and investment advice. Results of the study were expected by the end of 2017.

Transparency may need to be underpinned by market infrastructure or systems to ensure that mandated disclosures can be used by intermediaries and investors to make an informed product selection and direct investment flows to lowest-cost/highest net return solutions. As a follow-up action, the Commission is considering to launch a feasibility study on the development of a centralised hub for mandatory disclosure requirements and related services.

Taking into account the complexity of financial education, some policies can stimulate investors to increase their financial literacy. For example, the experience in some Member States has shown that investment savings accounts can contribute to a high level of retail investor engagement with capital market products, via easier access to investment products such as equities, corporate bonds and investment funds.

2.5.3. *SUPPORT SAVING FOR RETIREMENT*

The Commission will consider proposals for a simple, efficient and competitive EU personal pension product («**PPP**»). Personal pensions have an important role to play in linking long-term savers with long-term investment opportunities. Personal pensions can help address the demographic challenges of aging populations and evolving working patterns among the workforce, and help to secure adequate replacement rates in the future as a complement to state-based or occupational pensions.

In July 2016, EIOPA provided final advice on the development of an EU Single Market for PPPs, which primarily assesses opportunities to improve the current personal pensions market through a PEPP (defined above). EIOPA confirmed its views that a standardised PEPP with a defined set of regulated, flexible elements would be best placed to support sustainable pensions via personal pension savings that are safe, cost-effective, transparent and sufficiently flexible to accommodate the current economic and labour market environment in Europe and to promote a Single Market for personal pensions.

In July 2016, the Commission launched a public consultation on a potential EU personal pension framework, which closed on 31 October 2016. The objective of the public

[14] Directive 2016/97/EC of the European Parliament and of the Council of 10 January 2016 on insurance distribution.

consultation was to identify potential obstacles to the uptake of PPPs and to seek views on how to best address them.

In September 2016, the Commission launched a study on the tax aspects of personal pensions. The study aims to map the tax regimes applicable to personal pension products within the EU Member States.

In June 2017, the Commission launched a new pan-European personal pensions label to help consumers save for retirement. The proposal will provide pension providers with the tools to offer a simple and innovative PEPP. This new type of voluntary personal pension is intended to give savers more choice when they are putting money aside for old age and provide them with more competitive products. PEPPs will have the same standard features wherever they are sold in the EU and can be offered by a broad range of providers, such as insurance companies, banks, occupational pension funds, investment firms and asset managers. They will complement existing state-based, occupational and national personal pensions. The Commission recommends that Member States grant the same tax treatment to this product as to similar existing national products. PEPPs will also ultimately bolster the Commission's plan for a CMU by helping to channel more savings to long-term investments in the EU.

2.6. LEVERAGING BANKING CAPACITY TO SUPPORT THE WIDER ECONOMY

The fifth of the priority areas identified in the 2015 Action Plan was the need to leverage banking capacity to support the economy. The Commission recognised the importance of banks in the development of the CMU since they are a key source of funding for a large part of the economy and play a significant role as intermediaries in the capital markets.

2.6.1. *STRENGTHENING OF LOCAL FINANCING NETWORKS*

The 2015 Action Plan considered that strong local networks are important in supporting growth. Indeed, in a number of EU Member States, credit unions, cooperatives and similar types of lenders play a key role in financing smaller companies, which are a driver for growth and employment. Some of these types of lenders provide financing to their members on a not-for-profit basis and even support their business further (for instance, by facilitating the exchange of know-how).

The Commission concluded that the application of complex banking rules could be a disproportionate obstacle to such lenders. In some Member States, such as Ireland and the United Kingdom, these types of lenders are already not subject to the EU's capital requirements for banks (basically set out in CRR and CRD IV). In order to ensure a level playing field, the Commission proposed the need to explore the possibility for all Member States to benefit from lenders of this type which are not subject to complex capital requirements but are yet subject to requirements commensurate to the risks they entail.

The first status report of the CMU published by the Commission on April 2016 indicated this objective would require amendments to the current capital requirements regime set out in CRR and CRD IV. In November 2016, the Commission published a proposal to amend the CRR-CRD IV framework in order to facilitate the exemption from such framework of institutions that are similar to the ones already exempted from it. To that end, it proposed that the Commission should be allowed to exempt specific institutions or categories of institutions from the CRR-CRD IV framework, provided that they comply with certain defined criteria. As of December 2017, the proposal is with the Council for its review.

2.6.2. *REVIVAL OF EU SECURITISATION MARKETS*

One of the key pillars of the CMU and one where progress to date has been significant is the need to revive the EU securitisation markets.

2.6.2.1. Introduction to securitisation

Securitisation is a financing technique which originated in the United States in the 1970s and has become an undoubtedly significant instrument in financial markets. According to data provided by the Association for Financial Markets in Europe, in 2006, the United States reached an issue volume of securitisation bonds exceeding 2,400 billion euros. Even in Europe, a region traditionally much more dependent on bank financing, issues surpassed 800 billion euros in 2008 (with Spain being one of the main issuers of these types of securities in Europe in the years leading up to the financial crisis). However, these issue levels have decreased in recent years as a result of the crisis.

From an economic-financial perspective, securitisation is a financing technique consisting of incorporating certain credit rights into an issue of negotiable securities, in such a way that the debt service (i.e. the payments of principal and interest) is mainly covered by the cash flow generated by those credit rights.

The essence of securitisation lies in incorporating the securitised assets into an issue of securities, so that: (a) the holders of such securities only have recourse to the payment of those securities using the incorporated assets, excluding any others that may potentially be held by their assignor (called the «originator») and (b) only the holders of such securities have access to the rights incorporated in them, with this possibility being denied to any other of the originator's creditors.

The foregoing is generally implemented legally, notwithstanding the existence of other possible methods, by means of the assignment by the originator or assignor of the assets in question (known as a «true sale») to an entity created *ad hoc* and lacking any other assets (with limited exceptions) and the issue by the latter of securities, the product of which (i.e. the subscription price) is used to pay to the originator the purchase price of the securitised assets. This entity created to implement the securitisation process is known indistinctly, in light of the main functions entrusted to it in such process, as the

«assignee» or «issuer». Throughout the lifetime of the transaction, the income from the securitised assets is allocated to pay the interest and repay the principal of the securitisation bonds issued.

Securitisation is a process which can be used to achieve a series of objectives, both direct and indirect. In short, securitisation allows originator entities to obtain financing without increasing their indebtedness, by efficiently redistributing the risk (of the originator entity to the entities subscribing the bonds issued by the issuer), thereby giving investors access to a series of financial investment instruments suited to their risk/return profile, while lightening their balance sheet –in the case of the banks– and thus helping to increase the capital available to finance companies and indirectly creating employment and wealth.

Precisely that capability securitisation has of redistributing risks led to negligent practices in some entities which had focused their business model on the disproportionate origination of financing operations without having carried out proper credit analyses, in light of the ease of spreading the portfolio's credit risk by securitising it (the so-called «originate to distribute» model).

Today, securitisation has not yet managed to shake off the stigma of the financial crisis and this, together with the burdensome regulation in place, the current abundance of liquidity in the markets and historically low interest rates (making simpler sources of financing more accessible), have forestalled a full resurgence of securitisation in Europe.

However, both the market and the authorities show a growing interest in reviving the securitisation market, as the many recent publications, studies and queries on this confirm. The common theory underlying these initiatives is that, in the current context of seeking to reduce bank financing, simple, clear and standardised securitisations may serve as a channel for diversifying the sources of financing, redistributing risks more efficiently in the financial system and lightening banks' balance sheet, thereby permitting them to increase their capacity to finance the real economy and ultimately create jobs and wealth.

In line with the foregoing, the 2015 Action Plan considered that securitisation could increase the availability of credit, reduce the cost of funding, contribute to a well-diversified funding base and act as an important risk-transfer tool to improve capital efficiency and allocate risk to match demand. The Commission indicated that whilst there was no intention to undo EU reforms addressing the risks inherent in highly complex and opaque securitisations, reforms should be put forward to better differentiate simple, transparent and standardised (STS) products to support investor confidence and reduce due diligence burdens.

2.6.2.2. EU Securitisation Regulation

At the time the 2015 Action Plan was published, the Commission also published a proposal for an EU framework for simple, transparent and standardised (STS) securitisation, together with new prudential calibrations for banks and investment firms in CRR to properly reflect the specific features of STS securitisations. Equivalent calibrations for

insurers, through an amendment to the Solvency II Delegated Regulation to incorporate the STS criteria are expected to follow, as soon as the STS framework has been adopted. The measures would help banks to free up the capital they set aside to cover the risks of the securitised exposures, allowing them to generate new lending. STS securitisations will also provide new investment opportunities for institutional investors such as pension funds and insurance companies.

According to the Commission's estimates at the time, if EU securitisation issuance were built up again to the pre-crisis average, it would generate up to 150 billion euros in additional funding for the economy.

The Commission proposal concerning the identification of the STS criteria and the capital treatment of securitisation exposures of banks and investment firms takes into account the conclusions of the EBA report on a framework for qualifying securitisation dated July 2015. It also reflects on work carried out on a global level by the Basel Committee on Banking Supervision (BCBS) and the International Organisation of Securities Commissions (IOSCO).

In May 2017, the European Parliament, the Council and the Commission reached political agreement on the text of the proposed Securitisation Regulation and the final vote took place at the EU Parliament at the end of October 2017. The final publication of the Regulation in the Official Journal of the EU took place on 28 December 2017.

The Securitisation Regulation has introduced changes in relation to the following aspects: (i) it replaces all of the existing sectoral legislation relating to due diligence and risk retention by a new uniform regime applying to all «institutional investors», (ii) it imposes EU originators, sponsors and original lenders a direct obligation to retain a 5% net economic interest in the transaction (in addition to the obligation on EU investors to check, as part of their regulatory due diligence, that the retention obligation is being met), (iii) it enhances transparency requirements and (iv) it introduces the concept of «simple, transparent and standardised» or «STS» securitisation, so that transactions meeting criteria for simplicity, transparency and standardisation can be marked for more benign regulatory treatment. It is clear that part of this more benign regulatory treatment is some regulatory capital relief for bank investors in securitisation.

2.6.3. *CREATION OF AN EU COVERED BOND INSTRUMENT FOR SME LOANS*

Covered bonds are another funding tool of particular importance in some Member States. Covered bonds are debt obligations issued by credit institutions and secured on the back of a ring-fenced pool of assets referred to as «cover pool». Bondholders have direct recourse to the cover pool as preferred creditors, while remaining entitled to claim against the issuing entity or an affiliated entity of the issuer, as ordinary creditors, for any residual amounts not fully settled with the liquidation of the cover pool. The issuer is normally under the obligation to ensure that the value of the assets in the cover pool at least matches at all times the value of the covered bonds and to replace assets that become non-performing or, otherwise, stop meeting relevant eligibility criteria. The

cover pool comprises high quality assets, typically, but not exclusively, mortgage loans and public sector debt.

Covered bonds have proved to be a successful countercyclical source of funding during the crisis. This notwithstanding, the covered bond market is fragmented across the EU. The disparity between the legal frameworks of the Member States limits the possibilities for market standardisation which may result in obstacles to market depth, liquidity and investor access, in particular on a cross-border basis. In 2015, the Commission considered that an EU framework for a more integrated covered bond market could help reduce the cost of funding for banks issuing covered bonds and launched a consultation on the development of a pan-European framework for covered bonds. The consultation also sought views on the use of similar structures to support SME loans.

Respondents to the consultation did not generally regard an absence of EU-level harmonisation as the most significant factor causing market fragmentation. While respondents were concerned that harmonisation could risk impairing well-functioning markets and reduce product offering, at the same time they showed cautious support for EU targeted action, which should in any event respect the unique characteristics of national frameworks. Respondents also noted that market fragmentation will continue because of the strong link between the credit performance of the cover pool and the macro-economic performance of the country in which the issuer is located and the credit rating of the sovereign.

In light of the foregoing, the Mid-term Review has identified the following actions for 2018: (i) produce a legislative proposal for an EU framework on covered bonds in order to create a more integrated covered bond market in the EU without undermining the quality of existing covered bonds and (ii) assess the case for developing European Secured Notes («**ESNs**») for SME loans and infrastructure loans, a market-led initiative by the European Covered Bond Council (ECBC) to create a dual recourse instrument on the back of loans to SMEs and infrastructure loans. The ESN asset class aims to cover a funding segment located between traditional covered bonds and STS securitisations.

In relation to the second of the actions above, the Commission has recently issued a call for advice to the EBA concerning ESNs. The Commission is asking for advice on: (i) the extent to which best practices for covered bonds could be applicable on a *mutatis mutandis* basis to ESNs, (ii) the appropriate risk treatment of ESNs in light of their features and expected risk-return profile and (iii) the effects ESNs could have on individual banks in terms of asset encumbrance impact on unsecured bank creditors. The Commission has requested a final report from the EBA by 30 April 2018, to allow it to complete its assessment of the case for ESNs by the second quarter of 2018.

2.6.4. *STRENGTHENING SECONDARY MARKETS FOR NPLS*

The Mid-term Review has indicated that capital markets can also help European banks to overcome the challenges of non-performing loans («**NPLs**») which are weighing heavily on some national banking systems. NPLs have a significant adverse impact on banks' profitability and their ability to lend.

The Commission believes a solution could be to improve the functioning of secondary markets for NPLs to increase transparency and allow purchasers to more accurately price those assets. In light of this, the Commission has indicated that it will launch a public consultation on potential EU action in areas such as loan servicing by third parties and the transfer of loans.

The management of NPLs would also benefit from more efficient and more predictable loan enforcement and insolvency frameworks designed to enable swift value recovery by secured creditors and, in this regard, a benchmarking exercise is underway and is expected to be completed in the first quarter of 2018, with a view to considering a possible legislative initiative to strengthen the ability of secured creditors to recover value from secured loans.

2.7. FACILITATING CROSS-BORDER INVESTING

In the 2015 Action Plan the Commission noted that, despite progress towards developing a single market for capital, there were still many barriers to cross-border investment, often with their origins in local insolvency, tax and securities law. The Commission stated its intention to tackle these in a number of ways, including by consulting on the key insolvency barriers to cross-border investment with a view to proposing a legislative initiative on business insolvency and tackling uncertainty around securities ownership.

In addition, as described under *Expand opportunities for institutional investors and fund managers* above, the Commission is also considering a legislative proposal to improve the cross-border distribution of AIFs and UCITs, as well as their supervision. Further measures are also being taken in fields such as tax and corporate governance. In connection with the latter, the Commission intends to facilitate the cross-border exercise of shareholder rights, including voting, in the implementation of the Shareholders Right 2 Directive[15] published on 20 May 2017.

With respect to the regulatory environment, the Commission stated its intention to work with the ESAs to develop a strategy to strengthen supervisory convergence and to monitor the risks to financial stability that could potentially arise from market-based financing. Strengthening the powers of the ESAs is the first priority measure set out in the Mid-Term Review.

2.7.1. *REMOVE NATIONAL BARRIERS TO CROSS-BORDER INVESTMENT*

The success of the CMU can only be ensured if Member States are determined to work to dismantle the unjustified national barriers to the free movement of capital. National provisions often go beyond EU law and can in some instances be damaging to cross-border investment.

[15] Directive (EU) 2017/828 of the European Parliament and of the Council of 17 May 2017 amending Directive 2007/36/EC as regards the encouragement of long-term shareholder engagement.

The Commission and an expert group of Member States' representatives have been working together, with the European Parliament as observer, to map national barriers to cross-border capital flows and find the best ways of tackling those that are either not justified by public interest considerations or are disproportionate.

In March 2017, the Commission issued the report addressing national barriers to capital flows.

The report distinguishes between *ex ante* barriers (of immediate concern when investors consider engaging in cross-border activity), *in itinere* barriers (deterring investors from maintaining or increasing their cross-border exposure) and *ex post* barriers (leading to difficulties at the end of the investment process). The report builds on the discussions in the expert group and proposes next steps, without necessarily reflecting a consensus between the Member States on each subject. The Commission expects Member States to agree on the proposed roadmap and take action accordingly.

Ex ante barriers include: (i) barriers to the cross-border distribution of investment funds including marketing requirements (as wide disparities in national rules and divergent supervisory approaches are a significant impediment to a fully-effective EU passport in the asset management sector), administrative arrangements (due to diverging domestic administrative arrangements imposed by host Member States) and regulatory fees for marketing cross-border (as the range of regulatory fees charged by host Member States and the lack of transparency hinder the development of the cross-border marketing of funds across the EU), (ii) requirements on investment by pension funds (as many Member States apply limits on investments in various asset classes) and (iii) different national approaches to crowdfunding (as consumer or investor protection rules, among other factors, may lead many platforms to refuse to provide their services to non-residents).

In itinere barriers include: (i) residence and location requirements imposed on the managers of financial market players and (ii) insufficient financial literacy, which may prevent consumers and SMEs from accessing capital markets.

Ex post barriers include: (i) differences in national insolvency regimes, which generate legal uncertainty and (ii) discriminatory and burdensome procedures for withholding tax relief, as some cross-border investments are taxed both in the country that is the source of the securities' income and in the investor's country of residence, which have a negative effect.

The Commission will monitor the implementation of the roadmap on removing national barriers to free movement of capital and continue discussions with the expert group.

2.7.2. *IMPROVE MARKET INFRASTRUCTURE FOR CROSS-BORDER INVESTING*

The Commission intends to take steps to alleviate the uncertainty surrounding securities ownership –in particular in cross-border situations– and in this regard, it plans to enhance and broaden existing rules in the field. This is to address the concerns of many

respondents to the Green Paper who called for rules to clarify which national law applies to any given cross-border securities transaction. Uncertainty over which law applies in the event of legal challenges on ownership in chain transactions involving different EU countries gives rise to costs and risk. The Mid-Term Review also includes a legislative proposal specifying conflict of laws rules for third-party effects of transactions in securities and claims, as a follow up action.

Efficient and safe post-trade infrastructures are key elements of well-functioning capital markets. The Commission is reviewing progress in removing Giovannini barriers[16] to cross border clearing and settlement, taking into consideration recent legislation such as EMIR, CSDR and MiFID2. This is to address concerns that, despite the progress that has been made in recent years, barriers remain to efficient cross-border clearing and settlement because of uncertainty as to who owns a security in the event of a default and whose rights take precedence in the event of insolvency. Uncertainty on such fundamental issues poses important legal risks, for example to the enforceability of collateral, and can threaten the resilience of cross-border settlement and collateral flows.

In early 2016 an informal expert group on post-trading, including the areas of collateral markets and derivatives, the European Post Trade Forum («**EPTF**»), was set up to assist the Commission in undertaking the above review. The work of the EPTF has proceeded in two distinct phases: the first phase, during which the EPTF undertook and analysis of post-trade market practices as well as legislative and market trends and the second phase, during which the EPTF assessed the extent to which the Giovannini barriers have been removed and identified current barriers and bottlenecks. The report prepared by the EPTF was published in August 2017. The major unresolved issues measured in the context of the CMU against the objective of an integrated, safe and efficient post-trade system in Europe which should obtain, in the view of EPTF members, the highest priority to be resolved and dismantled are the following: (i) inefficient withholding tax recovery procedures, (ii) legal inconsistencies and uncertainties, (iii) fragmented corporate actions and general meeting processes, (iv) inconsistent application of asset segregation rules, (v) lack of harmonisation in registration and investor identification rules and processes and (vi) complexity of post-trade reporting structure.

Simultaneously to the publication of the EPTF report, the Commission launched a public consultation on how to improve post-trade services used in financial transactions, including clearing, settlement and collateral management. The results of the consultation will feed into future legislative reviews.

---

[16] The Giovannini group was a group of financial market experts, formed in 1996 to advise the Commission on financial market issues. In particular, the work of the Giovannini group focused on identifying inefficiencies in EU financial markets and proposing practical solutions to improve market integration.

The Giovannini group's two reports identified a total of 15 specific barriers that prevent efficient EU cross-border clearing and settlement.

2.7.3. *FOSTER CONVERGENCE OF INSOLVENCY PROCEEDINGS*

The 2015 Action Plan announced a legislative initiative on business insolvency, including early restructuring and second chance. Inefficiencies and differences in national insolvency frameworks generate legal uncertainty, obstacles to recovery of value by creditors and barriers to the efficient restructuring of viable companies in the EU, including for cross-border groups.

In November 2016, the Commission presented a proposal for a Directive on preventive restructuring frameworks, second chance and measures to increase the efficiency of restructuring, insolvency and discharge procedures and amending Directive 2012/30/EU.

The aim of the proposal is for all Member States to have in place key principles on effective preventive restructuring and second chance frameworks and measures to make all types of insolvency procedures more efficient by reducing their length and associated costs and improving their quality. More specifically, such frameworks aim to help increase investment and job opportunities in the single market, reduce unnecessary liquidations of viable companies, avoid unnecessary job losses, prevent the build-up of non-performing loans, facilitate cross-border restructurings and reduce costs and increase opportunities for honest entrepreneurs to be given a fresh start.

2.7.4. *REMOVE CROSS-BORDER TAX BARRIERS*

Taxation regimes can present barriers to the development of cross-border capital markets. To avoid double taxation of cross-border investment, most bilateral tax treaties provide for withholding refunds. In practice, however, investors face complex, demanding, resource-intensive and costly procedures. Tackling burdensome withholding refund procedures is all the more urgent, as they affect all kinds of financial instruments (bonds, shares and derivatives) and stakeholders. The Commission intends to issue best practice and develop a code of conduct, in conjunction with Member States, on withholding tax relief principles, to encourage Member States to adopt systems of relief at source.

The Commission has also undertaken a study on discriminatory tax obstacles to cross-border investment by funds and life insurance companies and, where necessary, will initiate infringement procedures.

2.7.5. *STRENGTHEN SUPERVISORY CONVERGENCE AND CAPITAL MARKET CAPACITY BUILDING*

Effective and consistent supervision is essential to ensure investor protection, promote the integration of capital markets and safeguard financial stability. Capital markets legislation adopted in recent years confers an important role on the ESAs in a number of areas. Since their establishment, the ESAs have contributed to the building of the single rulebook for financial services (banking, insurance and capital markets) and to the convergence of supervisory practices.

ESMA in particular plays a key role in fostering capital market integration. In this regard, there is a need to strengthen ESMA's ability to identify and tackle weaknesses in national supervision and to identify areas where ESMA's direct supervision may be warranted. On 9 February 2017, EMA published its 2017 Supervisory Convergence Work Programme, which details the activities and tasks it will carry out to promote sound, efficient and consistent supervision across the EU.

ESMA and national competent authorities («**NCAs**») will focus their supervisory convergence work on the following priorities: (i) the implementation of MiFID II/MiFIR and Market Abuse Regulations (MAR), including the underlying IT projects, (ii) improving the quality of data collected by NCAs, (iii) investor protection in the context of cross-border provision of services and (iv) convergence in the supervision of EU Central Counterparties (CCPs).

In March 2017 the Commission launched a public consultation on the operations of the ESAs. Stakeholder feedback pointed to the need to adjust the regulatory framework under which the ESAs operate, so as to improve their ability to supervise the financial sector and thus to better deliver on their objective.

In September 2017 the Commission proposed certain reforms to improve the mandates, governance and funding of the ESAs. The proposals also entrust ESMA with direct supervisory power in specific financial sectors to ensure a uniform application of EU rules and promote a true CMU. In particular, ESMA will: (i) supervise benchmarks that are deemed to be critical (such as EURIBOR and EONIA) and also endorse all non-EU benchmarks used in the EU, (ii) be in charge of approving certain EU prospectuses and all non-EU prospectuses drawn up under EU rules, (iii) authorise and supervise certain investment funds with an EU label, with the aim of creating a genuine single market for these funds and (iv) have a greater coordinating role in market abuse cases. In addition, the Commission is proposing targeted changes to the composition and organisation of the European Systemic Risk Board («**ESRB**»), which monitors stability risks for the financial system as a whole.

Greater clarity on existing substantive EU standards is important for EU investors, national administrations, stakeholders as well as for national court judges. In the first quarter of 2018, the Commission will adopt an interpretative communication to provide guidance on existing EU rules for the treatment of cross-border EU investments. It will also launch an impact assessment with a view to setting out an adequate framework for the amicable resolution of investment disputes.

2.7.6. *ENHANCE CAPACITY TO PRESERVE FINANCIAL STABILITY*

Following the financial crisis, the EU set up the European System of Financial Supervision («**ESFS**»), built on a two-pillar system of macro-prudential and micro-prudential supervision.

The ESRB is the macro-prudential pillar of the ESFS. The ESRB is responsible for macro-prudential oversight of the financial system in the EU. Its tasks include: (i) contributing to the prevention or mitigation of systemic risks to financial stability in the EU

that arise within the financial system, while taking into account macroeconomic developments, so as to avoid periods of widespread financial distress and (ii) contributing to the smooth functioning of the internal market, ensuring that the financial sector has a sustainable contribution to economic growth. The ESRB has broad membership including national central banks, supervisors and European institutions. It has specific tools, such as recommendations and warnings to shape macro-prudential policy in the EU. The ESRB has a direct effect on the effectiveness of EU countries' macro-prudential measures and in turn on the degree of financial stability in the EU.

In August 2016 the Commission launched a public consultation to gather feedback and evidence on the functioning of the EU macro-prudential framework. Stakeholders generally considered the ESRB's mandate and tasks appropriate to ensure the efficiency and effectiveness of macro-prudential policies and expressed some support for adjusting the ESRB's working practices to make it more efficient.

In September 2017 the Commission submitted a proposal for a Regulation amending Regulation (EU) No 1092/2010 on European Union macro-prudential oversight of the financial system and establishing a European Systemic Risk Board. Improvements to the ESRB's composition and how it cooperates with European institutions are needed to take account of incremental changes to the macro-prudential framework and the waves of regulatory developments that have taken place. In addition, changes are needed to ensure that the ESRB is able to perform macro-prudential oversight of the entire financial system as the importance of market-based financing increases, particularly with the establishment of the CMU.

2.8. STRENGTHENING THE CAPACITY OF EU CAPITAL MARKETS

This building block was not part of the original 2015 Action Plan. It was introduced in the Mid-Term Review. It includes two priority actions:

2.8.1. *SUPERVISION*

As explained under *Strengthen supervisory convergence and capital market capacity building* above, effective and consistent supervision is essential to ensure investor protection, promote the integration of capital markets and safeguard financial stability. For that reason, in September 2017 the Commission adopted a package of proposals to strengthen the ESFS, with the aim to improve the mandates, governance and funding of the three ESAs and the functioning of the ESRB.

2.8.2. *DEVELOP LOCAL AND REGIONAL CAPITAL MARKETS*

For market-based finance to be a viable and sustainable alternative to bank lending, the CMU needs to build the financial circuits, market conventions and technical and legal infrastructure. The maturity of capital markets differs considerably depending on

the country in question. The Commission attaches great importance to the promotion of local and regional capital markets, particularly in the central, eastern and south-eastern regions of Europe. To that end, it will present a comprehensive strategy in the second quarter of 2018.

A key work stream for achieving these objectives is the provision of technical support to Member States through the Structural Reform Support Programme (the «**Programme**»), which has been established in 2017 with the objective of strengthening the capacity of Member States to prepare and implement growth-enhancing administrative and structural reforms by providing support to national authorities. Under the Programme, the Commission has received over fifty requests for technical support in the financial sector from thirteen Member States, with a high focus on support for the development of capital markets.

PARTE II
UNA UNIÓN MONETARIA QUE FUNCIONA Y SIGUEN SU CURSO NATURAL

3. UNA VISIÓN PANORÁMICA DEL PAPEL DEL EURO EN EL MUNDO

Blanca Navarro, Almudena Gallego y Miguel Fernández[1]

EXECUTIVE SUMMARY

In 2016 and the beginning of 2017, the euro has held its position as the second international currency, clearly behind the dollar which has remained the reference currency, but comfortably above the yen and pound sterling which lag way behind the common European currency in its use at an aggregate level.

With the aim of offering an overview of the euro's role in the world, different perspectives around any currency in the economy are analysed: as a means of payment, as an investment and reserve currency, as a parallel currency, and in financial markets. In general, it can be said that, between 2016 and 2017, international use of the euro fell on aggregate terms, continuing the downward trend in its use seen in 2015. Nevertheless, some positive developments have been found in some indicators. For instance, the share of the euro in international payments increased in 2016 after three years of decreases, although it is still behind the dollar. Likewise, the proportion of international currency reserves represented in euros increased in 2016 despite the context of uncertainty and after having declined for six consecutive years.

Last year, a series of events influenced the evolution of currencies, among them the most remarkable are: the referendum in favour of the United Kingdom leaving the European Union (EU), the new Government in the United States (US), the persistence of geopolitical conflicts, the increase in uncertainty due to the holding of various elections in some Euro Area (EA) countries and the strengthening by the European Central Bank (ECB) of its accommodative monetary policy stance.

However, most of the analysed indicators have shown a weakening of the euro's role from an international perspective in 2016. Firstly, the euro has showed lower use as payment currency in international trade both in absolute terms, due to the weakness in foreign trade, and also in relation to other currencies, and more sharply in transactions of goods than in services. Equally, foreign investors have moved their investment portfolios towards securities outside the EA throughout 2016, mainly in terms of bonds due to the low yields resulting from the ECB's accommodative monetary policy. Furthermore, the share of the euro in global deposits and loans has remained stagnant while the weight of the US currency has continued advancing and consolidating its number one position,

[1] Área de Estudios y Evaluación del ICO.

demonstrating the need to continue making progress with the completion of the European Banking Union and the deepening of the Capital Markets Union to help promote loans and deposits in euros to households and businesses inside and outside the EA. Regarding the main financial markets (equities, fixed income, monetary market, currency market and derivatives market) the distance between the dollar and the euro has increased year-on-year as in the case of international debt issues or forex operations and it is only in the interest-rate derivatives market where the euro remains the most used currency.

Another phenomenon to be borne in mind referring to last year is that the use of local currencies of candidate countries and potential EU candidates was promoted significantly by its local authorities, with the intention of avoiding financial stability risks and a limited monetary policy in these countries, which could occur due to the high degree of linkage with the euro or *euroisation* that they have. This could lead to a lower use of the euro by the above mentioned countries even though available data suggest that the use of local currencies in said region only shows a slight growth, especially in deposits, which mainly continue in euros.

Besides the latter, it should be stressed that new waves in favour of the euro have recently emerged. The common European currency has regained the support of European citizens in this period as demonstrated in recent surveys on this issue after having deteriorated during the crisis. At the same time, in the last State of the Union Address[2], the President of the European Commission, Jean-Claude Juncker, supported the enlargement of the Economic and Monetary Union to the remaining EU member countries: *«The euro is meant to be the single currency of the European Union as a whole»*, in such a way that the euro should be something more than the currency of a group of countries, giving strength and unity to the EU bloc too. This greater confidence in the common currency is based on the momentum of the European economic recovery in the last period and the revaluation of the euro during 2016 and, particularly, in 2017 compared to the rest of main currencies.

However, the recent appreciation in the exchange rate may be a concern for the Governing Council of the ECB as it would cause undesirable consequences on inflation. Nevertheless, studies from the ECB[3] suggest that the downward pressure that the euro's appreciation may have on producer and consumer prices is much weaker in the current context. This is due, firstly, to changes in structural factors related to globalisation (composition of imports, trade integration and the boom of global value chains) and, secondly, to the current point of the economic cycle. That is to say, the negative effects that the appreciation of the euro could have on inflation may be partially offset by the current economic momentum phase of the EA as well as the ECB's accommodative monetary stance. In any event, the evolution of the euro in the coming period will be another challenge for the European monetary policy and will continue to be monitored closely by the monetary authorities.

---

[2] Juncker, J.C. (2017), «State of the Union Address 2017», Brussels, 13th September 2017.

[3] Cœuré, B. (2017), «The transmission of the ECB's monetary policy in standard and non-standard times», speech at the workshop «Monetary policy in non-standard times», Frankfurt am Main, 11th September 2017.

In this paper, a study has been carried out on the evolution of the role of the euro between 2016 and 2017 in the global environment with the following structure: firstly, the use of the euro as a means of payment in international trade and its relationship with other currencies is detailed; secondly, the role of the euro as a means of investment and international reserves is analysed; thirdly, the presence of the euro in other countries outside of the EA is considered and confidence in the currency is assessed; subsequently, its share in global deposits and loans is examined; and finally, the role of the EA single currency in financial markets (equity, fixed income, money market, currency market and derivatives markets).

3.1. INTRODUCCIÓN

En 2016 e inicio de 2017 el euro continuó como segunda divisa internacional claramente por detrás del dólar, que se mantuvo como divisa de referencia, pero con una gran distancia sobre el yen y la libra esterlina, lejos de la divisa europea en su utilización a nivel agregado. Para dar una visión panorámica del papel del euro en el mundo, se analiza el euro en sus diferentes vertientes: como medio de pago, como moneda de inversión y de reserva, como moneda paralela y en los mercados financieros. Así, generalizando se puede decir que entre 2016 y 2017 el uso internacional del euro descendió en agregado, continuando una línea descendente en el uso del euro ya observada en 2015. No se puede decir lo mismo si analizamos su evolución de manera particular, ya que, desde algunas perspectivas, el uso del euro sí mostró una evolución favorable. Así, la participación del euro en los pagos internacionales aumentó en 2016, después de haber descendido en los últimos tres años, si bien siguió situándose por detrás del dólar. Asimismo, la proporción que representa el euro en las reservas internacionales de divisas se incrementó en 2016, a pesar del contexto de incertidumbre y tras haber descendido durante seis años consecutivos.

Durante el último año una serie de acontecimientos marcaron la evolución de las divisas, entre los que destacan el resultado de la votación a favor de la salida del Reino Unido (RU) de la Unión Europea (UE), el nuevo Gobierno en Estados Unidos (EE.UU.), la persistencia de los conflictos geopolíticos en países cercanos, el aumento de la incertidumbre por la celebración de varias elecciones en algunos países de la Zona Euro (ZE) y la intensificación por el Banco Central Europeo (BCE) del tono acomodaticio de su política monetaria.

La mayoría de indicadores analizados mostró que el papel del euro en el entorno internacional se debilitó en 2016. En primer lugar, se observó una menor utilización del euro como moneda de pago en el comercio internacional tanto en términos absolutos, a causa de la debilidad del comercio exterior, como en relación a otras monedas, y de una forma más acusada en las transacciones de bienes que en las de servicios. De igual forma, los inversores extranjeros recolocaron sus carteras de inversión hacia valores fuera de la ZE, mayoritariamente en lo que se refiere a bonos como consecuencia de las bajas rentabilidades en la ZE como resultado de las políticas del BCE. Por su parte, la participación del euro en depósitos y préstamos mundiales se mantuvo estancada mientras que el peso del dólar siguió aumentando y consolidando su primera

posición, lo que demuestra la necesidad de seguir avanzando en la culminación de la Unión Bancaria y en la profundización de la Unión de los Mercados de Capitales para ayudar a promover los préstamos y depósitos en euros a hogares y empresas dentro y fuera de la ZE. Con respecto a los principales mercados financieros (renta variable, renta fija, mercado monetario, mercado de divisas y mercado de derivados) se amplió la distancia entre el dólar y el euro respecto a hace un año, como en el caso de las emisiones internacionales de deuda o en las operaciones de intercambio de divisas, y únicamente en el mercado de derivados de tipo de interés el euro se mantuvo como la divisa más utilizada.

Otro fenómeno a tener en cuenta en el último año es el encaminado a promocionar el uso de las monedas locales de los países candidatos y potenciales candidatos de la UE, con el objetivo de evitar los riesgos sobre la estabilidad financiera de estos países y las limitaciones en las decisiones de política monetaria que podrían darse por el alto grado de vinculación con el euro o *euroización* que muestran. Esto conllevaría un menor uso del euro por su parte, si bien los datos señalan que el progreso en el empleo de monedas locales en estas regiones todavía es tímido, especialmente en los depósitos, que siguen denominados en euros mayoritariamente.

Una vez dicho esto, conviene subrayar que recientemente han resurgido nuevas oleadas a favor del euro. La moneda común europea ha continuado recuperando el apoyo de los ciudadanos europeos en este período como muestran las últimas encuestas al respecto después de haberse visto deteriorado durante la crisis. Al mismo tiempo, en el último discurso[4] del Estado de la Unión, el presidente de la Comisión Europea (CE), Jean-Claude Juncker, alentó a ampliar la Unión Económica y Monetaria (UEM) al resto de países miembros de la UE: «*El objetivo del euro es ser la moneda única de la Unión Europea en su conjunto*», de tal manera que el euro sea algo más que la moneda de un grupo de países, otorgando además fortaleza y unión al bloque comunitario. Esta mayor confianza en la moneda común se fundamenta en el impulso que está tomando la recuperación de la economía europea en el último período y su revalorización durante 2016 pero, especialmente en 2017, con respecto a las principales divisas en términos generales.

No obstante, la reciente apreciación del tipo de cambio podría ser un tema de preocupación para el Consejo de Gobierno del BCE pues provocaría consecuencias indeseables en las perspectivas de inflación, si bien, estudios del propio BCE[5] señalan que la presión a la baja que podría estar teniendo la apreciación del euro sobre los precios de consumo y de producción es más débil en el entorno actual. Esto es debido, en primer lugar, a cambios en factores estructurales relacionados con la globalización (composición de las importaciones, integración comercial y el auge de las cadenas de valor globales) y, en segundo lugar, al estado del ciclo en el que se encuentra la economía. Es decir, los efectos negativos que pudiera tener la apreciación del euro sobre

[4] Juncker, J.C. (2017), «Discurso sobre el Estado de la Unión 2017», Bruselas, 13 de septiembre de 2017.
[5] Cœuré, B. (2017), «The transmission of the ECB's monetary policy in standard and non-standard times», discurso en la conferencia «Monetary policy in non-standard times», Frankfurt am Main, 11 de septiembre de 2017.

la inflación podrían ser parcialmente compensados por la fase de impulso económico en el que se encuentra la ZE además de la actual postura monetaria acomodaticia del BCE. En cualquier caso, la evolución del euro en el próximo período será un reto más para la política monetaria europea y seguirá siendo vigilada de cerca por las Autoridades monetarias.

En el presente trabajo se ha realizado un estudio de la evolución del papel del euro entre 2016 y 2017 en el entorno global con la siguiente estructura: en primer lugar se detalla el uso del euro como medio de pago en el comercio internacional y su relación con otras divisas, en segundo lugar se analiza el papel del euro como medio de inversión y de reserva internacional, en tercer lugar se considera la presencia del euro en otros países fuera de la ZE y se evalúa la confianza en la moneda, a continuación se examina su participación en los depósitos y préstamos mundiales y por último el papel de la divisa comunitaria en los principales mercados financieros.

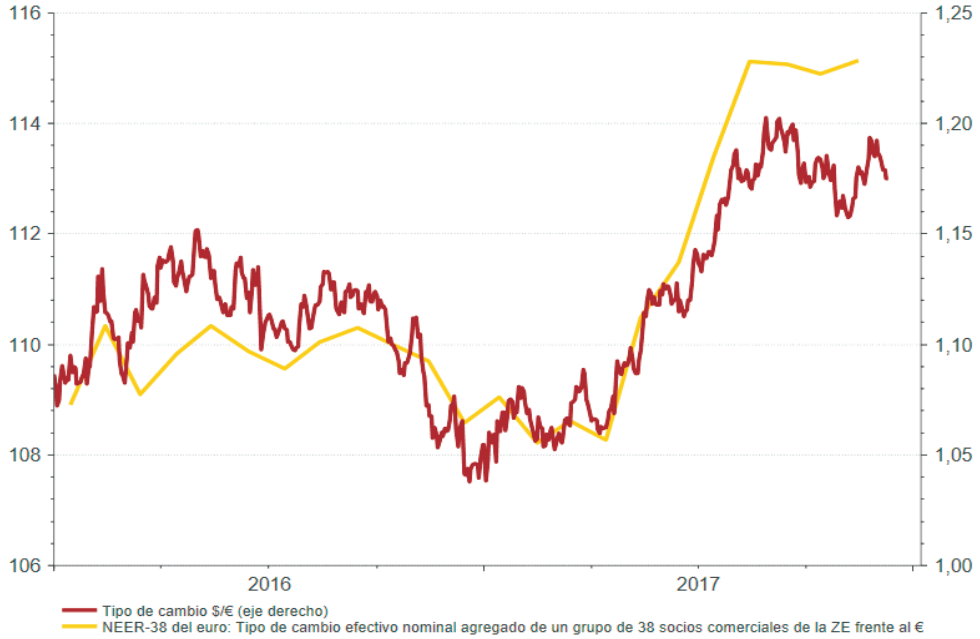
3.2. EL EURO COMO MEDIO DE PAGO

EVOLUCIÓN RECIENTE DEL TIPO DE CAMBIO NOMINAL DE LA MONEDA ÚNICA

La depreciación del euro con respecto al dólar estadounidense se frenó en 2016 para pasar a apreciarse durante 2017 alcanzando niveles que no se observaban desde principios de 2015. No obstante, en el conjunto del año 2016 la pérdida de valor del euro frente al dólar fue del 4,6%. En 2016, la moneda común también se depreció respecto al yen japonés casi el 6%, pero de igual forma, mantuvo una senda progresiva de apreciación en los últimos meses. En relación a la libra esterlina, la apreciación del euro fue intensa ya en el 2016 (próxima al 16%) y continúa en 2017, al igual que en el caso del cruce con el renminbi o yuan chino. Así, la revalorización del euro frente al yuan en 2016 fue casi del 4% y se mantiene al alza en 2017. Por tanto, la moneda europea está experimentando una apreciación generalizada respecto a las principales divisas a lo largo del año 2017, lo que también se observa en el indicador agregado NEER-38[6] del euro (el tipo de cambio efectivo nominal del euro es una media ponderada de los tipos de cambio bilaterales nominales entre el euro y una cesta de divisas de los 38 socios comerciales principales de la ZE) representado en el gráfico 1.

[6] NEER (Nominal Effective Exchange Rate) constituye un agregado útil para medir las fluctuaciones de tipo de cambio que afectan a las economías en sus relaciones comerciales. El BCE calcula los indicadores NEERs para la ZE, siendo los más relevantes NEER-19 y NEER-38, es decir, para un grupo de 19 y 38 países, respectivamente. Si el indicador sube, se pueden obtener más divisas por 1 €, significa por tanto, una revalorización del euro con respecto al resto de divisas del grupo. Las ponderaciones con las que se construye el agregado se basan en el comercio de productos manufacturados con los socios comerciales de la ZE desde 1995.

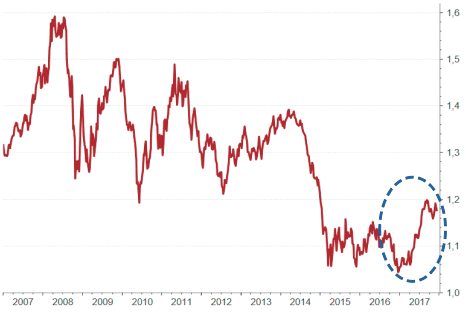
GRÁFICO 1.
TIPO DE CAMBIO NOMINAL DEL EURO FRENTE AL DÓLAR Y DEL EURO FRENTE AL TIPO DE CAMBIO NOMINAL AGREGADO DE 38 SOCIOS COMERCIALES DE LA ZE



Fuente: Thomson Reuters Datastream.

A continuación se analizan en detalle estos movimientos del euro frente al resto de principales divisas. En primer lugar, el tipo de cambio **dólar/euro** tuvo una intensa depreciación durante los años 2014 y 2015, pero en 2016 el euro mostró mayor estabilización en relación al dólar. No obstante, prosiguió con su tendencia de descenso desde el 1,15 $/€ en que se situó en mayo de 2016 hasta niveles del 1,04 $/€ al final del año, lo que significó una depreciación nominal del 9,1% desde mayo de 2016 y del 4,6% en el conjunto del año, mientras que en 2014 y 2015, las depreciaciones habían estado cerca del 12% y del 11%, respectivamente.

GRÁFICO 2.
TIPO DE CAMBIO NOMINAL DEL EURO FRENTE AL DÓLAR

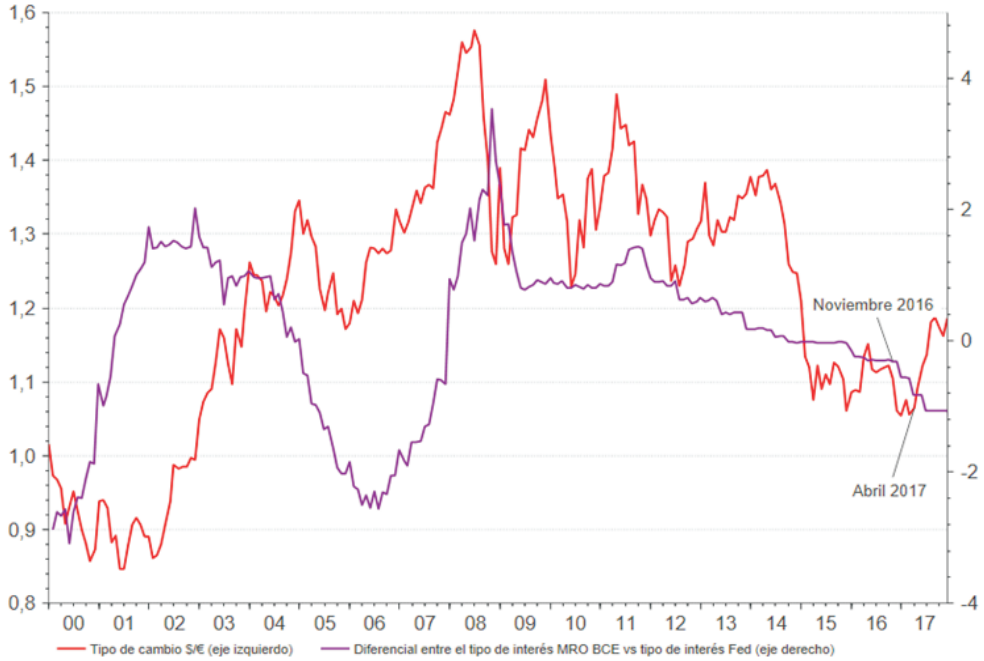


Fuente: Thomson Reuters Datastream.

Fuente: Thomson Reuters Datastream y elaboración propia.

La depreciación gradual que tuvo lugar desde mayo de 2016 fue reflejo en primer lugar de la divergencia de políticas monetarias entre el BCE y la Reserva Federal (Fed). Mientras que el Consejo de Gobierno del BCE intensificó en marzo de 2016 el tono acomodaticio de su política monetaria con la aprobación de un nuevo paquete de medidas para favorecer una relajación adicional de las condiciones financieras, estimular la provisión de crédito nuevo y, en definitiva, acelerar el retorno de la inflación al objetivo del 2%, la Fed inició en diciembre de 2015 un proceso de normalización de su política monetaria con la primera subida de los tipos de interés tras la crisis. El resultado del referéndum a favor de la salida del RU de la UE en junio de 2016 también tuvo su efecto en la depreciación del tipo de cambio dólar/euro, si bien el mayor retroceso del euro frente al dólar se produjo desde noviembre de 2016 tras ser elegido Donald Trump como presidente de EE.UU. Estos acontecimientos a ambos lados del Atlántico hicieron que el segundo incremento de tipos de interés por parte de la Fed se retrasase hasta diciembre de 2016, al tiempo que el BCE anunciaba que extendía su programa de compras de activos iniciado en marzo de 2015 hasta diciembre de 2017 o hasta una fecha posterior si fuera necesario y con un ritmo mensual de 60 mil millones de euros a partir de abril de 2017 (entre marzo de 2016 y marzo de 2017 el ritmo de compras fue de 80 mil millones de euros al mes), medidas que, de nuevo, demostraron la discrepancia entre las políticas monetarias y volvieron a debilitar la moneda europea en favor de la estadounidense.

GRÁFICO 3.
TIPO DE CAMBIO NOMINAL DEL EURO FRENTE AL DÓLAR Y SU RELACIÓN CON LOS DIFERENCIALES DE TIPOS

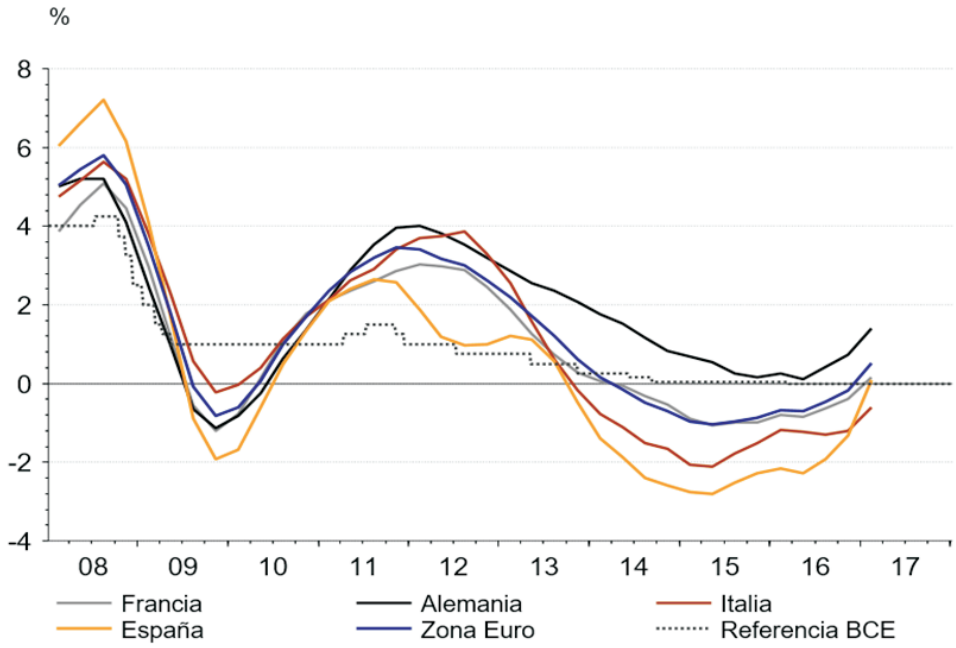


Fuente: Thomson Reuters Datastream.

A partir de abril de 2017 se ha observado una recuperación progresiva del tipo de cambio dólar/euro ayudado por la mejora en el panorama económico en Europa que ha seguido ganando tracción y batiendo expectativas en 2017, al mismo tiempo que disminuía la incertidumbre en la escena política europea y ascendía al otro lado del Atlántico por las próximas políticas de la nueva Administración y el retraso en la materialización de estas medidas. Desde esa fecha, cuando el cruce cotizaba en el entorno del 1,07 $/€, el euro se ha apreciado cerca de un 11% hasta cambiarse alrededor de 1,18 frente al dólar a principios de diciembre, lo que significa posicionarse en niveles de 2015. Esto se ha producido a pesar de la ya apuntada divergencia de política monetaria: la Fed ha llevado a cabo dos subidas de tipos de interés desde el inicio de 2017 y el BCE ha mantenido en 2017 los tipos de interés negativos y las compras mensuales de activos. No obstante, sí han cambiado las expectativas del mercado sobre la orientación de la política monetaria: respecto a EE.UU., los inversores consideran que el ritmo de normalización pudiera ser algo más lento de lo que estimaban a principios de año, mientras que en la ZE, el BCE ha anunciado una reducción del ritmo mensual de compras netas de 60 mil millones a 30 mil millones de euros desde enero de 2018 hasta el final de septiembre de 2018 y se prevé que continúe esta reducción gradual de estímulos en el próximo período. Así, pese al diferente ritmo en relación con la Fed resulta también evidente para la

ZE la línea tendente a una retirada de las medidas extraordinarias en la política monetaria y, en un estadio posterior, hacia una normalización de los tipos de interés. Uno de los indicadores que muestran esta tendencia es la regla de Taylor (gráfico 4) para los diferentes países de la ZE, que de forma generalizada indica que el tipo de interés implícito para las economías de la ZE se está comenzando a separar del tipo de interés vigente. Esta creciente divergencia ilustra que las economías de la ZE están requiriendo de cambios en la política monetaria, lo que a medio plazo también debería traer incrementos de los tipos de interés.

GRÁFICO 4.
EVOLUCIÓN DE LOS TIPOS DE INTERÉS IMPLÍCITOS PARA LAS PRINCIPALES ECONOMÍAS DE LA ZONA EURO SEGÚN LA REGLA DE TAYLOR



Fuente: Thomson Reuters Datastream.

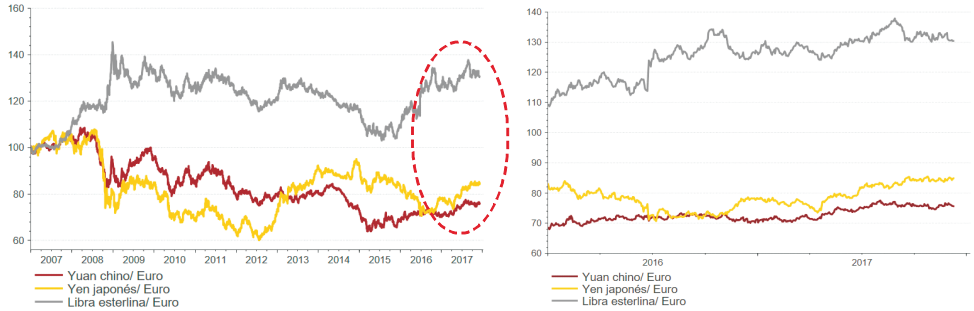
En segundo lugar se explica la evolución de la cotización del **euro frente a la libra esterlina** en el último período (gráfico 5), observándose una apreciación del euro frente a la moneda británica desde noviembre de 2015. Además, la votación a favor del *Brexit* en junio de 2016 provocó un fuerte movimiento al alza, si bien este acontecimiento se inscribió dentro de su tendencia de apreciación a medio plazo. En el último trimestre del 2016 asistimos a una ligera recuperación de la libra, en la medida que la crisis polí-

tica provocada por la dimisión de David Cameron como primer ministro fue gestionada rápidamente y se formó un nuevo gobierno bajo el liderazgo de Theresa May a finales de julio, al tiempo que el Banco de Inglaterra reforzaba su política expansiva (reactivó el programa cuantitativo y bajó los tipos de interés), contribuyendo a recuperar la confianza de agentes y mercados financieros. En cualquier caso, el euro se apreció frente a la libra cerca del 16% en 2016, mientras que en 2017 lo ha hecho en menor medida (un 2,9% a principios de diciembre). En marzo de 2017 se activó el artículo 50 del Tratado de Lisboa iniciando las negociaciones con la UE, y en abril la primera ministra británica convocó inesperadamente unas elecciones que se celebraron en junio y en la que perdió la mayoría absoluta. Desde entonces, la libra ha seguido acusando la presión política y la incertidumbre ante la desconexión del país de la UE, aunque con cierta mejoría a finales de verano. El proceso de salida de la UE, que debería concluir en 2019, será complejo y se parte de posiciones enfrentadas, especialmente en políticas comerciales e inmigración, por lo que es de esperar que siga trayendo volatilidad en la libra según avancen las negociaciones.

Frente a la moneda japonesa, la depreciación observada desde 2015 del **euro frente al yen** continuó en 2016, con una pérdida de valor de casi un 6%. Esta depreciación se frenó a mediados de 2016 para iniciar una tendencia de apreciación desde noviembre que ha continuado en 2017. Una recuperación más sostenida y sólida en la ZE unida a las diferentes orientaciones de las políticas monetarias del BCE y del Banco de Japón explican este aumento de la cotización del euro frente al yen: el Banco de Japón mantiene una política extremadamente acomodaticia que persigue generar inflación e impulsar la economía japonesa, frente a las expectativas de que el BCE suavice sus estímulos a corto plazo.

Asimismo, el **euro** se apreció **en relación al yuan** durante 2016, casi un 4% y ha continuado esta revalorización durante el 2017. Esta evolución ha estado influenciada por el menor ritmo de crecimiento de la economía china y la incertidumbre asociada a su nuevo patrón de crecimiento, unida a la prolongación de las salidas de capital que ya comenzaron en 2015. Esta situación ha llevado a que las autoridades chinas tomaran medidas durante 2016 para tratar de mitigar la fuga de capitales y la depreciación de la moneda. No obstante, en 2017 en un informe anual del gobierno sobre el estado de la moneda, Pekín señaló como objetivo garantizar el estatus mundial del yuan a la vez que dejó de lado la anterior declaración sobre mantener un yuan estable a un nivel razonable y equilibrado. La nueva formulación podría indicar que el gobierno chino será más tolerante con los movimientos del tipo de cambio del yuan y reducirá gradualmente su intervención en el mercado de divisas durante 2017, con el fin de impulsar su moneda y su internacionalización, después de que en octubre de 2016 entrara a formar parte de la cesta de los Derechos Especiales de Giro (DEG) del FMI.

GRÁFICO 5.
TIPO DE CAMBIO NOMINAL DEL EURO FRENTE AL YEN, YUAN Y LIBRA.
(Expresados en número índice, 2007 = 100)



Fuente: Thomson Reuters Datastream.

EL EURO COMO MONEDA DE PAGO EN EL COMERCIO INTERNACIONAL[7]

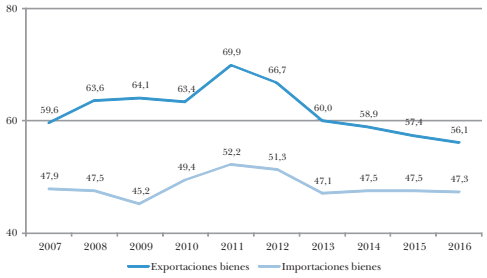
Las exportaciones de los países de la ZE hacia destinos fuera de la ZE desaceleraron su crecimiento en 2016 hasta el 0,3% en términos nominales, después de haber crecido un 5,3% en 2015 impulsadas por la depreciación de la moneda europea que en 2016, sin embargo, se mantuvo más estable. No obstante, esta evolución en 2016 de las exportaciones va en línea con lo que señala el Boletín económico de Información Comercial Española (ICE) «El Sector Exterior en 2016», Ministerio de Economía, Industria y Competitividad (2017): «El descenso nominal de los flujos comerciales en el año 2016 no solo afectó al conjunto del comercio mundial de mercancías, sino al de todas las áreas geográficas y la mayor parte de los países, que en términos de valor, ofrecieron caídas en sus flujos comerciales». Asimismo, las importaciones de la ZE empeoraron su comportamiento en 2016, a pesar de una recuperación consolidada de su economía, y disminuyeron en 2016 en términos nominales un 1,5% con respecto a 2015, influenciadas por el descenso de los precios energéticos que aunque fue menor que en los años previos continuó en 2016 (Boletín Económico de ICE, 2017). Esto ha implicado que en 2016 se haya registrado un menor crecimiento del superávit comercial de la ZE con sus socios comerciales fuera de la ZE y una menor utilización del euro como moneda de pago en el comercio internacional en términos absolutos. Para 2017, la Organización Mundial del Comercio es optimista en sus previsiones de comercio (OMC, abril de 2017), aunque alerta de que los riesgos han aumentado por el auge de los movimientos a favor de medidas comerciales restrictivas o el abandono de acuerdos comerciales y señala como focos de incertidumbre las políticas comerciales del gobierno estadounidense o la forma que adoptará en el futuro las relaciones comerciales entre RU y la UE.

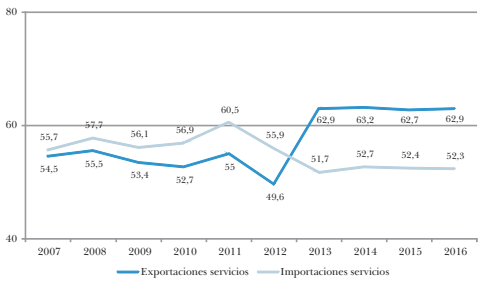
[7] Las últimas cifras publicadas por el BCE son de 2016.

En términos relativos, el uso del euro en el comercio internacional con respecto a otras monedas también se debilitó en 2016, como ya había sucedido en 2015. En concreto, la utilización del euro por parte de los países miembros de la ZE en sus transacciones de bienes fuera de la ZE se redujo en 2016 en 1,3 puntos porcentuales (pp) en las exportaciones de mercancías y 0,2 pp en las importaciones. De esta forma, la participación del euro en las transacciones de mercancías ha seguido una senda descendente desde el año 2011, como se puede observar en el gráfico 6, hasta representar el 56,1% en 2016 en el caso de las exportaciones (69,9% en 2011) y por debajo del 50% en las importaciones (el 47,3% en 2016 frente al 52,2% en 2011).

En el caso de las transacciones de servicios (gráfico 7), el peso del euro respecto a otras monedas también descendió en 2016 en las importaciones de países miembros desde fuera de la ZE, aunque de forma ligera (del 52,4% al 52,3%) de modo que se sitúa por encima del 50% a diferencia de la participación del euro en las importaciones de bienes. No obstante, el empleo del euro en las exportaciones de servicios aumentó suavemente del 62,7% en 2015 al 62,9% en 2016 y también es mayor que en el caso de los bienes (56,1%).

GRÁFICOS 6 Y 7.
PARTICIPACIONES DEL EURO EN LAS TRANSACCIONES EXTRA-EURO ÁREA DE PAÍSES MIEMBROS





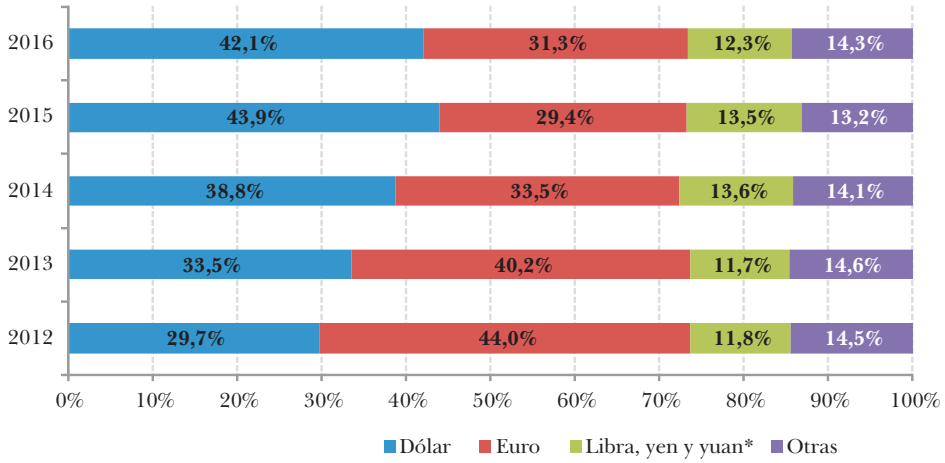
Fuente: BCE (2017).

PAGOS INTERNACIONALES EN EUROS

Otra forma de analizar el euro como medio de pago es por medio de los datos sobre pagos internacionales por divisas procedentes de SWIFT, que es el proveedor global de servicios de mensajería financiera. Estos datos nos muestran que la participación del euro en los pagos internacionales aumentó en 2016 hasta el 31,3% desde el 29,3% en 2015, tras haber descendido los últimos tres años. El menor peso del euro en los pagos internacionales en los años atrás se puede explicar por la depreciación del tipo de cambio efectivo nominal del euro, especialmente en 2014 y 2015, como indica el BCE en su informe sobre el «Papel internacional del euro» (2017), frente a la estabilidad que ha mantenido en 2016. A pesar de esta mejora en 2016, el dólar siguió situándose en primera posición en la composición de los pagos internacionales por monedas, con un peso del 42,1%. Los pagos en libras disminuyeron en 2016, como señala el BCE (2017) aun-

que sin facilitar cifras concretas en este caso, lo que refleja la depreciación de la moneda británica a raíz del resultado del referéndum a favor del *Brexit*. En cambio, el uso global de los pagos en yenes aumentó, mientras que la proporción del yuan se redujo a menos del 2% de los pagos internacionales en 2016, primer descenso del peso de la moneda china en los pagos internacionales en la serie disponible de SWIFT, en un año en el que la economía china creció un 6,7%, la expansión más baja desde 1990.

GRÁFICO 8.
COMPOSICIÓN DE PAGOS INTERNACIONALES POR DIVISAS
(porcentaje, a tipo de cambio constante)



Fuente: SWIFT

Nota: Pago entrante y pago saliente. Basada en valores.

** No se disponen de datos desglosados para el grupo de divisas: libras, yen y yuan.*

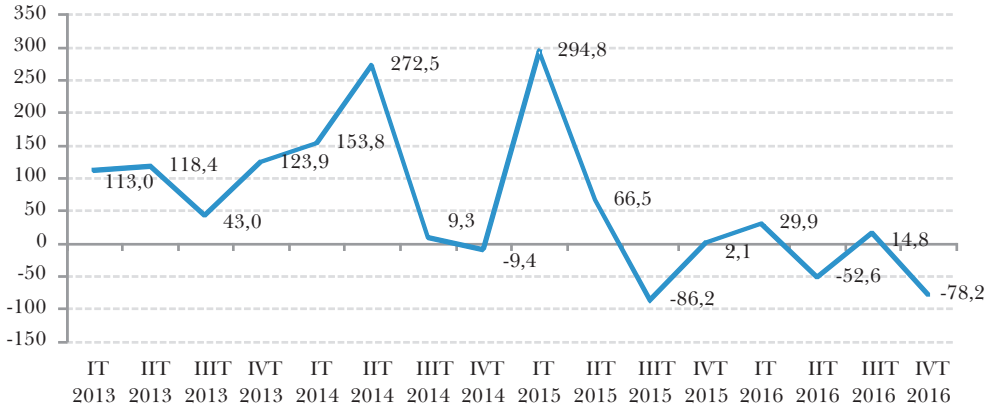
3.3. EL EURO COMO MONEDA DE INVERSIÓN Y DE RESERVA

3.3.1. *INVERSIÓN EN EUROS*

Las inversiones internacionales en valores de la ZE tendieron a disminuir en términos generales en 2016, aunque la evolución fue diferente en renta variable y fija. El informe del BCE (2017) «The international role of the euro» y los datos de la Balanza de Pagos de la ZE reflejan que los inversores extranjeros recolocaron sus carteras de inversión en valores fuera de la ZE a lo largo de 2016, a pesar del buen comienzo del año en términos netos (gráfico 9). La intensificación del tono acomodaticio de la política monetaria del BCE desde marzo de 2016 con un nuevo paquete de medidas, entre ellas el aumento del volumen mensual de sus adquisiciones en el marco del programa de compra de activos, condujo a rentabilidades históricamente bajas y en algunos casos negativas de los bonos en la ZE y con ello a una disminución de la demanda de bonos (en 2015

el saldo neto de compras de bonos por parte de inversores extranjeros fue aproximadamente de 30.000 millones de euros mientras que en 2016 se registró un saldo neto de ventas de bonos de 192.000 millones de euros). Sin embargo, la evolución de la inversión extranjera en renta variable en la ZE fue más favorable, con unas compras netas de 126.000 millones de euros en 2016, en medio del fortalecimiento de la recuperación de la economía de la ZE, aunque sólo representó la mitad del saldo registrado en 2015.

GRÁFICO 9
INVERSIÓN EXTRANJERA NETA EN LA ZONA EURO
(mm de €, flujos trimestrales)



Fuente: BCE.

Nota: Cartera de pasivos de la ZE en términos netos. Balanza de pagos de la ZE.

3.3.2. *LA EVOLUCIÓN DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES EN EUROS*

Un aspecto positivo de la evolución del euro en el último año ha sido su comportamiento favorable en las tenencias oficiales de reservas mundiales de divisas. Tanto en volumen como en porcentaje sobre el total, las reservas en euros en 2016 aumentaron, reforzando el papel de la moneda europea como depósito de valor y mostrando su resistencia a los crecientes riesgos de naturaleza geopolítica acontecidos a lo largo del 2016. Estos vinieron determinados por la persistencia de conflictos bélicos en algunos países cercanos, la amenaza del terrorismo de origen yihadista, el incremento de la incertidumbre política en 2016, ligado a la decisión de salida del RU de la UE, al referéndum italiano sobre una reforma constitucional, a los procesos electorales que se celebrarían en 2017 en algunas de las mayores economías del área, y a las dudas sobre el rumbo de la política económica en EE.UU. Asimismo, las tensiones que afectaron a los mercados financieros mundiales en el período de 2016, como las que se originaron por las turbulencias del sistema financiero chino, demostraron de nuevo la resistencia de la moneda europea. De igual forma, los movimientos hacia terreno negativo de la rentabilidad de

los bonos soberanos de la ZE, consecuencia de la intensificación en 2016 del tono acomodaticio de la política monetaria del BCE, no habrían erosionado el estatus del euro como moneda de reserva internacional, como así lo afirma el BCE (2017), a pesar de que la evidencia señala que los rendimientos negativos fueron un factor relevante para los inversores a la hora de decidir sobre sus activos denominados en euros, según el estudio de HSBC *Reserve Management Trends 2017*[8].

Los datos constatan el buen papel del euro en las reservas internacionales en 2016: el volumen de reservas mundiales en euros en 2016, a tipo de cambio corriente, se incrementó hasta los 1.559 miles de millones (mm) de dólares desde los 1.345 mm de dólares en 2015 y tras haber descendido en los dos últimos años. El dólar también aumentó en términos de volumen, de 4.374 mm de dólares en 2015 a 5.053 mm de dólares en 2016, pero en porcentaje sobre el total de reservas de divisas mundiales, el dólar registra un descenso en 2016 de 1 pp hasta el 64% a tipo de cambio constante y desde el año 2008 este descenso es de 5,2 pp. Esto significa, por tanto, una prolongación en este último año de la tendencia descendente del peso del dólar en las reservas de divisas mundiales iniciada con la crisis financiera global. El euro, por su parte, ha perdido casi 2 pp en su participación en la cesta de reservas mundiales desde 2008 pero en este último período, como se ha señalado, ha aumentado ligeramente, del 19,4% en 2015 al 19,7% en 2016. Esta menor participación de las monedas tradicionales en el total de reservas de divisas mundiales en los últimos años ha sido a favor de un aumento del peso de otras divisas, como el yen japonés, pero también de otras monedas consideradas no tradicionales como el dólar australiano, el canadiense o el yuan chino, tal y como se observa en el gráfico 10.

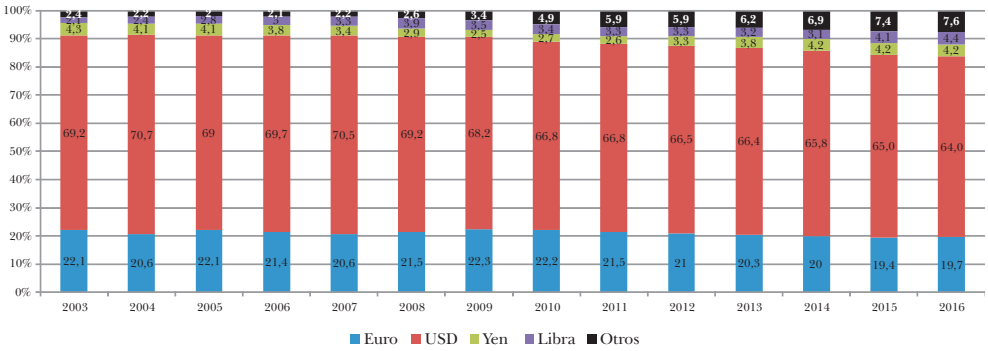
Dicho esto, conviene destacar que el dólar continúa ocupando la primera posición en el ranking mundial de reservas de divisas (64%), seguido, aunque de lejos, por el euro (19,7%). Tras ellos se sitúa la libra esterlina (4,4%), que aunque sufrió una significativa depreciación tras el referéndum sobre el *Brexit*, en términos constantes ganó terreno en su posición en las reservas mundiales del 4,1% en 2015 al 4,4% en 2016. A continuación, se encuentra el yen (4,2%) que mantuvo el peso del año 2015, seguido de otras monedas menos tradicionales, el dólar canadiense (2,0%) y dólar australiano (1,8%), cuyo peso sobre el total de reservas de divisas también se ha mantenido estable en 2016. El porcentaje de reservas en yuanes en 2016 se sitúan en un nivel bajo (1,1%)[9], lo que refleja en cierto modo que la moneda china todavía no es totalmente convertible, a pesar de su inclusión en la cesta de monedas que conforman los DEG del FMI en octubre de 2016. Este hecho fue un reconocimiento de que la moneda china cumplía con los criterios de divisa global necesarios para su inclusión y aumentaba las expectativas de que impulsaría su internacionalización, sin embargo, su peso en relación al resto de divisas globales parece haberse estancado en el último período considerado, como lo refleja el descenso en 2016 del «Renminbi

[8] HSBC y Central Banking publications (2017): «HSBC Reserve Management Trends 2017» y la nota de prensa disponible en *http://www.centralbanking.com/central-banks/reserves/3222961/eurozone-instability-tops-reserve-manager-fears-survey*.

[9] Las tenencias de reservas denominadas en yuanes son publicadas por el FMI por primera vez desde el cuarto trimestre de 2016, tras ser incluida esta moneda en la cesta de los DEG en octubre de 2016.

Globalisation Index», el cual es una combinación de varios indicadores relacionados con la internacionalización del yuan. (BCE, 2017).

GRÁFICO 10
COMPOSICIÓN DE LAS RESERVAS DE DIVISAS MUNDIALES
(Porcentaje sobre total de reservas, a tipo de cambio constante)



Fuente: BCE (2017).

Si nos centramos, a continuación, en el porcentaje de reservas de euros que poseen algunos países fuera de la ZE (Anexo 1), se observa, como era de esperar, que los mayores porcentajes de reservas en euros se encuentran en países de la UE como Bulgaria, cuyas reservas en euros alcanzan el 99,5%, Croacia (83,1%), Rumanía (77,9%), Dinamarca (74,1%) y República Checa (53,8%). Además, en la mayor parte de los casos de estos países con un alto volumen de euros entre sus reservas, incluso se produjo un incremento de su porcentaje de tenencias de euros con respecto a 2015. Otros países dentro de la UE analizados como Polonia, Suecia o RU presentan unos porcentajes de reserva de euros inferiores, 27,3%, 33,3% y 43,9%, respectivamente, y además han disminuido sus tenencias de euros con respecto a 2015 y también si consideramos un horizonte más amplio desde 2011. Así, RU tenía más de la mitad de sus reservas de divisas en euros en 2011 (59,1%) y éstas han ido disminuyendo en los últimos años, aunque el mayor descenso se ha producido en 2016 desde el 50,7% al 43,9% coincidiendo con el inicio del proceso del *Brexit*.

Fuera de la UE, los países con mayor porcentaje de reservas en euros de los analizados por el BCE (2017) son EE.UU. (59%), Suiza (44,4%) y Rusia (39,9%). Las reservas en euros en EE.UU. descendieron ligeramente en 2016 respecto a 2015 pero en comparación con 2011 han registrado una tendencia ascendente desde el 53,5% de aquel año, influenciada por la apreciación del dólar en los últimos años que ha favorecido la adquisición de euros. Por el contrario, los países latinoamericanos de los que se tienen datos sobre reservas en euros (Chile y Perú) han continuado reduciendo sus tenencias de euros en 2016 y estas se sitúan en 14,1% en el caso de Chile y en el 6,3% en Perú, lo que contrasta con el 31,5% y el 40,1% que registraban en el 2011. Este esfuerzo por reducir las reservas en euros en algunos países emergentes estaría dirigido a diversificar sus reservas de divisas y así disminuir los posibles efectos de cambios en la política monetaria de

los Bancos Centrales, pues como señala Georgiadis y Mehl (2016) el impacto de un futuro endurecimiento de la política monetaria se ha intensificado en las últimas décadas como consecuencia de la globalización financiera y, en especial, en países con una mayor exposición en sus balances de divisas extranjeras.

3.3.3. *EL EURO COMO ANCLA NOMINAL DE LOS TIPOS DE CAMBIO*

Entre marzo de 2016 y abril de 2017 no hubo modificaciones significativas en los regímenes cambiarios de los países que vinculan su moneda al euro (véase tabla 1). Actualmente, estos sistemas cambiarios se pueden clasificar, por una parte, en los vinculados explícitamente al euro que son los regímenes de anclas duras y blandas (*hard pegs y soft pegs)* y, por otra, en los regímenes vinculados implícitamente, denominados de flotación sucia o intervenida.

Los sistemas cambiarios vinculados explícitamente al euro y denominados ***hard pegs*** se caracterizan por ser sistemas monetarios más previsibles por la vinculación directa con el euro pero en los que los bancos centrales pierden la autonomía en su política monetaria. Dentro de ellos se encuentra, en primer lugar, la denominada *euroización*, y que tiene lugar en Andorra, Mónaco, la Ciudad del Vaticano, San Marino y las colectividades de ultramar francesas, donde se utiliza el euro como moneda de curso legal y exclusivo, y en Kosovo y Montenegro, donde el euro se ha adoptado únicamente como moneda legal de *facto* y no se pueden emitir monedas ni billetes de euro (*euroización* unilateral). En segundo lugar, existe el *régimen de convertibilidad*, en el cual el país sí mantiene su propia moneda de curso legal pero su banco central fija el valor de la moneda con el de otra considerada más estable (el euro en este caso). Este es el caso de Bulgaria y Bosnia y Herzegovina.

En los regímenes cambiarios definidos como anclas blandas (***soft pegs***), como son los *tipos de cambio fijo convencionales* y los que incorporan *bandas de fluctuación explícitas*, se otorga cierta flexibilidad a los Bancos Nacionales para su política monetaria a diferencia de los sistemas de anclas duras (*hard pegs*). En este tipo de régimen se encuentra Dinamarca, que está sometida al Mecanismo Europeo de Cambio (ERM II), con bandas de fluctuación convencionales ligadas al euro (+/– 2,25%). Fuera de la UE, se encuentra bajo la modalidad *soft peg* Macedonia, con un sistema de tipo de cambio fijo y bandas con el euro como referencia.

Rumanía, República Checa y Croacia se sitúan bajo el denominado «**managed floating**» **o flotación sucia o intervenida,** con un tipo de cambio vinculado implícitamente al euro y en el que el banco central puede intervenir ante fluctuaciones excesivas. Croacia y República Checa se han incorporado a este sistema en 2017, que previamente contaban con acuerdos de estabilización con el euro como moneda de referencia pero sin flotación intervenida. Fuera de la UE, Albania, Serbia, Turquía y Suiza también se encuentran bajo el sistema «floating o managed floating». El régimen de Suiza ha sido reclasificado a este sistema con el euro como moneda de referencia después de que en enero de 2015 el Banco Nacional de Suiza abandonara la política de mantener un tipo de cambio máximo para el franco estipulado en 1,20 unidades por euro, que había sido establecido en septiembre de 2011 para frenar la constante apreciación del franco frente al euro.

Por su parte, Hungría, Polonia, Suecia y RU hasta la fecha, son países miembros de la UE pero no de la UEM que poseen un **sistema de flotación libre,** bajo la premisa siempre de respetar el objetivo de inflación perseguido por el banco central del país.

Conviene mencionar que en otros sistemas cambiarios de países como, Argelia, Marruecos y China, el **euro forma parte de las monedas utilizadas en la cesta de divisas de referencia que utilizan los bancos centrales para calcular el valor de su moneda**. En este sentido, en 2015 vimos como el euro vio reducida su participación en la cesta de divisas de referencia del dírham marroquí del 80% al 60%, mientras que la participación del dólar aumentó del 20% al 40%. En 2017 el Sistema de Comercio de Divisas de China (CFETS) incorporó once nuevas monedas en su cesta de divisas de referencia, entre las que figuran el won surcoreano, las coronas sueca, danesa y noruega, el riyal saudí o el zloty polaco, lo que llevó aparejada la rebaja de la importancia relativa de las divisas que ya formaban parte de ella. Así, el peso del euro se redujo del 21,4% al 16,3% y el del dólar, del 26,4% al 22,4% (BCE, 2017).

Por último, un fenómeno que el BCE (2017) analiza en su informe es lo que denomina «***The unofficial euroisation*».** Además de las mencionadas vinculaciones explícitas e implícitas con el euro, algunos de estos países de la Europa central, oriental y sudoriental, como Albania, Bosnia y Herzegovina, Macedonia, Serbia o Turquía sustituyen frecuentemente su moneda local por el euro de una forma no oficial como depósito de valor, pero también como medio de pago y unidad de cuenta. Este fenómeno tan extendido de forma no oficial viene explicado por factores como la mayor incertidumbre y la falta de confianza en la moneda local, las relaciones comerciales de estas regiones con la ZE, los movimientos migratorios o las remesas, sin embargo, no está exento de riesgos. La *euroización* no oficial es un riesgo de estabilidad financiera para estas regiones en caso de fluctuaciones bruscas del tipo de cambio y limita el margen de maniobra de su política monetaria, por ello, estos países están haciendo esfuerzos para aumentar el uso de su moneda nacional, aunque todavía la *des-euroización* es lenta y concentrada principalmente en los préstamos.

TABLA 1.
REGÍMENES CAMBIARIOS VINCULADOS AL EURO
(última información oficial disponible a diciembre 2017)

Países y territorios con régimen cambiario vinculado al euro
(datos de finales de abril de 2017)

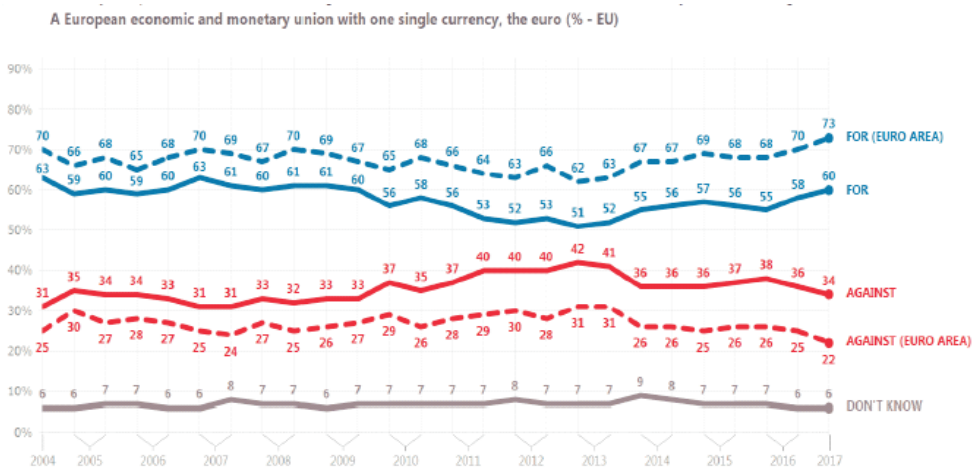
Región	Regímenes cambiarios	País	Estrategia de política monetaria
UE (no ZE)	ERM II	Dinamarca	Sistema cambiario ancla
	Régimen de convertibilidad	Bulgaria	Sistema cambiario ancla
	Sistema de «Managed floating»	Croacia	Sistema cambiario ancla
	Sistema de «Managed floating» con el euro como moneda de referencia	República Checa, Rumanía	Estabilidad de precios
	Pro memoria: Sistema de flotación libre con objetivo de inflación	Hungría, Polonia, Suecia, Reino Unido	Estabilidad de precios
Países candidatos y potenciales candidatos	Euroización unilateral	Kosovo, Montenegro	Sistema cambiario ancla
	Régimen de convertibilidad	Bosnia y Herzegovina	Sistema cambiario ancla
	Sistema soft-peg de tipo de cambio fijo con bandas con el euro como referencia	Macedonia	Sistema cambiario ancla
	Sistema de flotación or «managed floating»	Albania, Serbia, Turquía	Estabilidad de precios
Otros	Euroización	Microestados europeos, territorios de ultramar franceses	Sistema cambiario ancla
	Tipo de cambio fijo convencional, vinculado al euro	WAEMU, CEMAC, CFP, Cabo Verde, Comoras y Santo Tomé y Príncipe	Sistema cambiario ancla
	Sistema de «Managed floating» con el euro en la cesta de divisas utilizadas	Singapur	Sistema cambiario ancla
	«Crawl-like arragement» vinculado al euro	Botsuana, Irán	Sistema cambiario ancla
	«Pegs» y «managed floats» basados en el DEG (Derechos Especiales de Giro) y otras cestas de monedas que incluyen al euro	Argelia, Bielorrusia, China	Objetivo agregado monetario
		Fiji, Kuwait, Libia, Marruecos, Samoa, Siria	Sistema cambiario ancla
		Azerbaiyán, Suiza, Vanuatu	Otro

Fuente: Bancos Centrales, BCE y FMI.

3.3.4. *LA IMPORTANCIA DE LA CONFIANZA EN EL EURO*

Según el último Eurobarómetro publicado por la CE en la primavera de 2017, ha aumentado el optimismo sobre la UE. En concreto, el 56% de los europeos se muestran optimistas sobre el futuro de la UE, lo que supone un incremento de seis pp en comparación con el otoño de 2016. En lo que respecta al euro (gráfico 11), cerca de tres cuartas partes de los encuestados en la ZE apoyan el euro (73%), lo que significa un aumento de 3 pp y es la puntuación más alta desde el otoño de 2004. En seis países un 80%, o más, de los encuestados apoya el euro: Eslovaquia, Alemania, Estonia, Irlanda, Eslovenia y Luxemburgo.

GRÁFICO 11.
APOYO AL EURO SEGÚN EL EUROBARÓMETRO DE PRIMAVERA 2017



Fuente: Eurobarómetro de primavera de 2017, CE.

Los resultados de esta encuesta dan soporte al proyecto europeo un año después del voto a favor de la salida de RU del bloque común y a pesar del auge del euroescepticismo en algunos países. También demuestran que no sólo se ha mantenido la confianza en la UE si no que ha crecido, prevaleciendo un fuerte apoyo al euro. No obstante, las corrientes contrarias al euro han seguido estando presentes en Europa, lo que debería llevar a una reflexión sobre el futuro de la UE y de la UEM y dar lugar a un mayor fortalecimiento de los fundamentos en los que se basa la Unión en el corto y medio plazo. Fortalecer el marco de gobernanza, encauzar los desequilibrios acumulados, dar prioridad a una auténtica integración financiera de las economías del área del euro y avanzar hacia elementos comunes de estabilización fiscal son acciones claves para evitar que futuras perturbaciones pongan en entredicho al proyecto europeo y a la moneda única.

Además del Eurobarómetro comentado, el BCE hace un seguimiento de la encuesta que realiza el Banco Central austriaco (OeNB) sobre el euro y de los envíos de billetes de euros a destinos fuera de la ZE que analizamos a continuación.

ENCUESTA OENB

El Banco Central austriaco (OeNB) lleva a cabo una encuesta anual de hogares sobre la confianza y el uso del euro en los países de Europa Central, Oriental y Sudeste. La combinación de datos micro de la encuesta OeNB Euro sobre las tenencias de efectivo en euros y los datos macro de los depósitos en moneda extranjera de los hogares permite a los investigadores obtener una medida global del grado de *euroización* en las economías de estos países. Esta medida es el resultado de la ratio entre la suma de las tenencias per cápita de efectivo en euros y los depósitos per cápita en moneda extranjera sobre la suma total del efectivo y los depósitos (véase Scheiber y Stix, 2009).

En la mayoría de los países se ha registrado una senda descendente del *Índice de euroización* en los últimos años, lo que está en línea con la idea que señala el BCE (2017) en su informe: «La mayoría de los países candidatos y potenciales candidatos a la UE han reconocido los riesgos y limitaciones relacionados con un alto grado de *euroización* no oficial y están haciendo esfuerzos para promover el uso de la moneda local». No obstante, la confianza que los hogares de estos países tienen sobre la moneda comunitaria en relación con su moneda nacional está mejorando después del deterioro experimentado durante la crisis, ante las expectativas de depreciación del euro y los temores por la crisis de deuda soberana de aquel momento.

ENVÍOS NETOS DE BILLETES DE EUROS A DESTINOS FUERA DE LA ZE

El envío neto de billetes de euros a destinos fuera de la ZE disminuyó en el último período considerado, reflejando un descenso de la demanda exterior de billetes de euros en 2016 y rompiendo, de esta forma, con la senda de crecimiento registrada desde principios de 2011. El BCE (2017) ofrece varias explicaciones a este hecho.

En primer lugar, los esfuerzos ya señalados de ciertos países de la Europa central, oriental y sudoriental por reducir su vinculación con la moneda comunitaria (lo que el BCE denomina «*de-euroisation*») con el objetivo de mitigar los riesgos de estabilidad financiera que podrían darse en estas economías *euroizadas* de forma no oficial. También señala como posibles factores influyentes en esta caída de los envíos netos de billetes, el anuncio en mayo de 2016 del Consejo de Gobierno del BCE de poner fin a la producción de los billetes de 500€, o el predominio de tipos de interés negativos en los depósitos en euros. Por último, el BCE admite que los datos sobre envíos de billetes

[9] Las tenencias de reservas denominadas en yuanes son publicadas por el FMI por primera vez desde el cuarto trimestre de 2016, tras ser incluida esta moneda en la cesta de los DEG en octubre de 2016.

oficiales sólo recogen los flujos transfronterizos observados y que un nuevo método de estimación indirecta[10] que intenta cuantificar los flujos transfronterizos no observados de billetes combinando la información observada sobre la circulación dentro del país, la circulación de monedas y ciertos supuestos sobre los factores potenciales detrás de esos flujos, sugiere que la circulación real de billetes fuera de la ZE podría ser mucho mayor. En concreto, la estimación del BCE con este método asciende a 341.000 millones de euros en billetes al final de 2016, casi el doble a lo indicado por los envíos netos observados de billetes en esa fecha.

3.4. EL EURO COMO MONEDA PARALELA: DEPÓSITOS Y PRÉSTAMOS EN EUROS

Depósitos

El total de depósitos mundiales se mantuvo bastante estable en 2016 a tipo de cambio corriente, y, en particular, los denominados en euros pasaron de 1.646 mm de dólares en 2015 a 1.630 mm $ en 2016, de manera que siguieron bastante por debajo del nivel en el que se encontraban al inicio de la crisis en 2007 (1.980 mm $).

En términos porcentuales respecto al total de depósitos en el mundo y a precios constantes, los depósitos en euros se mantuvieron estables en 2016 en el 23,4%, mientras que los depósitos en dólares aumentaron del 55,3% de 2015 al 56,6% de 2016, de forma que la moneda estadounidense siguió consolidando su primera posición en los depósitos internacionales. Así, el peso relativo en los depósitos en euros siguió siendo débil, lo que podría explicarse por la depreciación del euro frente al dólar durante el año 2016 y por el hecho de que el BCE no sólo mantuvo en terreno negativo el tipo de interés aplicado a los depósitos sino que lo volvió a disminuir en marzo de 2016 hasta el nivel histórico del –0,40% en el que se mantiene en 2017, lo que podría estar desincentivando los depósitos en euros.

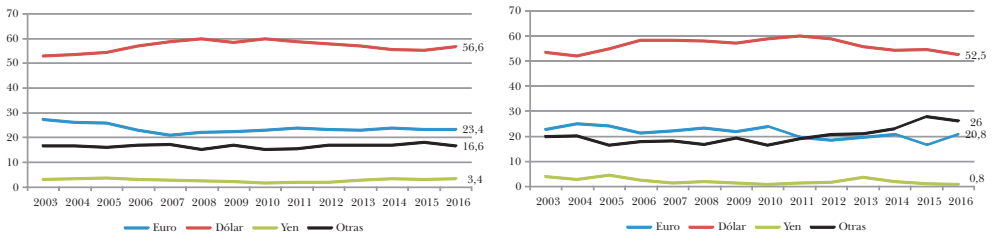
Por su parte, el yen japonés aumentó ligeramente su participación en el total de depósitos mundiales del 3,2% en 2015 al 3,4% en 2016. El grupo «otras divisas», entre las que se incluye la moneda china, disminuyó su peso del 18,1% al 16,6%. El descenso en este grupo vendría explicado principalmente por la depreciación del yuan chino a lo largo de 2016 y por el elevado endeudamiento y otros riesgos financieros que presenta la economía china, lo que habría dado lugar a una disminución de los depósitos mundiales en yuanes.

Teniendo en cuenta sólo los depósitos de fuera de la ZE, la proporción de depósitos denominados en euros sí ha aumentado en este caso, del 16,4% al 20,8% en 2016, tras la caída de 2015 y en contraposición con el suave descenso experimentado por el resto de las divisas, lo que implica en general un cierto incremento de la confianza en la

[10] Para conocer más detalles sobre este método ver la nota de prensa del BCE «Estimation of euro currency in circulation outside the euro area», abril de 2017.

divisa europea en detrimento de otras monedas extranjeras. No obstante, fuera de la ZE, los depósitos en euros (20,8%) siguieron situándose claramente por detrás de los de dólares (52,5% en 2016). Fuera de la ZE, los depósitos de «otras divisas» supusieron el 26%. Los correspondientes en yuanes representan sólo el 0,8% del total de depósitos fuera de la ZE.

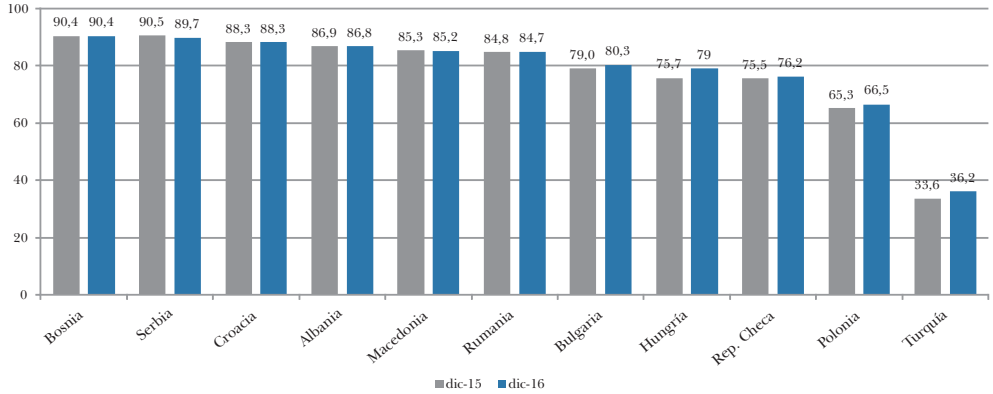
GRÁFICO 12.
DEPÓSITOS POR TIPO DE DIVISA: EN EL MUNDO (IZDA.) Y FUERA DE LA ZE A PRESTATARIOS FUERA DE LA ZE (DCHA.)
(Datos en porcentaje, a tipo de cambio constante, final del período)



Fuente: BCE (2017).

Si restringimos nuestro análisis a un conjunto de países del este de Europa, miembros de la UE, candidatos y potenciales candidatos (gráfico 13), podemos comprobar que el porcentaje de depósitos en euros con respecto al total de sus depósitos en moneda extranjera es muy elevado en la mayoría de estos países considerados. Así, se sitúa por encima del 80% en Bosnia, Serbia, Croacia, Albania, Macedonia, Rumanía y Bulgaria, 79% en Hungría y 76,2% en República Checa, mientras que en Polonia y Turquía se encuentran en valores inferiores (66,5% y 36,2%, respectivamente). A diferencia del año 2015 cuando la proporción de depósitos en euros respecto al total de sus depósitos en moneda extranjera disminuyó en todos estos países, los últimos datos del BCE (2017) nos muestran un aumento en varios de los países en 2016. En concreto, en Bulgaria, República Checa, Hungría, Polonia y Turquía aumentó la proporción de sus depósitos en euros, siendo todos ellos Estados miembros de la UE, salvo Turquía, lo que muestra, de nuevo, que estos países siguieron confiando en la moneda europea para formalizar sus depósitos. De hecho, el cómputo total es favorable para el euro, pues el porcentaje de los depósitos en euros sobre los depósitos en moneda extranjera para este conjunto de países del este ha aumentado del 77,8% en 2015 al 78,5% en 2016, mientras que en 2015 había disminuido.

GRÁFICO 13.
PORCENTAJE DE DEPÓSITO EN EUROS EN PAÍSES NO MIEMBROS DE LA UEM Y EN PAÍSES CANDIDATOS/POTENCIALES CANDIDATOS
(Como porcentanje de los depósitos en moneda extranjera)



Fuente: BCE (2017).

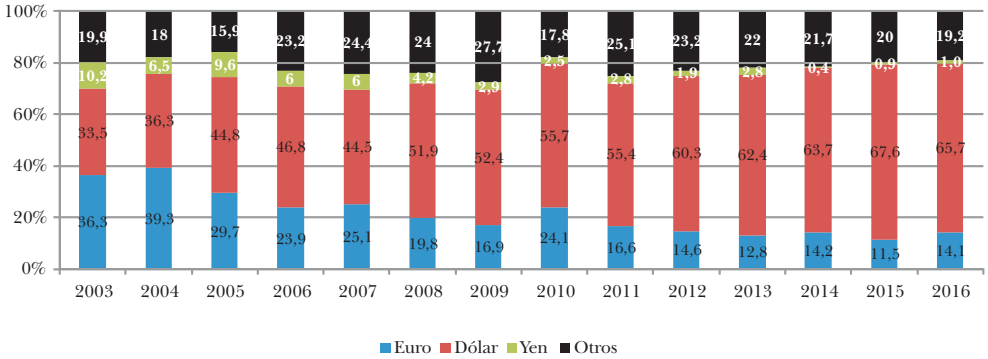
Préstamos

El esfuerzo de las economías de la ZE para reducir sus niveles de deuda tras la crisis ha continuado en 2016, pues el volumen total de préstamos denominados en euros ha continuado disminuyendo en 2016, tras haber descendido de forma ininterrumpida desde 2012 a precios corrientes. No obstante, el descenso ha sido suave, de 1.475 mm de dólares a precios corrientes en 2015 a 1.449 mm $ en 2016. Mientras, en porcentaje con respecto al total de préstamos y a precios constantes, los préstamos denominados en euros representaron el 21,3% al final de 2016, dos décimas por debajo del dato registrado en 2015 (21,5%). Por tanto, en términos de préstamos totales, el euro continúa por detrás del dólar, el cual aumentó su peso desde el 58,5% en 2015 al 59,1% en 2016 y ha seguido una tendencia creciente en los últimos años, a diferencia de la moneda europea. Estos datos demuestran la necesidad de la ZE de seguir trabajando en la culminación de la Unión Bancaria y en la profundización de la Unión de los Mercados de Capitales para ayudar a promover los préstamos en euros a hogares y empresas dentro y fuera de la ZE, como advierte el BCE en su informe de este año «The international role of the euro».

Atendiendo únicamente a los préstamos que se realizan fuera de la ZE, el peso relativo del euro aumentó del 11,5% de 2015 a un 14,1% en 2016, como se ve en el gráfico 14, mientras que el dólar y el conjunto de «otras divisas» recortaron su peso en 2016. Por tanto, al igual que ocurría en los depósitos fuera de la ZE, el euro comienza a recuperar parte de su papel como divisa para los préstamos fuera de la ZE aunque lo haga lentamente (el porcentaje de préstamos en euros fuera de la ZE en 2007 era del 25,1%) y aún se encuentre claramente por detrás del dólar (65,7%). Por su parte, el grupo de «otras divisas» supuso el 19,2% del total en 2016. En cualquier caso, esta mejora en la importancia del euro en los depósitos y préstamos fuera de la ZE vendría explicada, entre otros factores, por una favorable visión de la economía de la UEM, gracias a la recuperación

sostenida que está experimentando en el último período y por el mantenimiento de los bajos tipos de interés en el caso de los préstamos.

GRÁFICO 14.
PRÉSTAMOS POR BANCOS DE FUERA DE LA ZE A PRESTATARIOS DE FUERA DE LA ZE
(Datos en porcentaje, a tipo de cambio constante, final del período)



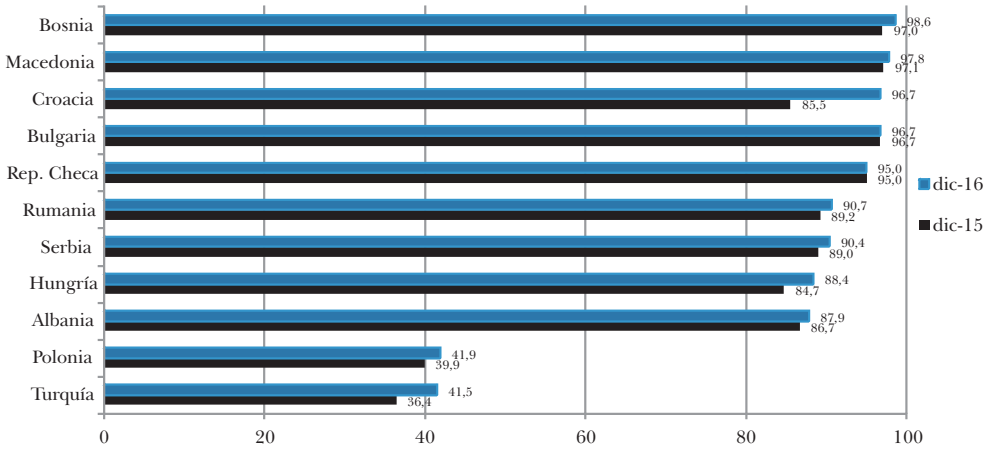
Fuente: BCE (2017).

No obstante, el BCE (2017) señala que las recomendaciones del «European Systemic Risk Board» (2011) dirigidas a controlar el exceso de préstamos en moneda extranjera para evitar riesgos financieros asociados a variaciones en los tipos de cambio, podrían estar condicionando la evolución del volumen de préstamos denominados en divisas fuera de la ZE. Los datos proporcionados por el BCE (2017) de préstamos denominados en moneda extranjera en varios países de la Europa del Este[11] son un ejemplo de este hecho, pues el volumen de estos préstamos cayó entre 2015 y 2016 en todos los países analizados (excepto en República Checa y en Turquía). Si analizamos, sin embargo, estos datos en términos porcentuales, la proporción de los préstamos denominados en euros sobre el total de préstamos en moneda extranjera sí evolucionó positivamente, al aumentar en todos los países con la excepción de Bulgaria y República Checa donde se mantuvieron. La mayoría de estos países tienen elevados porcentajes de préstamos en euros como se observa en el gráfico 15, por encima del 87%, menos Polonia y Hungría que, al igual que en 2015, son los países que poseen una cartera de préstamos en divisas con una menor cantidad de préstamos denominados en euros, sin llegar al 42% en sendos casos, pero que, como se ha señalado, aumentó con respecto a 2015. En promedio, la proporción de préstamos denominados en euros respecto al total de préstamos en moneda extranjera en estos países no miembros de la UEM, candidatos y potencia-

[11] Albania, Bosnia, Bulgaria, Croacia, Hungría, Macedonia, Polonia, República Checa, Rumanía, Serbia y Turquía.

les candidatos ha continuado creciendo en 2016, al igual que hemos visto en el caso de los depósitos, y se situó en el 84,1% desde el 81,6% en 2015.

GRÁFICO 15.
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: BCE (2017).

3.5. EL EURO EN LOS MERCADOS FINANCIEROS

A continuación se valora la evolución reciente del euro en los principales mercados (renta variable y fija, mercado monetario, de divisas y de derivados). El euro se mantuvo en el segundo puesto en la mayoría de los mercados considerados (sólo se mantuvo como la divisa más utilizada en el mercado de derivados de tipo de interés), si bien ocupa ese segundo puesto a una distancia mayor que el año anterior respecto del dólar, que consolida su predominio como principal divisa. Por detrás del euro, el yen japonés y la libra esterlina se consolidan en la tercera y cuarta posición en la mayoría de mercados, pero a una gran distancia del euro.

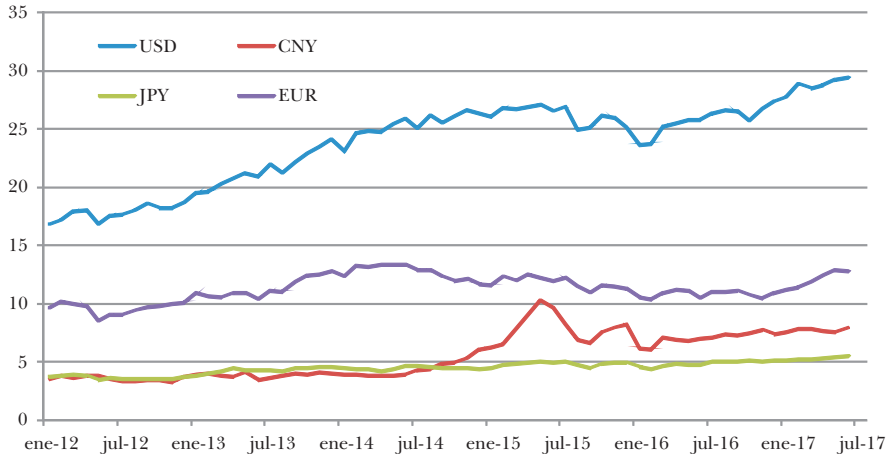
RENTA VARIABLE

De acuerdo con los datos publicados por la *World Federation of Exchanges*[12] sobre los mercados mundiales, los mercados de renta variable en dólares siguieron siendo clara-

[12] La World Federation of Exchanges es la asociación internacional que reúne a los principales mercados financieros.

mente preponderantes. El dólar no sólo siguió siendo mayoritario sino que durante el último año incluso amplió su hegemonía al ensanchar la distancia respecto del volumen total de los mercados en euros (gráfico 16). Así, mientras que el conjunto de los mercados en dólares alcanzaron a finales de junio de 2017 un volumen de capitalización por encima de los 29 millones de dólares (frente a los 26 billones de julio de 2016), el volumen total de los mercados en euros se quedó en cerca de 13 billones de dólares en junio de 2017 (11 billones en julio de 2016). Pese a la gran distancia, la capitalización de los mercados en euros ha crecido significativamente durante el último año, sin alcanzar en todo caso sus máximos de la primera mitad de 2014. Este aumento estuvo en gran medida motivado por la significativa mejoría operada tanto en el crecimiento como en las perspectivas económicas del conjunto de la ZE durante el último año.

GRÁFICO 16.
CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL POR DIVISAS
(en billones de dólares)



Fuente: BCE (2017).

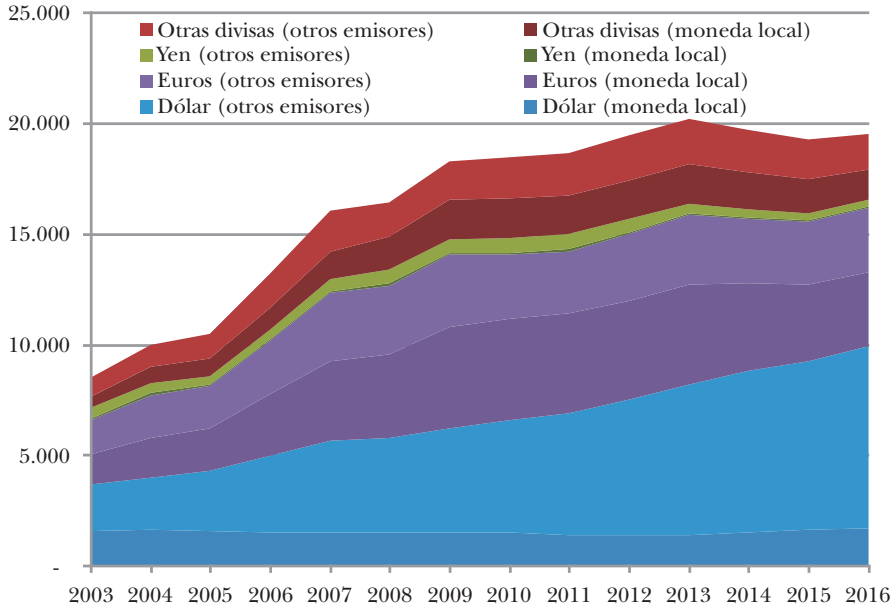
RENTA FIJA

Según datos del BCE sobre el stock total de deuda internacional vigente por divisas, al final de 2016 la deuda total mundial se situó en 19,52 billones de dólares[13] (19,24 billones a finales de 2015), de modo que el total se mantuvo relativamente estable (gráfico 17). De dicha cantidad, más de la mitad (50,9%) estuvo denominado en dólares, si bien la mayor parte de esa deuda fue emitida fuera de EE.UU., confirmando que el dólar siguió siendo muy atractivo para realizar emisiones de deuda para países con otra moneda local. Por su parte, la deuda denominada en euros supuso el 32% del volumen

[13] Dólares constantes, para evitar los efectos de las fluctuaciones de los tipos de cambio.

total de deuda mundial, si bien en el caso del euro más de la mitad de ese volumen fue emitido por países cuya moneda local es el euro, y aunque existe un volumen considerable de deuda emitida en euros por países con otras monedas locales, el dólar amplió diferencias con el euro en emisiones internacionales. Además, el volumen total de deuda emitida en dólares se incrementó en 2016 respecto del total de 2015 (sobre todo debido al incremento de emisiones fuera de EE.UU.), al contrario de lo sucedido con las emisiones totales en euros, cuyo volumen cayó ligeramente (debido al menor volumen total de deuda en euros emitida por países de la ZE, ya que la deuda emitida fuera de la ZE creció ligeramente). El volumen total de deuda en yenes y en otras divisas se redujo en 2016, si bien, en relación con estas otras divisas hay que reseñar que en los países emergentes cada vez se emite más deuda en su propia moneda local[14].

GRÁFICO 17.
TOTAL DE DEUDA POR DIVISAS
(en miles de millones de dólares)



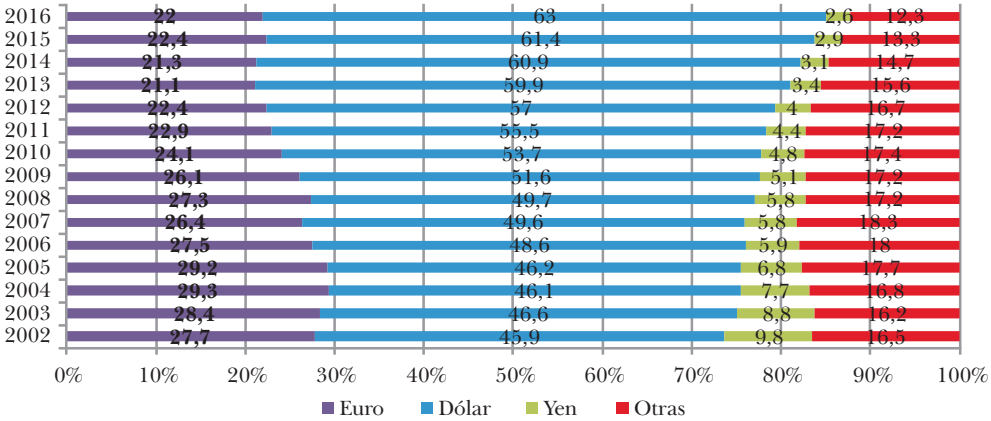
Fuente: World Federation of Exchanges.

El mayor uso del dólar para emisiones internacionales sobre cualquier otra divisa se aprecia aún más claramente si se toma la medida restrictiva del total de deuda[15] y se cal-

[14] En este sentido véase Hale et al. (2014).
[15] La medida restrictiva del BCE consiste en incluir únicamente la deuda emitida denominada en una moneda diferente a la de curso legal en el país de residencia del emisor de la deuda.

cula el porcentaje de cada divisa sobre el total. Las emisiones en dólares según esta medida restrictiva supusieron al término de 2016 un 63,0% del total de la deuda viva, por encima del 61,4% de final de 2015, mientras que el total de emisiones en euros se quedó a finales de 2016 en un 22% del total, por debajo del 22,4% con que se finalizó 2015. Este descenso del peso del euro truncó una línea de dos años de incrementos en el peso de la divisa europea y deja al euro muy lejos del 29,3% que llegó a alcanzar a final de 2004. Desde ese máximo el euro ha perdido más de 7 puntos de peso mientras que el dólar ganó casi 17 puntos en idéntico período. Por su parte el yen también siguió perdiendo peso en 2016 al acabar el año suponiendo un 2,6% del total (por debajo del 2,9% de 2015 y muy lejos del 9,8% de 2002), al igual que sucedió con el agregado del resto de divisas, cuya participación se situó en 2016 en el 12,3% (por debajo del 13,3% de un año antes) dentro de una tendencia igualmente a la baja.

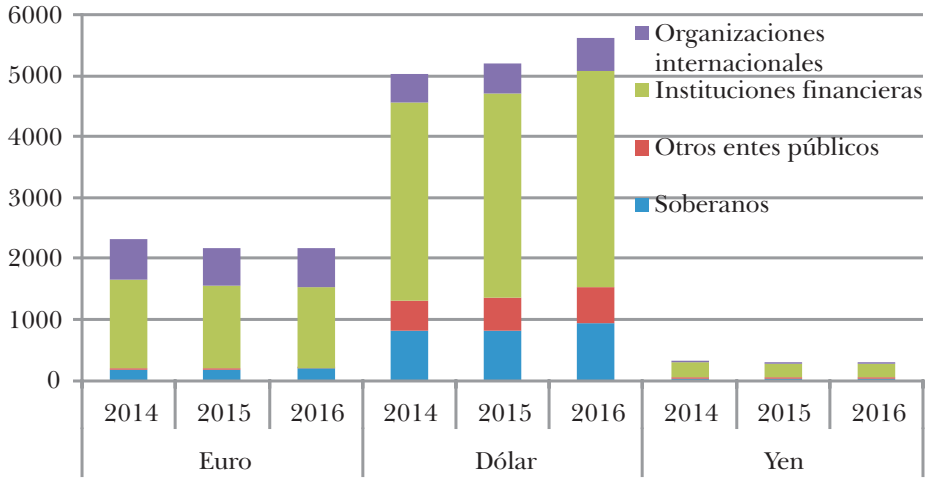
GRÁFICO 18.
PROPORCIÓN DE LA DEUDA INTERNACIONAL POR DIVISAS
(Medida restrictiva, a tipo de cambio constante)



Fuente: BCE (2017).

El BCE también publicó datos sobre los bonos y billetes existentes denominados en cada divisa (gráfico 19). También en esta estadística el dólar se impuso al euro (es de reseñar la preponderancia de bonos emitidos por instituciones financieras sobre cualquier otro emisor), siendo la tendencia global análoga a la del conjunto de instrumentos de deuda, ya que, mientras los bonos en dólares mantienen una tendencia creciente, los bonos en euros se mantienen o incluso se reducen durante los últimos años. Dentro de este predominio de bonos en dólares, si se atiende a los bonos emitidos por organizaciones internacionales el euro es la divisa más utilizada: así, en 2016, los bonos en euros emitidos por organizaciones internacionales supusieron un total de 636 mil millones de dólares, frente a los 536 mil millones de los bonos en dólares.

GRÁFICO 19.
CUANTÍA DE LOS BONOS Y BILLETES EXISTENTES
(miles de millones de dólares constantes según sector)



Fuente: BCE (2017).

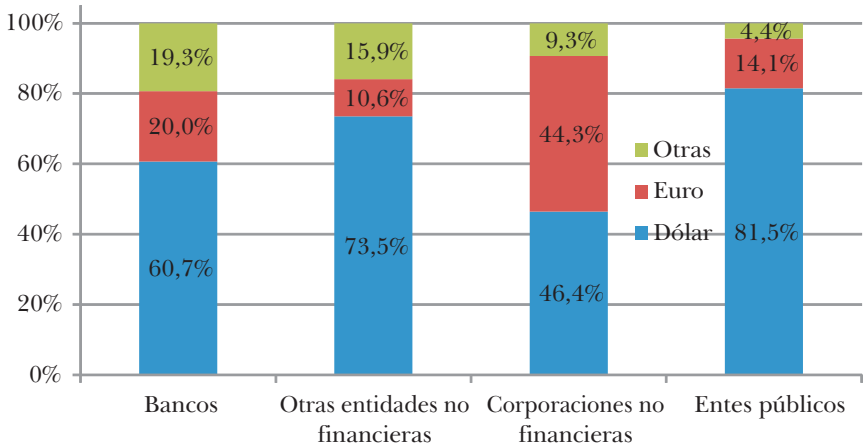
Dentro del análisis del stock de emisión de bonos por áreas geográficas, únicamente en el conjunto de países europeos que no forman parte de la ZE hay más bonos denominados en euros que en dólares. En todo el resto del mundo sucede al contrario.

Si se observan a continuación los flujos de emisión durante 2016 a partir de los datos del Banco de Pagos Internacionales (BIS), el dólar fue la divisa más utilizada en las nuevas emisiones (tabla 3). Así, del total de emisiones casi la mitad se emitió en deuda denominada en dólares. Si no se tienen en cuenta las monedas locales y se opera con la medida restrictiva, se observa que el dólar no sólo fue la divisa más utilizada en las nuevas emisiones durante 2016, sino que lo fue en todos los sectores observados (gráfico 20). De hecho, en bancos, otras entidades financieras y sector público, el dólar superó en 2016 al euro (y al resto de divisas) muy ampliamente en su participación sobre el total de emisiones, y únicamente en las corporaciones no financieras la participación del euro sobre el total se acercó a la del dólar, reflejando el atractivo del euro para las emisiones de empresas, en lo que cabe suponer cierta influencia a la política de compra de estos activos vigente en la ZE.

TABLA 2
EMISIONES DE DEUDA EN 2016 (en billones de dólares)

	EMISIÓN BRUTA	FLUJO NETO
TOTAL EMITIDO	5,195	0,7325
Moneda local	1,572	0,0494
Dólares	2,3572	0,6321
Euro	0,6881	0,1003
Otros	0,5775	-0,0495

GRÁFICO 20.
PARTICIPACIÓN POR DIVISAS EN LAS EMISIONES DE 2016 POR COLECTIVOS



Fuente: BIS (2017).

A partir de estos datos se comprueba que en 2016 se mantuvo la tendencia según la cual las emisiones en euros siguieron perdiendo atractivo respecto de las emisiones en dólares, tal y como se apuntaba y explicaba con más detalle en el informe del año pasado[16].

MERCADO MONETARIO

El BIS publica cada año estadísticas sobre los volúmenes y número de operaciones en cada uno de los sistemas de pagos internacionales (para el presente artículo se dispone de datos hasta el año 2015), de modo que es posible establecer una comparación entre

[16] Navarro et al (2016).

divisas a partir de los principales sistemas, partiendo del hecho de que los principales sistemas de cada área geográfica utilizan su moneda local para la liquidación de las operaciones[17]. Es preciso recordar que el BIS ofrece sus cifras en dólares corrientes (convierte las cifras a dólares de acuerdo con la media del tipo de cambio de cada año), de modo que la interpretación de descensos o incrementos se complica en el caso de los sistemas que no utilizan el dólar como moneda de referencia, pues las oscilaciones en ocasiones se deben a oscilaciones de los tipos de cambio y no a la mayor capacidad de atracción de uno u otro sistema. Para solventar dicha limitación, además de los datos del importe total de cada sistema, se ofrecerán cifras relativas al número de operaciones procesadas por cada sistema.

Según datos del BIS, el sistema europeo TARGET[18] se mantuvo como el principal sistema de pagos tanto en número de transacciones como en valor de las mismas[19]. No obstante, tanto en términos del valor total de las transacciones como también, aunque en menor medida, en términos de número de transacciones (gráficos 21 y 22), TARGET mantiene una línea descendente, mientras que los sistemas de EE.UU. (especialmente FEDWIRE, gestionado por la Fed) muestran una línea de crecimiento. Los sistemas privados de la UE y EE.UU. (EURO 1 y CHIPS) muestran un comportamiento similar al de sus homólogos promovidos por sus respectivos bancos centrales. Los principales sistemas de pagos del RU (CHAPS) y de Japón (BOJ-NET) se mantuvieron en niveles muy alejados de los anteriores sistemas.

En relación con el número de transacciones realizadas, los principales sistemas de EE.UU. (en dólares) sumaron 253 millones de transacciones en 2015 frente a 244 millones en 2014. Por su parte, los sistemas europeos (en euros), se quedaron en 2015 en 215 millones de transacciones (216 millones en 2014). Por sistemas, mientras que en EE.UU. tanto FEDWIRE como CHIPS crecieron en número de transacciones entre 2014 y 2015 (aunque creció en mayor medida el primero), en Europa aunque el total de transacciones se mantuvo casi estable, se observó un aumento de casi 2 millones de transacciones en TARGET frente a un descenso de más de 2 millones de transacciones en EURO1.

---

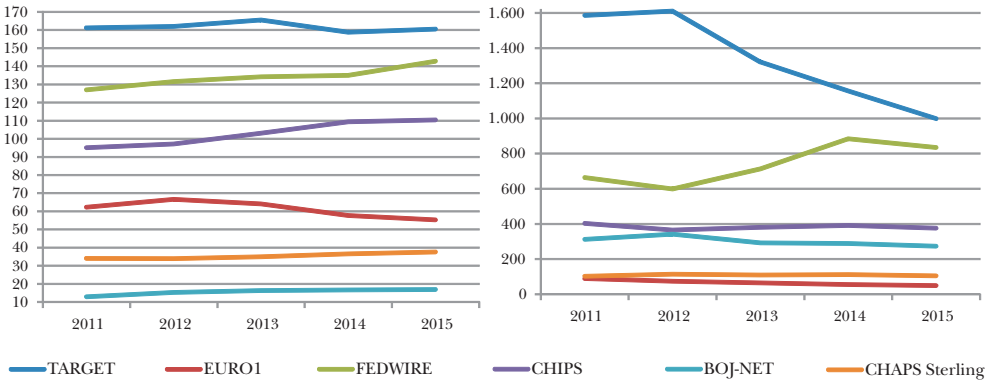
[17] En Europa, desde 2008, el euro es moneda de referencia dentro de la SEPA (*Single Euro Payment Area*), que incluye la UE, Islandia, Noruega y Suiza.

[18] El conjunto de sistemas TARGET ha sido creado y es gestionado desde el BCE-Eurosistema. TARGET es el acrónimo de *Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system*. Desde 2008 está operativo TARGET2, que supone la segunda generación de este sistema de pagos y que reemplazó el original sistema TARGET, creado en 1999. El conjunto del sistema sigue avanzando hacia una mayor integración, destacando durante el último año los avances en su rama de liquidación de valores en TARGET2 Securities. TARGET2-Securities (T2S) es la plataforma del Eurosistema para la liquidación centralizada de valores en dinero de banco central. T2S ofrece a los depositarios centrales de valores europeos un servicio de liquidación integrado, neutral, transfronterizo y con funcionalidades avanzadas. T2S armoniza los procesos de liquidación en Europa y equipara la liquidación transfronteriza a la nacional, facilitando una gestión más barata, sencilla y eficiente de las operaciones de valores transfronterizas en la UE. Con ello, los inversores pueden diversificar más sus carteras y los emisores acceder a una base inversora mayor. La plataforma comenzó a funcionar en junio de 2015 y desde entonces 20 depositarios centrales de valores de toda Europa (entre ellos la española BME) se han incorporado a la plataforma con sus respectivos mercados de valores. El 18 de septiembre de 2017 culminó la migración a T2S con la incorporación del depositario central de valores español, Iberclear.

[19] El sistema CLS no se considera en esta clasificación ya que se orienta principalmente a los cambios de divisas, de modo que opera con multitud de divisas, en contraste con los mecanismos considerados en este artículo, que concentran su funcionamiento en una única divisa.

En términos de volúmenes gestionados por sistemas, tanto la suma de los dos sistemas principales de EE.UU. como de sus homólogos europeos arroja caídas (mayores en el caso europeo), si bien hay que tener en cuenta que el elemento tipo de cambio dificulta la interpretación de los datos en el caso de sistemas que no operan en dólares. Así, el volumen total de los sistemas de EE.UU. se situó en 2015 en 1.210 billones de dólares, 65 billones por debajo del volumen de 2014, pero sensiblemente por encima de los 1.048 billones de dólares gestionados por los sistemas europeos en 2015 (en el caso europeo el descenso respecto 2014 es de 162 billones). Tanto los dos principales sistemas de EE.UU. como los dos de Europa vieron cómo se redujo el volumen que gestionaron.

GRÁFICOS 21 Y 22.
NÚMERO DE TRANSACCIONES Y VALOR DE LAS TRANSACCIONES DE LOS PRINCIPALES SISTEMAS DE PAGOS INTERNACIONALES



Fuente: BIS (2016).

A nivel europeo, el sistema TARGET conserva una posición preeminente tanto en términos de número de transacciones como en volumen. En términos de transacciones, se ha mantenido entre 2011 y 2015 alrededor de los 160 millones de transacciones gestionadas, mientras que en volumen ha pasado de alrededor de 1.600 billones de dólares gestionados en 2011 y 2012 a 999 billones de dólares tramitados en 2015. Estas cifras superan muy ampliamente a las de su competidor EURO1, que en 2015 se quedó en 55 millones de transacciones realizadas por un importe total de cerca de 49 billones de dólares (la trayectoria de EURO1 en los últimos años es claramente descendente desde los 62 millones de transacciones por importe de 89 billones de dólares del año 2011).

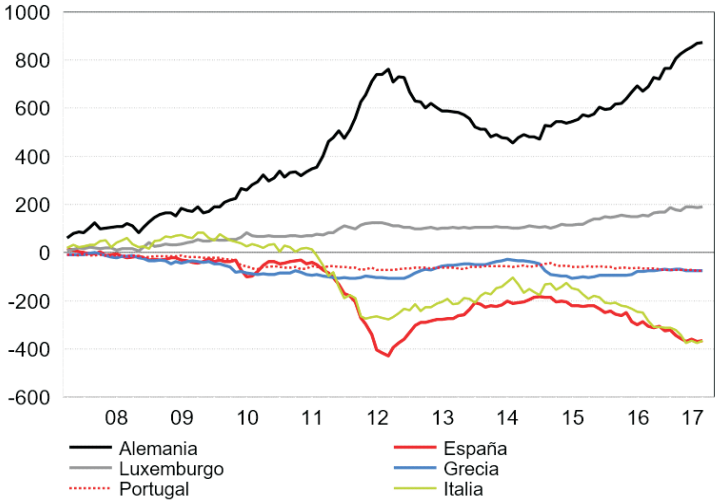
En 2016, según el informe anual del BCE sobre TARGET[20], ha proseguido la caída del volumen gestionado por TARGET (-5% respecto a 2015), si bien el número de operaciones se mantuvo sin variaciones. Según el BCE, el descenso del volumen gestionado

[20] *TARGET Annual Report 2016*, publicado por el BCE en mayo de 2017 https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb.targetar2016.en.pdf?45a0984578894290ca5228a5465fe81e

por TARGET durante los últimos años se debe en gran parte a la migración de una parte de sus operaciones a una nueva tecnología[21].

Dado que TARGET2 es el sistema de pagos dominante en Europa es relevante comentar los saldos generados dentro de TARGET según el país de origen de sus intervinientes. Es importante observar estos saldos ya que el sistema TARGET permite la reasignación de liquidez entre los bancos europeos de forma automática, de manera que numerosos trabajos académicos vieron este sistema de pagos (sobre todo durante las fases más agudas de fragmentación financiera) como un mecanismo que se acercaba a una vía de rescate para los países con mayores restricciones de liquidez. Es así pues TARGET permitiría canalizar ahorro desde los estados con exceso de liquidez hacia los estados con mayor necesidad de la misma. El gráfico 23 muestra que pese a la progresiva normalización, la situación de los países con saldo deudor y saldo acreedor está lejos de retornar a los niveles anteriores a 2008: Alemania y otros países como Luxemburgo han seguido aumentando hasta mitad de 2017 su saldo acreedor, mientras que, por el otro lado, España e Italia han incrementado su saldo deudor, si bien en el caso español aún no se ha vuelto a alcanzar el máximo de saldo deudor de 2012. Otros países como Portugal y Grecia también presentan saldos deudores, si bien su volumen aparece más estabilizado que en los casos español e italiano. Tras estos repuntes de los diferentes saldos se encuentran en gran medida los programas expansivos del BCE.

GRÁFICO 23.
POSICIÓN NETA FRENTE AL EUROSISTEMA
(en miles de millones de euros)



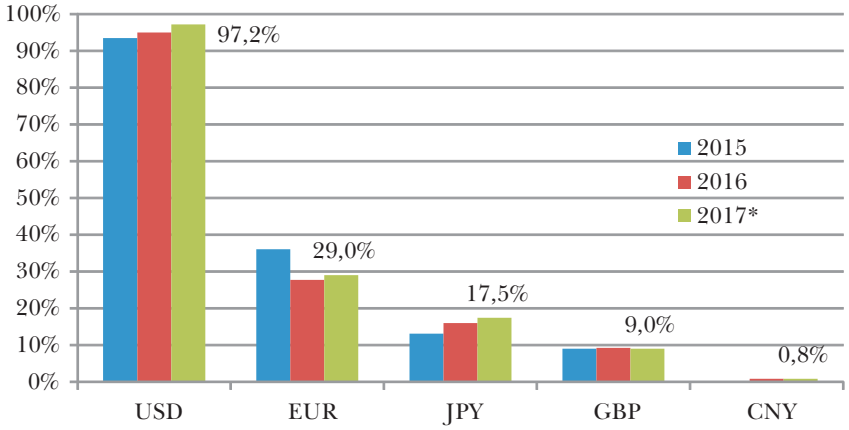
Fuente: Thomson Reuters Datastream.

[21] Esta tecnología hace que ya no sea necesario el uso de TARGET2 para los depositarios centralizados de valores (Central Securities Depositories o CSDs), de modo que sin ese cambio la caída sería menor.

MERCADO DE DIVISAS

En la edición de 2016 se comentaba la Encuesta trienal a bancos centrales sobre comercio exterior y mercados de derivados del BIS que incluía datos hasta abril de 2016 del uso de las divisas internacionales como contrapartida en las transacciones internacionales. Dado que la próxima edición de la encuesta será publicada por el BIS en 2019, en esta ocasión es preciso utilizar otra fuente de datos del propio BIS para comentar la evolución de las divisas en su uso como contrapartida, que si bien permite observar el uso de cada divisa, no permite clasificar el uso de divisas por pares. Así, se acude a los datos mensuales del BIS que recogen la cuantía media negociada cada día en los mercados internacionales, tomando datos hasta marzo de 2017. Según estos datos se observa que en el último año no se han alterado en demasía las tendencias apuntadas el año pasado (gráfico 24). Así, los últimos datos confirman que el dólar siguió siendo la divisa más utilizada con gran diferencia sobre el euro, que se mantuvo en segunda posición. Del mismo modo, el dólar confirmó su tendencia alcista, mientras que el euro frenó ligeramente el descenso del año pasado. Por su parte, el yen mantuvo una línea alcista y la libra esterlina mostró una gran estabilidad. En el gráfico se recoge el peso porcentual del yuan, que pese a no ser la quinta divisa en esta clasificación (divisas como la rupia india, el real brasileño, el dólar canadiense o el franco suizo la superan ampliamente), ha aparecido en 2016 con un 0,8% del total que se confirma en los primeros meses de 2017, siendo de prever que gane peso en esta tabla durante los próximos años.

GRÁFICO 24.
PARTICIPACIÓN DE LAS PRINCIPALES DIVISAS (en % del total) EN LAS TRANSACCIONES INTERNACIONALES



Fuente: BIS (2017).

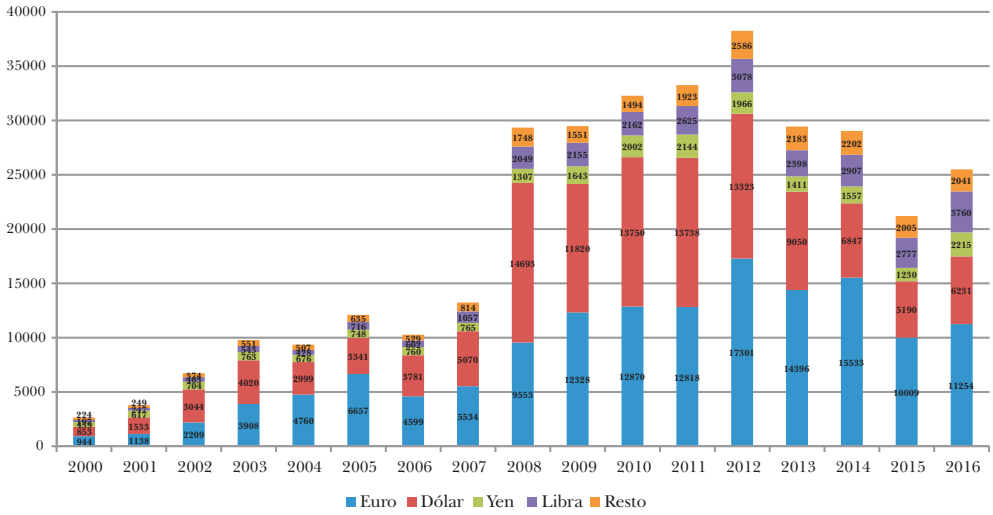
**Datos correspondientes al 1º trimestre. La suma del total de divisas es 200% dado que en cada operación se usan 2 divisas.*

En relación con los volúmenes totales negociados, en los primeros tres meses de 2017 la media de volumen diario negociado se mantuvo igual que en el conjunto de 2016 (en 2016 se produjo un descenso del 2,5% en el volumen medio diario respecto a 2015).

MERCADO DE DERIVADOS

En los mercados no organizados de derivados de tipos de interés el euro se mantuvo en 2016 como la divisa más utilizada. Entre 2015 y 2016 la utilización de las cuatro principales divisas consideradas (gráfico 25) creció de forma considerable (el conjunto del resto de divisas se mantuvo por el contrario prácticamente estable). Así el volumen total de este mercado de derivados creció en 2016 un 20,2% respecto de 2015, recuperando gran parte del volumen perdido en 2015 (en 2015 el volumen total cayó un 27,0% respecto de 2014). El euro creció en 2016 algo por debajo de la media (un 12,4% respecto del año anterior), mientras que el dólar creció prácticamente igual que el conjunto del mercado (20,1%). La libra (35,4%) y sobre todo el yen (80,1%) crecieron muy por encima de la media del mercado, mientras que todas las demás divisas crecieron de forma moderada (1,8%).

GRÁFICO 25.
VOLUMEN DE NEGOCIACIÓN EN MERCADOS OTC DE DERIVADOS DE TIPOS DE INTERÉS
(en miles de millones de dólares)

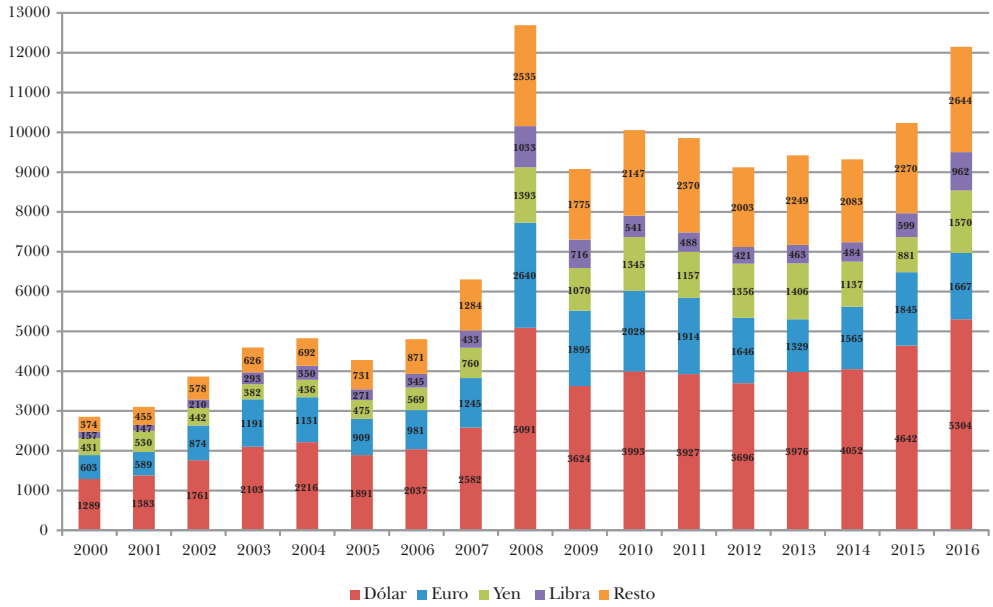


Fuente: BIS (2017).

En los mercados no organizados de derivados de tipos de cambio hubo un crecimiento muy significativo del volumen total de mercado en 2016 (20,8%), situándose muy

cerca del nivel máximo alcanzado en 2008 (gráfico 26). Pese al crecimiento del mercado, los instrumentos en euros cayeron un 9,6% en 2016, lo que unido al ascenso del 78,3% en 2016 del volumen de estos derivados en yenes, provocó que el volumen en euros y yenes se aproximase en gran medida, si bien el euro mantuvo su segunda posición en el mercado. El dólar se mantuvo con claridad como la divisa más utilizada e incluso amplió su distancia con el euro a partir del crecimiento de un 14,3% en su utilización en 2016. Por su parte, la libra es también en este mercado la cuarta divisa (además creció un 60,5% en 2016), mientras que el resto de divisas crecieron ligeramente por debajo del total del mercado (16,5%).

GRÁFICO 26.
VOLUMEN DE NEGOCIACIÓN EN MERCADOS OTC DE DERIVADOS DE TIPOS DE CAMBIO
(en miles de millones de dólares)



Fuente: BIS (2017).

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Banco Central austriaco, OeNB: «OeNB Euro Survey. The Euro in Central, Eastern and Southeastern Europe», Eurosystem, 2016.

Banco Central Europeo (2017): «TARGET Annual Report 2017», ECB, Eurosystem, mayo de 2017.

Banco Central Europeo (2017): «The international role of the euro», ECB, Eurosystem, julio de 2017.

Banco Central Europeo (2017): «Estimation of euro currency in circulation outside the euro area», ECB, Eurosystem, abril de 2017.

Banco Central Europeo (2016): «Understanding the weakness in global trade. What is the new normal», ECB, Eurosystem, septiembre de 2016.

Banco Central Europeo (2015): «Recent movements in the effective exchange rate of the euro», ECB, Eurosystem, Boletín Económico, Box 3, Issue 2, 2015.

Banco de España (2016): «Rasgos básicos», Informe Anual 2016, capítulo 1, pp. 15-58

Cœuré, B. (2017): «The transmission of the ECB's monetary policy in standard and non-standard times», speech at the workshop «Monetary policy in non-standard times», 11 de septiembre de 2017.

Comisión Europea (2017): «¿Primavera europea? El último Eurobarómetro estándar muestra un creciente optimismo», Eurobarómetro estándar nº 87, nota de prensa y anexo, agosto de 2017.

Consejo Europeo de Riesgo Sistémico (2011): «Recommendation of the European Systemic Risk Board of 21 September 2011 on lending in foreign currencies», Official Journal of the European Union, (ESRB/2011/1).

Georgiadis, G. y Mehl A. (2016), «Financial Globalization and Monetary Policy Effectiveness», Journal of International Economics, Vol.103, pp. 200-212, noviembre de 2016.

Hale G.B., Jones P. y Spiegel M.M. (2014): «Home Currency Issuance in Global Debt Markets», Federal Reserve Bank of San Francisco, Economic Letter 2014-24, 18 de Agosto de 2014.

HSBC y Central Banking publications (2017): «HSBC Reserve Management Trends 2017» y la nota de prensa disponible en http://www.centralbanking.com/central-banks/reserves/3222961/eurozone-instability-tops-reserve-manager-fears-survey.

Juncker, J.C. (2017), «Discurso sobre el Estado de la Unión 2017», 13 de septiembre de 2017.

Ministerio de Economía, Industria y Competitividad (2017): «El Sector Exterior en 2016», Boletín Económico de Información Comercial Española, No 3088, junio de 2017.

Navarro B., Gallego A. y Fernández M. (2016): «Una visión panorámica del papel del euro en el mundo», Anuario del Euro 2016, pp 59-98, Fundación de Estudios Financieros, enero 2017.

Organización Mundial del Comercio (2017): «Estadísticas y Perspectivas comerciales», nota de prensa 791, 12 de abril de 2017.

Scheiber T. y Stix H. (2009): «Euroization in Central, Eastern and Southeastern Europe – New Evidence on Its Extent and Some Evidence On Its Causes», ONB, Eurosystem, Working Paper 159, noviembre de 2009.

ANEXOS

ANEXO 1. COMPOSICIÓN DE LAS RESERVAS DE DIVISAS DE UNA SELECCIÓN DE PAÍSES NO MIEMBROS DE LA ZE

(Proporción de euros con respecto al total de reservas; porcentajes: a tipo de cambio corriente)

Miembros de la UE pero no de la UEM	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Bulgaria	99,9	99,9	100,0	93,2	99,5	99,5
Croacia	75,9	80,3	68,7	79,8	78,9	83,1
República Checa	60,1	58,7	69,5	52,6	51,2	53,8
Dinamarca	68,9	69,8	71,3	68,6	59,7	74,1
Polonia	30,4	30,9	30,7	33,1	28,3	27,3
Rumanía	77,8	73,0	65,9	75,0	79,5	77,9
Suecia	37,0	37,1	37,0	33,9	34,1	33,3
Reino Unido	59,1	60,4	59,6	55,1	50,7	43,9
Otras economías						
Canadá	37,0	34,9	31,9	26,8	22,5	19,7
Noruega	25,5	26,2	27,0	27,8	26,6	27,0
Rusia	42,1	40,4	41,5	46,1	40,1	39,9
Suiza	57,0	50,1	49,2	46,3	42,9	44,4
Estados Unidos	53,5	57,0	62,8	62,9	60,4	59,0
Chile	31,5	19,8	19,6	20,3	15,0	14,1
Perú	40,1	30,2	30,9	27,1	9,5	6,3

4. EL CAMINO DE LA NORMALIZACIÓN MONETARIA O CÓMO SALIR DE UNA POLÍTICA EXPANSIVA HETERODOXA

José Ramón Díez Guijarro[1]

EXECUTIVE SUMMARY

After several years bearing much of the weight of anti-cyclical economic policy, the European Central Bank finds itself at a turning point. Monetary policy is set to gradually normalise as the effects of the last financial crisis continue to wane and the European economy grows at some pace. The marked improvement in the euro area's economic situation over the last 12 months – which has been one of the greatest surprises in international affairs of the last year – drove GDP growth to over 2% and saw prices gradually rising, taking inflation to 1.5% and alleviating the risk of deflation. In other words, the region's nominal growth rate has doubled to around 4% in just a year. As a result, while it is clear that inflation has not hit the monetary authority's target (2%), economic conditions are far removed from those that required the use of unconventional measures in recent years. They therefore warrant continuing to tailor financial conditions to this new economic reality. Moreover, although it is unclear whether the supply-side shocks dragging down inflation will be short-lived, even if they are here to stay because they are related to structural changes in the economy, they will probably prompt central bank targets to be revised in the near future. In fact, the first monetary authority to set an inflation target (the Reserve Bank of New Zealand) is probably already analysing a possible revision. This will probably also involve including an employment target under the central bank's remit.

At the same time, central banks need to push ahead with their exit strategies over the coming 18 months, even if it is only with a view to managing risks prudently and therefore gaining some elbow room with regard to monetary policy looking forward. Given the current fiscal situation, it would not be the best option to dip into another recessionary period given balance sheet sizes and interest rates at present. It would also not help if anomalies that may be distorting agents' decision-making persist. These include the penalisation of banks' surplus liquidity in a climate in which businesses are not facing any difficulties in sourcing credit, or the extremely low (even negative) savings rates.

---

[1] Director Servicio de Estudios de Bankia y Profesor CUNEF e IE Business School.

Lastly, as the IMF recently highlighted, following in the tracks of the BIS, although the financial stability risk map has improved in the short term, the medium-term outlook shows heightened vulnerability. This is demonstrated by higher prices in securities market, compression of corporate bond spreads, and extremely low volatility. All this suggests a return to normal monetary policy is advisable, even though everyone understands that the definition of normality will be very different to before the crisis.

The extraordinary economic policies (in one direction or the other) are a response to special challenges and it is never easy to unwind them. In the case of monetary policy, the return journey is always rockier, especially when it is from uncharted territory as is the case now. The need for patience is also understandable if past errors are to be avoided, as long as interest rates are not highly decoupled from economic fundamentals This is because the challenge is for the markets to remain calm should they detect such a discrepancy. At this point in the expansionary phase of the cycle, financial stability should therefore gain increasingly more weight in the ECB's response function.

The difficulty lies in how to reverse the steps taken by central banks in recent years without triggering unwanted effects on the financial markets. The only precedent is the now prolonged – commencing in December 2013 – and uncertain phase of normalisation by the Fed, following Bernanke's major response to the financial crisis (which was three times greater than that following the Grand Depression) covered in one of the points in this article. Furthermore, there is the additional problem of what would happen if several of the main central banks tightened monetary policy at the same time. In this regard, one prerequisite to avoiding a messy return to normality will be for the main central banks act in concert and the right messages to be sent out, even if it is just to avoid any major imbalances in exchange rates that hinder managing the process.

Given the importance of communication, having a clear idea of where the natural rates of interest lie (the new norm) is crucial to then decide on how quickly to move towards them. However, if the maturity of the expansionary phase of the global economic cycle means it is unlikely this theoretical level will be reached – especially in the ECB's case – efforts would at least focus on regaining the maximum degrees of freedom possible. The second variable central banks must consider is what size of balance sheet would be ideal at the end of the process. We are undoubtedly facing a complex process, with practically no prior cases we can learn from. However, retracing out steps towards normalisation would only exacerbate the risk of central banks falling behind the curve.

4.1. INTRODUCCIÓN

Después de años asumiendo gran parte del peso de la política económica anticíclica, el Banco Central Europeo se encuentra en un momento de transición hacia una paulatina normalización de la política monetaria, una vez que se van restañando los efectos de la última crisis financiera y la economía europea va consolidando unos notables ritmos de crecimiento. La destacable mejora de la situación económica en la zona euro en los últimos

doce meses, que ha constituido una de las mayores sorpresas positivas de la coyuntura internacional en el último año, se ha traducido en una aceleración de los ritmos de crecimiento del PIB hasta superar el 2% y un progresivo alejamiento de los precios de la zona de riesgo deflacionista, hasta aproximarse al 1,5%. Es decir, prácticamente en un año, el crecimiento nominal en la región se ha duplicado, aproximándose a la zona del 4%. Por tanto, aunque es cierto que la inflación no termina de alcanzar el objetivo de la autoridad monetaria –2%–, las condiciones económicas son muy diferentes a las que exigieron aplicar medidas no convencionales en los últimos años y, por tanto, aconsejan ir adaptando las condiciones financieras a esa nueva realidad económica. Además, a pesar de que no está claro si los shocks de oferta que están arrastrando a la baja a la inflación son temporales, incluso en el caso de que hayan llegado para quedarse al estar relacionados con cambios estructurales en la economía, probablemente obligarán a replantearse los objetivos de los bancos centrales en un futuro próximo. De hecho, la primera autoridad monetaria que cuantificó el objetivo de inflación (Banco Central de Nueva Zelanda) estaría ya analizando una posible actualización del mismo, lo que probablemente supondrá añadir un objetivo de empleo al mandato del banco central.

Al mismo tiempo, aunque sólo sea con un criterio conservador de la gestión de riesgos y, por tanto, buscando recuperar algunos de los grados de libertad de la política monetaria de cara al futuro, los bancos centrales deben ir avanzando en los próximos 18 meses en las estrategias de salida. Con la situación fiscal actual, no sería lo más aconsejable entrar en una nueva fase recesiva con los tipos de interés y los tamaños de balance actuales. Ni tampoco extender en el tiempo anomalías que pueden estar distorsionando las decisiones de los agentes como: la penalización a los excesos de liquidez de los bancos en un contexto en el que las empresas no manifiestan problemas con la oferta de crédito o la bajísima –incluso negativa– remuneración del ahorro.

Finalmente, como ha puesto de manifiesto recientemente el FMI –siguiendo la estela del BIS–, aunque en el corto plazo ha mejorado el mapa de riesgos que determina la estabilidad financiera, con una visión de medio plazo se ha producido un aumento de la vulnerabilidad, evidenciada en las exigentes valoraciones existentes en los mercados de valores, en la comprensión de los spreads de los bonos corporativos o en los reducidísimos niveles de volatilidad. Todo ello hace aconsejable un retorno a lo normalidad de la política monetaria, independientemente de que todos entendamos que la definición de dicha normalidad distará mucho de la existente antes de la crisis.

Las políticas económicas extraordinarias (en uno u otro sentido) atienden a situaciones especiales y nunca es cómodo revertirlas. En el caso de la política monetaria, siempre es más difícil el camino de vuelta, especialmente, cuando se trata de retornar desde un territorio inexplorado como ocurre en la actualidad. De igual manera, es comprensible la paciencia para evitar errores del pasado, siempre que los niveles de tipos de interés no se encuentren muy desacoplados respecto a los fundamentos económicos. Porque lo complicado es conseguir que los mercados mantengan la calma si en algún momento detectan esa discrepancia. Por tanto, a estas alturas de la fase cíclica expansiva, la estabilidad financiera debería ir ganando protagonismo en la función de respuesta del BCE.

La dificultad estriba en como desandar el camino recorrido en los últimos años por parte de los bancos centrales, sin provocar efectos indeseados en los mercados

financieros. El único precedente está siendo la ya larga –empezó en diciembre de 2013– y dubitativa etapa de normalización de la FED, tras la intensa respuesta que aplicó Bernanke a la crisis financiera (tres veces superior a la aplicada tras la Gran Depresión) que se repasa en uno de los puntos del artículo. Teniendo en cuenta, además, la dificultad adicional que puede introducir la coincidencia de un endurecimiento de la política monetaria de varios de los principales bancos centrales. En este sentido, la condición necesaria para una vuelta a la normalidad no traumática será una adecuada comunicación, a la vez que una coordinación de los principales bancos centrales, aunque sólo sea para evitar desajustes importantes en los tipos de cambio que compliquen la gestión del proceso.

Siendo importante la comunicación, lo esencial es tener claro cuál es el nivel de tipos de interés neutrales (nueva normalidad), para después decidir el ritmo de aproximación. Ahora bien, si la madurez de la fase expansiva del ciclo global de actividad hace improbable alcanzar ese nivel teórico –sobre todo en el caso del BCE–, al menos se trataría de recuperar los máximos grados de libertad posibles. La segunda variable a considerar por parte de los bancos centrales es qué tamaño de balance sería el idóneo al final del proceso. Indudablemente, estamos ante un proceso complejo, sin prácticamente referentes a los que agarrarse, pero retrasar el camino de la normalización sólo aumentaría los riesgos de situar a los bancos centrales por detrás de la curva.

4.2. ¿DÓNDE NOS ENCONTRAMOS?

La situación de tipos de interés a la que se ha llegado en la UEM (y en otros países) seguramente hubiera sido considerada «imposible», si alguien hubiese planteado esa hipótesis no sólo hace veinte años, sino también a finales de la década pasada. Pero igual que la Gran Depresión y la estanflación de los 70 cambiaron la teoría macroeconómica y el signo de las políticas económicas de su tiempo, también la última crisis lo está haciendo, si consideramos tanto el papel preponderante que pasa a jugar el sistema financiero después de haber estado casi ausente de los modelos económicos, como la intensa utilización de la política monetaria como herramienta anticíclica.

En este sentido, el tipo de interés de las operaciones principales de financiación del BCE, o tipo repo como más coloquialmente se denomina, se sitúa en el mínimo histórico del 0% desde marzo de 2016. Aunque de alguna forma nos hemos acostumbrado a esta realidad, hay que empezar recordando que es una anomalía que los tipos de interés oficiales se sitúen en el 0% –aunque en algunos países, incluso, todavía se encuentran en zona negativa, como ocurre en Suiza, Suecia y Japón–, situación a la que se ha llegado intentando paliar los efectos de la crisis financiera y económica que comenzó hace ahora 10 años. Este recorrido se inició con el tipo repo en el 3,75% y con un BCE presidido por el francés Jean-Claude Trichet[2] que cometió el error de

[2] Ocupó la presidencia entre el 31 de octubre de 2003 y el 31 de octubre de 2011.

subirlo en dos ocasiones, un cuarto de punto en julio de 2008 y medio punto entre abril y julio de 2011.

Los otros tipos de interés sujetos a su control son los que constituyen el denominado «corredor de tipos de interés», formado por el tipo de interés de la Facilidad de Depósito –FdD– y el tipo de interés de la Facilidad de Crédito –FdC–. En la medida en que ambos están estrechamente vinculados al tipo repo, es obvio que también se sitúan actualmente en sus niveles mínimos históricos.

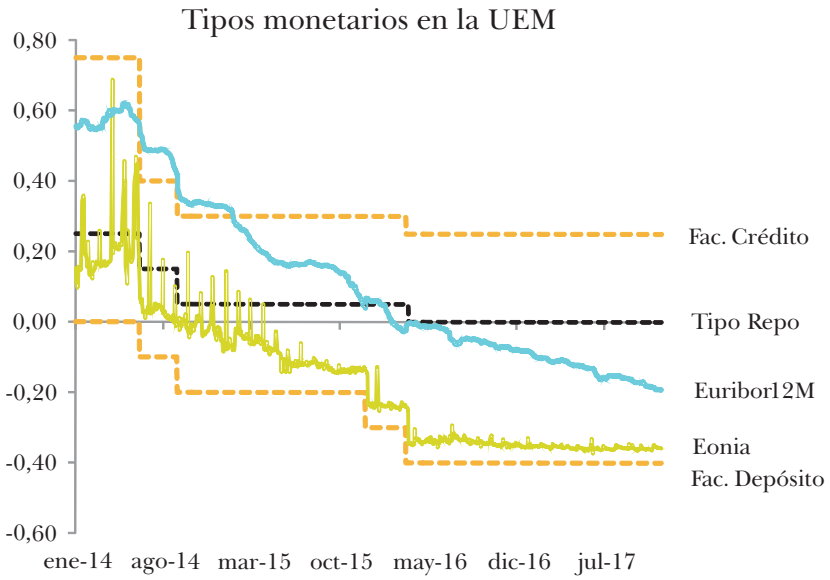
El BCE también ha hecho uso de esta herramienta en la gestión que ha llevado a cabo con la política monetaria. Así, antes de la crisis estos tipos de interés evolucionaban con un diferencial de 1 punto porcentual por encima y por debajo del tipo repo; es decir, cuando el tipo repo estaba en el 3,75%, el tipo de la FdD estaba en el 2,75% y el tipo de la FdC en el 4,75%. Los siguientes hitos que se produjeron en la gestión del corredor de tipos fueron:

- el tipo de interés de la FdD cae hasta el 0% en julio de 2012, es decir, no se retribuye la liquidez que los bancos dejan en el BCE;
- el diferencial simétrico se reduce progresivamente hasta ser de sólo 25 pb por encima y por debajo del tipo repo;
- el tipo de la FdD entra en territorio negativo en junio de 2014, donde aún permanece, pero en niveles aún más bajos (es decir, los bancos pagan al BCE por depositar sus excesos de liquidez en las cuentas que en él tienen abiertas); y
- la simetría del corredor se rompe definitivamente en diciembre de 2015, en una clara estrategia por hacer al tipo de la FdD más penalizador.

En la fecha actual, noviembre de 2017, los tipos de interés controlados por el BCE se sitúan en el 0% en el caso del repo, en el 0,25% el tipo de la FdC y en el –0,40% el tipo de la FdD (ver gráfico 1).

Es de suma importancia considerar que el elevado exceso de liquidez ha provocado que el tipo de la FdD pase a ser, de hecho, el nuevo tipo de referencia del BCE, desplazando de este papel al tipo repo. De esta forma, 1,85 billones de euros que tienen los bancos en el pasivo del BCE están sometidos a la penalización del tipo de la facilidad de depósito y, pese a ello, la cantidad no deja de aumentar desde enero de 2005. Ello explica que los tipos de interés de mercado a corto plazo se sitúen en niveles negativos (ver tabla 1).

GRÁFICO 1



Fuente: Bloomberg.

TABLA 1

TIPOS COTIZADOS A FUTURO				
05/11/2017	**1 DÍA**	**3M**	**6M**	**12M**
En 1 mes	-0,34	-0,33	-0,27	-0,18
En 3 meses	-0,36	-0,32	-0,26	-0,17
En 6 meses	-0,35	-0,32	-0,25	-0,14
En 1 año	-0,28	-0,29	-0,19	-0,04
En 2 años	-0,04	--	--	--
En 3 años	0,24	--	--	--
En 4 años	0,49	--	--	--
En 5 años	0,78	--	--	--
Tipos a 1 día son implícitos de la curva OIS. Tipos a 3, 6 y 12 meses son cotizaciones FRA.				

Tipos a 1 día son implícitos de la curva CIS.
Tipos a 3, 6 y 12 meses son cotizaciones FRA.
Fuente: Bloomberg.

Pero, además de actuar sobre el precio del dinero, el BCE fue poniendo en marcha todo tipo de medidas de las consideradas convencionales –ampliación de la gama de

colaterales, subastas de liquidez ilimitada, préstamos a largo plazo, etc– hasta que no tuvo más remedio que poner en práctica otras de carácter «menos convencional». Su legalidad aún es cuestionada por países como Alemania, cuyo Tribunal Constitucional[3] remitió en agosto pasado al Tribunal de Justicia de la Unión Europea sus dudas sobre el programa de compra de deuda pública, el denominado «Plan Draghi», al considerar que podría haber excedido con ello su mandato institucional.

El Plan Draghi consiste en ampliar la liquidez inyectada al sistema mediante la compra, bajo condiciones, de una lista concreta de activos financieros. Con ello, además de ampliar todo lo necesario la liquidez en circulación, se logra estabilizar el precio de tales activos y mejorar sus condiciones de negociación en los mercados secundarios. La primera lista de activos pecó de poco ambiciosa (cédulas hipotecarias), por lo que se tuvo que ir ampliando hasta llegar al activo estrella, la deuda pública soberana, y, más tarde, a los bonos corporativos con rating de inversión. Pero, igual que se tuvo que ampliar la lista de activos susceptibles de ser comprados, también se tuvo que hacer otro tanto con el volumen del programa de compras.

TABLA 2

COMPRAS POR CLASE DE ACTIVO (QE)		
	Ritmo (*) mensual	**Media (**) desde abr/17**
Deuda Pública	48.475	48.412
Titulizaciones	969	122
Cédulas hipot.	4.453	3.046
Deuda privada n.f.	6.560	6.538
	60.457	58.118

(*) Ritmo mensual = suma de las compras últimas 4 semanas.

(**) Media mensual desde que en abril se reduce a 60.000 MM.

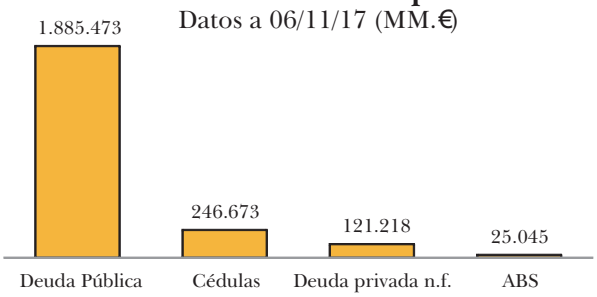
Fuente: Blooberg y Bankia Estudias.

[3] Esta actuación es similar a la adoptada en 2014, cuando el Constitucional alemán decidió someter al Tribunal de Justicia de la Unión Europa –TJUE– la legitimidad del programa OMT del BCE de enero de 2012, según el cual el BCE podría adquirir bonos soberanos de un país de manera ilimitada siempre que éste lo solicitara y se comprometiera a realizar un plan de reformas. El programa no llegó a ponerse en marcha, pero la sentencia del TJUE fue que era compatible con el mandato del BCE.

GRÁFICO 2

Volumen total comprado

Datos a 06/11/17 (MM.€)



Fuente: Reuters EcoWn.

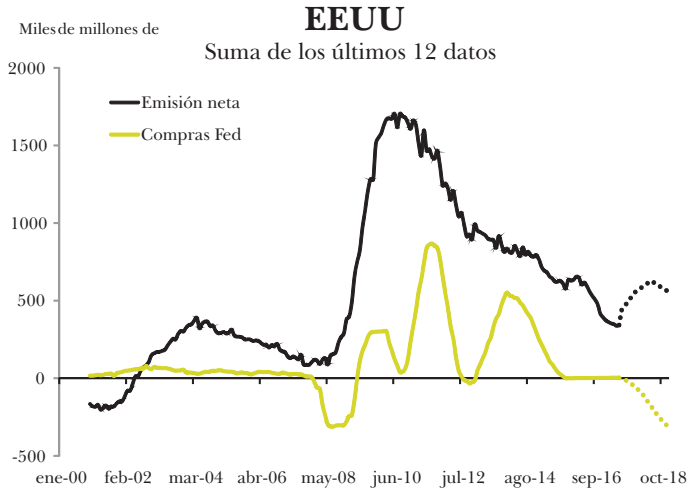
Concretamente, en marzo de 2015 se incluye en el perímetro de compras de activos del BCE a la deuda pública (hasta entonces sólo compraba cédulas hipotecarias y bonos de titulización) y se eleva el volumen total de compras mensuales hasta 60.000 millones de euros. Esta situación se mantiene hasta que, justo un año después, en marzo de 2016, el volumen de compras se eleva hasta 80.000 millones y se vuelve a ampliar el perímetro con la inclusión de deuda privada de emisores no financieros a partir de junio. El siguiente cambio se produce en abril de 2017, cuando el volumen de compras se reduce hasta 60.000 millones al mes, al superarse la situación crítica que significaba tener a una economía bordeando la deflación (ver tabla 2).

La operativa llevada a cabo durante estos 30 meses (hasta octubre de 2017) ha tenido un enorme impacto en el tamaño y composición del balance del BCE, como evidencian las siguientes cifras:

- El balance ha pasado de 2.156 miles de millones de euros, a los 4.363 miles de millones actuales, es decir, se ha multiplicado por dos (desde el inicio de la crisis se ha multiplicado casi por 4).
- En relación al PIB de la eurozona, el balance del BCE supone cerca del 40%.
- Si nos fijamos en las grandes partidas del Activo, vemos que la más importante es la que recoge los valores adquiridos, que asciende a 2.547 miles de millones de euros, es decir, el 58% del total.
- Si hacemos el mismo ejercicio, pero fijándonos en las partidas del Pasivo, la más importante es la que agrega el valor de los depósitos realizados por los bancos privados en el banco central, que ascienden a 1.920 miles de millones de euros, lo que supone el 44% del total. La mayor parte de estos saldos constituyen lo que conocemos como «exceso de liquidez» del sistema, al que se aludía anteriormente.
- No todo el saldo de valores adquiridos responde a una finalidad de política monetaria, aunque sí su mayor parte, unos 2.278 miles de millones de euros (ver gráfico 2). De este total, el 83% son títulos de deuda pública de países de la UEM, siendo el siguiente activo en orden de importancia las cédulas hipotecarias, unos 246 miles de millones de euros (el 11% del total).

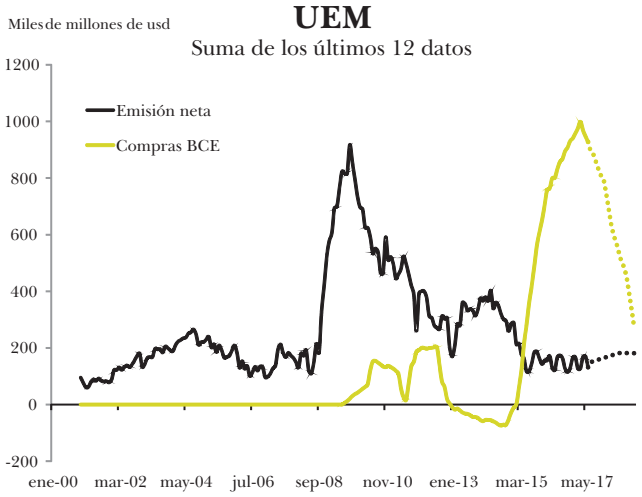
La intensidad del programa QE del BCE se pone aún más de manifiesto si atendemos a la intensidad relativa de las compras de activos, por ejemplo, comparándola con la emisión neta realizada por los gobiernos (ver gráficos 3 y 4).

GRÁFICO 3



Fuente: FMI y Bankia Estudios.

GRÁFICO 4



Fuente: FMI y Bankia Estudios.

Mientras en EEUU, en todo momento, la emisión neta del gobierno ha superado a las compras de la Reserva Federal, en la UEM, desde finales de 2015, las compras exceden de forma muy apreciable las emisiones netas. Esto explica los problemas de escasez detectados a la hora de comprar los bonos de algunos países para respetar la clave de capital. En este sentido, se considera que el desafío al que se va a enfrentar el BCE es de mayor envergadura que el que encaró la Reserva Federal en su momento. Ese desafío o reto tiene que ver con llevar a cabo la estrategia de reducción de sus compras con el menor impacto posible sobre las rentabilidades de los bonos de la UEM.

Finalmente, en la reunión de octubre, el BCE decidió empezar a reducir las compras mensuales de activos financieros (ver punto 5) utilizando de manera intensa la política de comunicación para evitar un cambio de las expectativas de tipos de interés. De momento, el «forward guidance» está siendo efectivo, pues el anuncio de la reducción de las compras mensuales no ha tenido incidencia en el comportamiento de los mercados –al contrario de lo que ocurrió en EEUU–, ya que no se descuenta en el mercado subidas de los tipos de interés hasta bien entrado el año 2019. Aunque no deja de ser un riesgo poner tanto peso de la estrategia en la política de comunicación, pues ante cualquier aumento inesperado de la inflación, el banco central puede quedarse situado muy por detrás de las expectativas de los mercados.

4.3. ¿Y A PARTIR DE AHORA QUÉ?

La fortaleza que muestra la economía de la UEM hace difícil que puedan justificarse los niveles actuales de tipos (el tipo de referencia del BCE está en niveles negativos) y un programa de compra de activos que sigue ampliando el exceso de liquidez. La economía crece cerca del 2,5% (por encima del potencial), la inflación se sitúa en el 1,4% (muy lejos de las tasas negativas de 2016), el desempleo cae a mínimos desde 2009 (8,9%) y el crédito a familias y empresas avanza a ritmos del 1,2% (3,1% en los países de Europa Central). Es decir, parece difícil argumentar que existe un problema de oferta de crédito en Europa que justifique la penalización que supone mantener unos tipos de interés negativos. Sólo hay que mirar a las encuestas de crédito que realiza el BCE.

Además, como se ha comentado, el balance del BCE asciende a 4,3 billones de euros y posee en su cartera un volumen de bonos soberanos que, en el caso de algunos países, se aproxima e incluso supera el 30% de su saldo vivo, generando problemas técnicos para alcanzar sus objetivos de compra mensuales (recordemos que el volumen de sus tenencias de bonos está limitado al 33%, tanto del saldo vivo de cada una de las referencias, como respecto al total de la deuda). A primera vista, podría parecer que la solución es sencilla sin necesidad de tener que reducir el programa de compra de activos, aumentando los límites establecidos. Sin embargo, el principal inconveniente es que esta medida afectaría negativamente a la liquidez del mercado secundario al dejarlo prácticamente sin actividad, como ha quedado demostrado en el caso de las cédulas y los bonos corporativos.

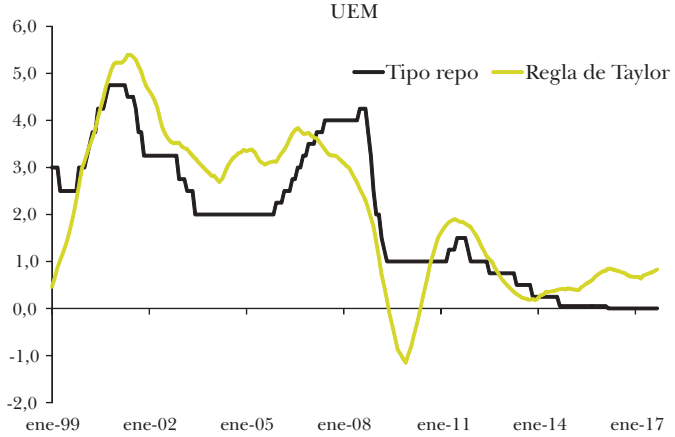
Tampoco hay que olvidar que los resultados de la mayoría de indicadores o modelos matemáticos para evaluar el tono de la política monetaria suelen ser coincidentes; el tipo

de referencia del BCE debería situarse por encima de los niveles actuales. Las estimaciones de la conocida Regla de Taylor elevan el tipo de referencia a niveles del 0,75%-1,00%, muy por encima del 0% en el que se sitúa actualmente el tipo repo, mientras que las condiciones monetarias siguen siendo excepcionalmente laxas, a pesar de la apreciación experimentada por el euro durante este año (ver gráficos 5 y 6).

GRÁFICO 5

Regla de política monetaria(*)

UEM



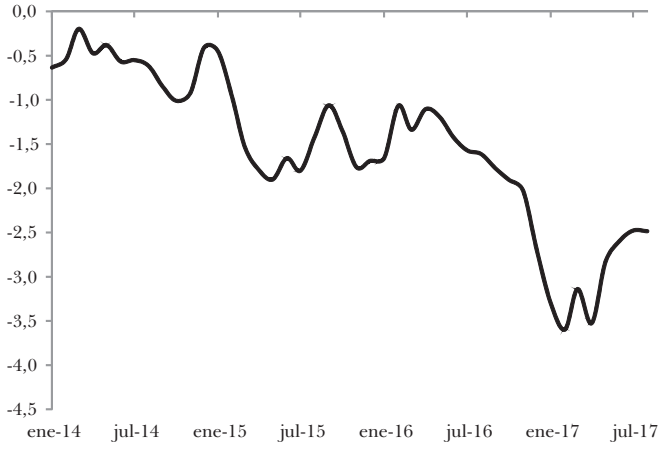
Regla calculada a partir de datos sobre inflacción subyacente.

Fuente: Bankia Estudios.

GRÁFICO 6

UEM: condiciones monetarias

Desviaciones respecto a su media de largo plazo



Fuente: Thomson Reuters.

Por tanto, puede decirse que ha llegado el momento de ir reduciendo, aunque de forma muy paulatina, los extraordinarios estímulos monetarios actuales.

Sólo la baja inflación está frenando al BCE. Las políticas monetarias no convencionales puestas en marcha por los principales bancos centrales han ayudado al crecimiento de las economías avanzadas, pero no han logrado que las tasas de inflación alcancen sus niveles objetivos, situados en la mayor parte de los casos en torno al 2%.

¿Cuál puede ser la explicación para esta pérdida de eficacia de la política monetaria? La que parece más plausible es que el incremento de la demanda agregada que se ha producido en las economías ha venido acompañado de diferentes *shocks* de oferta positivos, como: i) los efectos de la globalización, en la medida en que ha incorporado a la mayoría de mercados, bienes y servicios ofertados por las economías emergentes –especialmente China-; ii) la contención de los costes del empleo, fundamentalmente los salarios, debido al menor poder de negociación de los trabajadores, a la pérdida de influencia de los sindicatos y a la caída de la tasa de paro a partir de la cual se pueden generar tensiones inflacionistas; iii) el descenso del precio del petróleo y otras materias primas, y iv) el efecto de las innovaciones tecnológicas sobre la competencia entre las empresas y la forma de consumir de las familias.

¿Cuál debe ser, entonces, la respuesta de la política monetaria? La clave es determinar si estos *shocks* son temporales. Si su naturaleza es temporal, la conclusión es que la respuesta adecuada de los bancos centrales es iniciar la normalización de sus políticas monetarias porque, al desaparecer el efecto de estos *shocks*, la inflación aumentará, lo que puede situar a las autoridades monetarias por detrás de la curva. El problema se plantea si su naturaleza no es temporal, porque en tal caso no está tan claro qué hacer. Una corriente defiende que, en este caso, normalizar las políticas monetarias sería un error porque puede ahogar el crecimiento económico; otra, en cambio, aboga por una normalización «acelerada» para evitar los efectos indeseados que se pueden producir en diferentes ámbitos, como i) excesivo crecimiento del crédito, ii) relajación ante el aumento de la deuda global, iii) ineficaz asignación de recursos a proyectos de inversión poco rentables, iv) posible sobrevaloración de activos y formación de burbujas, v) complacencia ante el riesgo. Es decir, la decisión dependerá de la importancia que se conceda a la estabilidad financiera.

Los bancos centrales anglosajones, aunque con bastantes reservas, confían en que los citados *shocks* sean temporales y por ello están dando ya pasos orientados a la reducción de sus estímulos monetarios. Mientras, el Banco Internacional de Pagos piensa que el cambio en el comportamiento de los precios es estructural y debería dar paso a dos tipos de decisiones: en primer lugar, bajar los objetivos de inflación y, en segundo lugar, acelerar el ritmo hacia la normalización monetaria porque su tono actual puede acabar generando otra crisis financiera por los efectos indeseados antes mencionados.

En todo caso, para analizar las posibles estrategias de salida, conviene repasar lo realizado por la Reserva Federal de EEUU, que es el banco central más adelantado en el proceso.

4.4. ¿QUÉ HA HECHO LA RESERVA FEDERAL DE EEUU?

PRIMERO IMPLEMENTÓ EL TAPERING

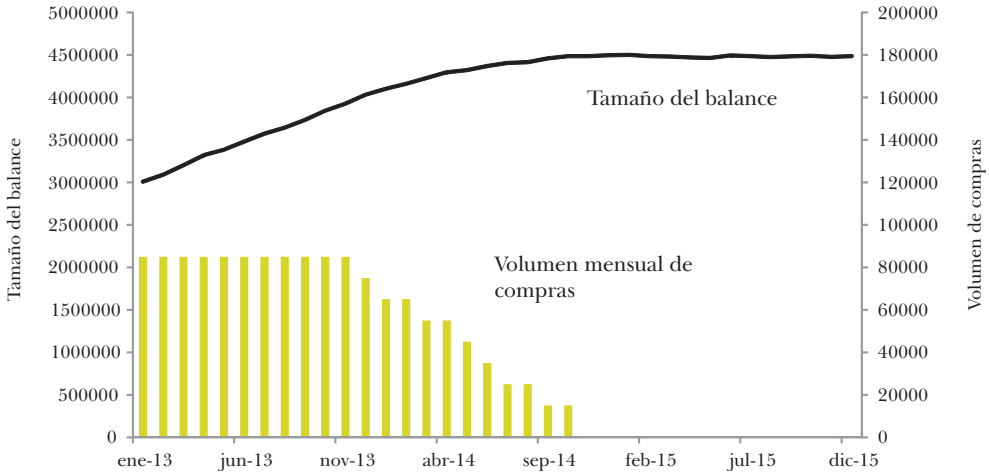
La Reserva Federal empezó a preparar el terreno para reducir sus volúmenes de compra de activos (conocido como *tapering* en inglés) el 22 de mayo de 2013 en una comparecencia de su Presidente en el Congreso de EEUU. Sin embargo, esta medida no se hizo efectiva hasta el 18 de diciembre de ese año, cuando redujo el volumen mensual de su programa desde 85.000 millones de dólares a 75.000 millones. La razón esgrimida para justificar este movimiento fue que la economía mostraba síntomas de suficiente fortaleza, lo que hacía innecesario un estímulo monetario tan elevado.

En cada una de sus siguientes reuniones decidió reducir sus compras en 10.000 millones adicionales hasta dar por concluido el programa en la reunión que celebró el 29-30 de octubre de 2014, es decir, 10 meses después de que iniciase el *tapering* (ver gráfico 7). Es cierto que no estableció un calendario que fijase a priori el ritmo y el volumen con el que iba a reducir sus compras, pero al final tuvo un comportamiento tan predecible que el mercado fue capaz de anticiparlo totalmente.

GRÁFICO 7

Tamaño del balance de la Fed vs tapering

Millones de dólares



Fuente: Reserva Federal.

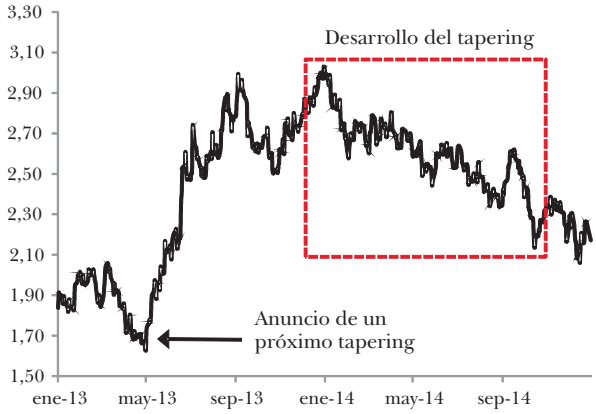
¿QUÉ IMPACTO TUVO SOBRE LOS MERCADOS?

Bernanke cogió desprevenido a los mercados cuando avanzó en mayo de 2013 que durante ese año podrían empezar a reducir su programa de compra de activos. Como ocurre siempre que se sorprende a los inversores y más cuando de lo que se trata es de

un punto de inflexión en el ciclo monetario, la reacción fue muy intensa. Las tires de la deuda pública registraron una subida vertical, como muestra el repunte en el bono a 10 años de 1,4 puntos porcentuales en sólo cuatro meses, lo que supuso una caída de más del 12% en su precio (ver gráficos 8 y 9). Es precisamente esta experiencia y el temor a que vuelva a repetirse en el caso de la UEM, lo que está provocando que el BCE dé pasos con suma cautela y sea extremadamente cuidadoso en comunicarlo de forma correcta al mercado, tanto en tiempo como en forma. Por tanto, la lección aprendida por Draghi fue que se debe conceder la máxima importancia a la política de comunicación.

GRÁFICO 8

Tir 10 años de EEUU vs tapering

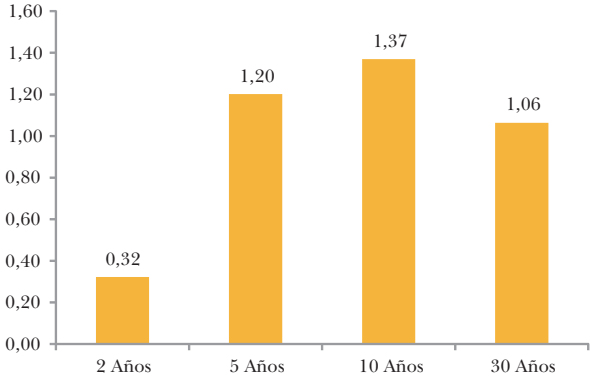


Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO 9

Repunte de la tir tras anuncio tapering

Movimiento hasta los máximos de septiembre de 2013 (p.p.)



Fuente: Bloomberg.

Sin embargo, el comportamiento predecible de la Fed, cuando en diciembre empezó a reducir las compras evitó que se repitiesen las tensiones. Además, la recaída posterior de la inflación esperada y las políticas expansivas de otros bancos centrales provocaron un movimiento no muy intenso, pero continuado, de caída de las rentabilidades en EEUU. Es decir, la sobrerreacción se pudo corregir a posteriori, por la existencia de una coyuntura favorable.

En el caso del BCE, el momento actual es muy diferente, pues, a pesar de sus bajas tasas, la tendencia esperada de la inflación es al alza y todos los principales bancos centrales, a excepción de Japón, están normalizando sus políticas monetarias. De nuevo, ello vuelve a explicar la prudencia con la que está tomando las decisiones.

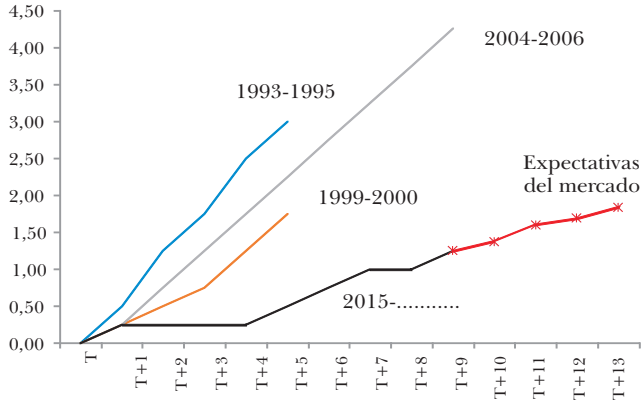
MÁS TARDE INICIÓ UN LENTO PROCESO DE SUBIDA DE TIPOS DE INTERÉS

El ciclo de subida de tipos se está caracterizando por ser mucho menos intenso que los realizados en los últimos 20 años (ver gráfico 10). La primera subida la aprobó en diciembre de 2015, siendo de 25 pb. Esperó otro año hasta la siguiente, que también fue de 25 pb, en diciembre de 2016. Ha sido en 2017 cuando ha considerado necesario acelerar el ritmo, con dos subidas que, presumiblemente, con la de diciembre, totalizarán tres en el año. De cara al futuro, si atendemos al cuadro de previsiones de los consejeros expresadas en la reunión de septiembre, hay que esperar tres subidas adicionales en 2018 y dos más en 2019 (ver gráfico 11).

GRÁFICO 10

Ciclos de subidas de tipos de la Fed

Subida acumulada en puntos porcentuales

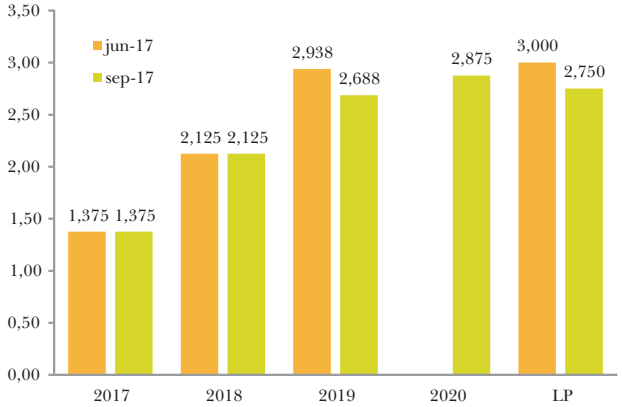


Fuente: Bloomberg y Bankia Estudios.

GRÁFICO 11

Previsión tipo de la Fed

Mediana de las opiniones de los consejeros



Fuente: Reserva Federal de EEUU.

AHORA ES EL MOMENTO DE LA REDUCCIÓN DE SU BALANCE

Hasta ahora, la Fed venía reinvirtiendo los vencimientos de los bonos de su cartera, con el fin de mantener su balance estable y contribuir así a mantener el elevado exceso de liquidez y evitar un endurecimiento de las condiciones financieras.

Sin embargo, el buen comportamiento de la economía, la fortaleza del mercado laboral y una inflación que se sitúa muy lejos de los mínimos de hace dos años ha llevado al banco central a considerar que es el momento de empezar a normalizar el tamaño de su balance.

En este sentido, en la reunión de junio de 2017, anunció el procedimiento que consistiría en la no reinversión de parte de los bonos que venzan en su cartera, pero con un ritmo prefijado: en la deuda pública se empieza con 6.000 millones de dólares y cada tres meses se incrementará en esta misma cantidad, hasta alcanzar en 12 meses un volumen de 30.000 millones. Con las titulizaciones y deuda de las agencias federales empezará con 4.000 millones que se incrementarán en la misma suma cada tres meses hasta alcanzar en un año un volumen de 20.000 millones de dólares. A partir de ese momento, mientras no se señale otra cosa, el ritmo al que la Fed dejará de reinvertir los vencimientos se mantendrá en 50.000 millones mensuales (ver tabla 3).

En septiembre decidió poner en marcha este procedimiento en octubre. Según nuestros cálculos y bajo la hipótesis de que no efectúa cambios en este proceso, el tamaño de su balance pasaría desde los 4,5 billones de dólares actuales a 3,45 billones a finales de 2019, aún muy lejos del billón de dólares que había antes de la crisis (ver gráfico 12). El motivo de tomar 2019 como año de referencia para estos cálculos se debe a que, en ese momento, se cumplirían ya diez años de expansión, es decir, pasaría a ser el ciclo más extenso de su historia, generando dudas sobre su sostenibilidad. Por tanto, parece difí-

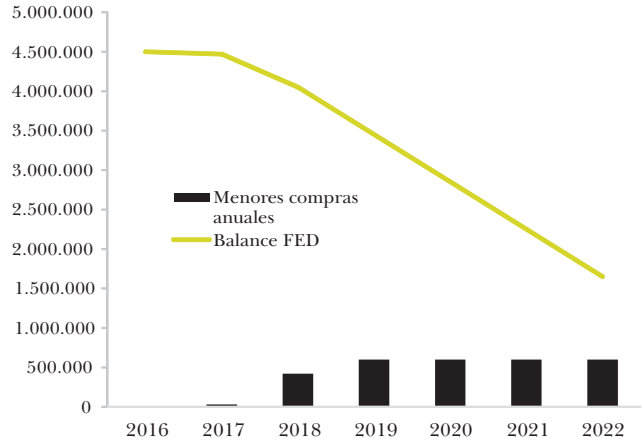
cil que la Fed consiga normalizar completamente su política monetaria, a pesar de la ventaja que lleva en este proceso al BCE.

TABLA 3

	Deuda pública	Deuda de agencias	Total mes	Acumulado
oct-17	6.000	4.000	10.000	10.000
nov-17	6.000	4.000	10.000	20.000
dic-17	6.000	4.000	10.000	30.000
ene-18	12.000	8.000	20.000	50.000
feb-18	12.000	8.000	20.000	70.000
mar-18	12.000	8.000	20.000	90.000
abr-18	18.000	12.000	30.000	120.000
may-18	18.000	12.000	30.000	150.000
jun-18	18.000	12.000	30.000	180.000
jul-18	24.000	16.000	40.000	220.000
ago-18	24.000	16.000	40.000	260.000
sep-18	24.000	16.000	40.000	300.000
oct-18	30.000	20.000	50.000	350.000
nov-18	30.000	20.000	50.000	400.000
dic-18	30.000	20.000	50.000	450.000

GRÁFICO 12

Balance FED y reducción compras por años
Millones de dólares



Fuente: Bankia Estudios.

¿QUÉ IMPACTO ESTÁ TENIENDO SOBRE LOS MERCADOS?

En la reunión celebrada por la Reserva Federal en junio de este año preparó al mercado de cara al inicio de un proceso de reducción de su balance. Sin decir cuándo, prácticamente todo el mundo entendió que ese momento podría ser confirmado en septiembre, como así ha sucedido, para ponerse en ejecución de manera inmediata. Como se ha comentado, en septiembre de 2017 se confirmó que la reducción comenzaría en octubre.

Otro detalle importante es que, en junio, aunque no se dijo cuándo, sí se dijo cómo se implementaría el proceso, despejando incógnitas en cuanto a los volúmenes mensuales por tipo de activo. Ante semejante ejercicio de transparencia sobre las intenciones y claridad en el compromiso, es fácil entender que los principales mercados no hayan tenido una reacción ni imprevista ni exagerada, como se podía temer con carácter previo.

En la tabla 4 se compara la variación de algunas referencias entre la reunión del 15 de junio y la del 20 de septiembre. Vemos que repuntan las tires de los bonos a 2 y 10 años de forma casi paralela, que la renta variable prosigue su tendencia alcista y, lo más destacable, que el dólar se debilita frente a las monedas de sus principales socios comerciales, reacción que no se puede atribuir enteramente a la actuación de la Fed.

TABLA 4

	Reunión de junio	Reunión de septiembre
Tir EEUU 2 años	1.32	1.44
Tir EEUU 10 años	2.15	2.28
S&P 500	2433	2500
TCEN del dólar	119.53	115.00

Otro aspecto que hay que destacar, porque probablemente también ha contribuido a hacer más asimilable a los inversores este proceso, es que la Fed se ha esforzado por subrayar que, desde ese momento, el pilar de su estrategia monetaria reside en su gestión de los tipos de interés, saliendo de ella la compra de activos.

4.5. ¿CÓMO PUEDE SER LA SENDA DE LA NORMALIZACIÓN DEL BCE?

PRIMERO VA A REDUCIR HASTA ELIMINAR SU PROGRAMA DE COMPRAS

El proceso de normalización monetaria del BCE va a ser un proceso largo. El BCE ha venido insistiendo en diferentes reuniones que la secuencia que va a seguir en este proceso comienza por la reducción progresiva hasta su eliminación del programa de compra de activos y, sólo posteriormente, el incremento de los tipos de interés que controla. El último paso, en el cual ya está la Reserva Federal de EEUU, consistiría en abordar una reducción, también progresiva, del tamaño de su balance. Es decir, un proceso no muy diferente al desarrollado por la Fed.

La primera fase de este proceso fue dada a conocer por el BCE en su reunión de octubre, en la que anunció que la pondría en marcha y sería llevada a cabo de la siguiente forma: desde enero de 2018 la compra neta de activos será de 30.000 millones de euros mensuales hasta finales de septiembre, aunque no ha descartado su ampliación temporal, o en volumen, si fuera necesario. Aunque no se ha precisado sobre la distribución de las compras por cada tipo de activos, lo más probable es que la deuda pública continúe concentrando el grueso de las compras, seguida de los bonos corporativos, aunque en términos relativos la primera puede retroceder y los segundos aumentar.

Por otro lado, va a mantener la reinversión del principal de los títulos en cartera que vayan venciendo y que hayan sido adquiridos en el marco del QE más allá del final de este programa y durante el tiempo que sea necesario. Esta parte de su mensaje es obvio que va dirigido a tranquilizar a los inversores, para hacerles ver que su presencia compradora va a seguir siendo significativa. Es decir, el BCE ha buscado, en definitiva, un efecto sicológico en un mercado que ha demostrado tener miedo a su desaparición tras casi dos años de intervención. Dicha afirmación se basa en unos volúmenes de reinversión que tampoco son tan elevados (ver tabla 5), pues estaríamos hablando de compras en los próximos seis meses en títulos de deuda pública de poco más de 4.000 millones mensuales, en media, frente a los más de 50.000 millones que previsiblemente está comprando ahora en términos brutos. Además, esta operativa no supone adquirir nuevos activos en términos netos, sino tan sólo renovar los que vayan venciendo.

TABLA 5

	ABS	Céd. Hipot.	Deuda corp.	Deuda pública	Total
oct-17	846	502	165	8.462	9.975
nov-17	476	410	95	2.159	3.140
dic-17	624	1.527	0	120	2.271
ene-18	691	2.865	165	4.584	8.305
feb-18	816	1.326	294	6.299	8.735
mar-18	584	1.241	240	3.930	5.995
abr-18	502	1.133	87	22.600	24.322
may-18	372	1.135	520	6.190	8.217
jun-18	581	3.202	461	11.553	15.797
jul-18	718	1.617	345	16.064	18.744
ago-18	499	475	137	854	1.965
sep-18	550	1.463	697	6.005	8.715
oct-18	598	1.647	237	21.126	23.608
	7.857	**18.543**	**3.443**	**109.946**	**139.789**

Datos en millones de euros.

LUEGO, INICIARÁ UN LENTO PROCESO DE SUBIDA DE TIPOS DE INTERÉS

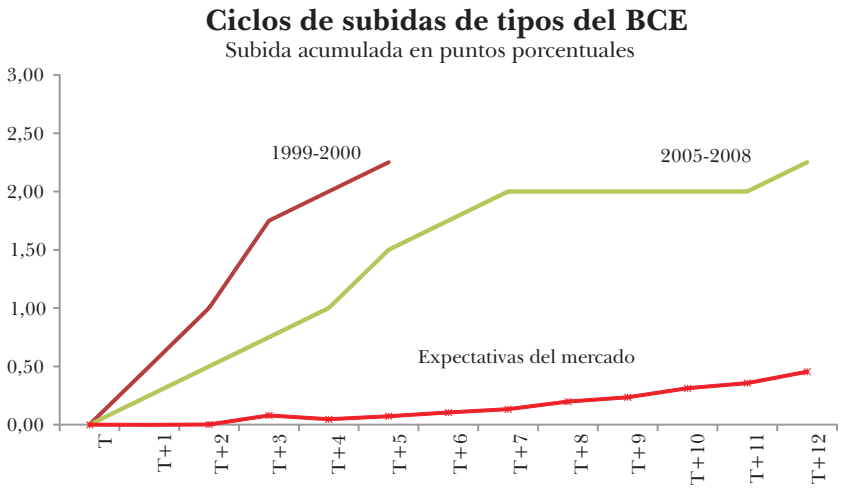
Otro mensaje muy repetido por el BCE ha sido que los tipos de interés se mantendrán en torno a sus niveles actuales durante un periodo de tiempo prolongado que superará con creces el horizonte de sus compras netas de activos (ver gráfico 13).

En este sentido, dado que la reducción del QE, en principio, podría concluir en septiembre de 2018, cabe esperar que será a partir de entonces cuando se deben manejar escenarios de subida del tipo de intervención y del corredor de tipos.

El escenario que manejamos contempla los siguientes hitos:

- El BCE empezará por ajustar el corredor de tipos en el último trimestre de 2018, probablemente en diciembre. Esta medida se concretará en volver a hacer simétrico el corredor, elevando el tipo de la Facilidad de Depósito del –0,40% al –0,25%. Sería un paso más dentro de la normalización, pues la asimetría del corredor se rompió en diciembre de 2015 para penalizar más el exceso de liquidez, aunque no debería considerarse, en sentido estricto, el inicio de un proceso de subida de tipos. No obstante, este aparente ajuste formal, podría tener un impacto notable en el tipo Euribor a 12 meses, siendo determinante para que salga del territorio negativo en el que se ha movido durante los últimos 23 meses.
- El comienzo real del inicio del proceso de subidas del tipo de intervención probablemente se producirá en la primavera de 2019. La cadencia puede ser, al igual que en el caso de la Reserva Federal de EEUU, una subida de 25 pb al trimestre, de tal forma que el ejercicio concluyera con el tipo repo situado en el 1%. En este escenario, el tipo Euribor a 12 meses podría finalizar 2019 aproximándose al 1%, una buena noticia para los ahorradores, aunque no tan buena para los deudores.
- Un escenario que no están contemplando los mercados que, en estos momentos, prácticamente no anticipan subidas de tipos en este ciclo.

GRÁFICO 13



Fuente: Bloomberg y Bankia Estudios.

¿HASTA DÓNDE PUEDE SUBIR TIPOS EL BCE?

Para precisar el nivel en el que el BCE podría situar su tipo de referencia al final del proceso, tiene gran utilidad analizar dónde se situaría actualmente el tipo de interés real de equilibrio, el cual debería reflejar una economía en pleno empleo y una inflación estable cerca del objetivo del banco central. Es decir, aquella situación en la que el tono de la política monetaria no sería ni contractivo ni expansivo.

El problema es que no es una variable observable, por lo que su estimación es muy sensible a las especificaciones de los modelos utilizados. Es más, es ampliamente reconocido que los cálculos sobre el tipo neutral suelen ser imprecisos. En cualquier caso, en lo que coinciden todas las estimaciones, no sólo las efectuadas para la UEM sino también para todos los principales países desarrollados, es que hemos asistido en los últimos años a una fuerte caída de su nivel hasta situarse en valores muy bajos.

La principal razón que podría estar favoreciendo esta circunstancia es la existencia de un exceso de ahorro en relación a la inversión. A ello está contribuyendo decisivamente: i) el envejecimiento de la población en las economías desarrolladas, que genera una mayor disposición al ahorro para hacer frente a la jubilación; ii) la mayor desigualdad en la distribución de la renta en algunos países; iii) el proceso de desapalancamiento de los agentes; y iv) el incremento del ahorro en las economías emergentes. En cuanto a la inversión, el menor crecimiento potencial y la incertidumbre sobre el futuro comportamiento de las economías explicarían el decepcionante comportamiento de esta variable.

Tampoco hay que olvidar el impacto al alza que sobre la demanda de títulos «refugio» ha tenido la cautela que aún persiste por la grave crisis registrada y los programas de compra de activos desplegados por bancos centrales como la Fed, el BCE, el Banco

de Inglaterra o el Banco de Japón, todo lo cual ha contribuido, igualmente, a la caída del tipo de interés natural.

Por tanto, las estimaciones más recientes sobre el tipo de interés real neutral o de equilibrio en el momento actual lo sitúan en territorio negativo (-0,5%). A partir de ello y considerando que la inflación tendencial de la economía de la UEM podría establecerse entre el 1,2% (inflación subyacente esperada en 2018) y el 2% (objetivo del banco central), consideramos que el tipo neutral, en términos nominales, podría situarse en torno al 1%/1,5%, nivel al que debería tender el tipo de referencia del BCE para normalizar las condiciones monetarias en la zona euro.

¿Y LA REDUCCIÓN DEL BALANCE?

Es mucho aventurar en estos momentos la estrategia para la reducción del balance. De momento lo que sabemos es que seguirá aun ampliándose, al menos, hasta septiembre de 2018 porque, como se ha comentado anteriormente, el BCE seguirá comprando activos por importe de 30.000 millones mensuales. A partir de entonces, no podemos ignorar que la Fed viene marcando el camino con bastante éxito por su escaso impacto sobre el mercado y no es descabellado que, de alguna forma, imite su fórmula de no reinvertir un cierto volumen de los vencimientos que se vayan produciendo de los títulos en cartera. Se trata de un procedimiento poco «agresivo» y seguramente atractivo para el BCE.

Aunque es complicado hacer una estimación de la parte que no va a reinvertir, esperaríamos que, llegado el momento, sea más cauto que la Fed, pues según nuestros cálculos, ésta va a dejar de reinvertir casi el 50% de los vencimientos de deuda pública durante el primer año.

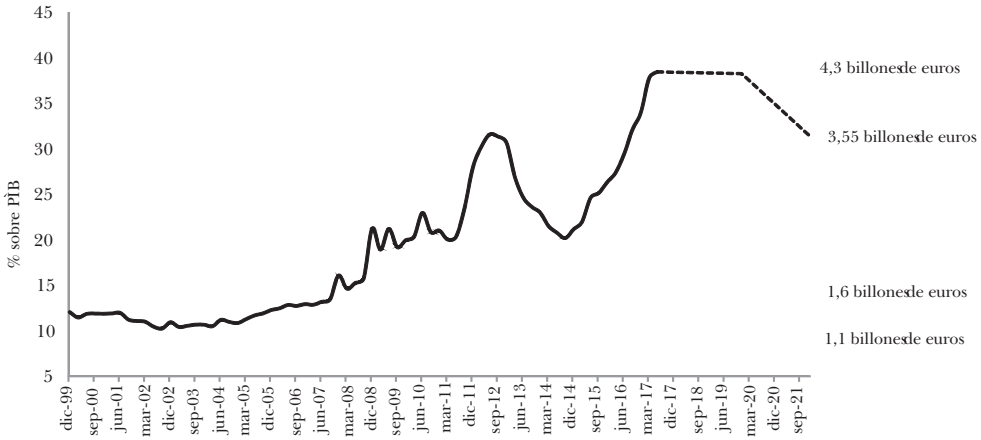
En todo caso, sólo con la intención de incluir un escenario posible, hay que plantearse si la duración del ciclo expansivo actual va a ser la suficiente como para dar tiempo a poner en marcha este tipo de medidas. Téngase en cuenta que la reducción del balance será la última fase de toda la estrategia de normalización. Dicho de otro modo, antes de 2020 no parece probable que se pueda ni siquiera pensar en cómo ajustar activamente el balance, pero ¿va a aguantar hasta entonces la bonanza económica actual?

No obstante, sí es muy probable es que se produzca una estrategia «pasiva» de reducción del balance, no provocada por la adopción de medidas por el BCE sino por el vencimiento de las operaciones de financiación a largo plazo que ha ido desplegando durante los últimos años. En 2018 y 2019 los vencimientos son insignificantes, concentrándose en 2020 y 2021. Bajo la hipótesis de que el BCE no abra un mecanismo de renovación y que las entidades no aumenten su recurso a las operaciones principales de financiación (con un plazo de una semana) de forma significativa, el volumen de su balance se reduciría en 750.000 millones de euros hasta 3,55 billones (31,5% del PIB).

A pesar de ello, se mantendría muy por encima del que podríamos llamar un volumen normal del balance, en relación al PIB, atendiendo a los niveles registrados con anterioridad a la crisis, situados en el rango 10%-15% del PIB (ver gráfico 14). Aunque todos somos conscientes de que las referencias del pasado en política monetaria tienen una utilidad limitada.

GRÁFICO 14

Balance BCE/PIB nominal



Fuente: Bloomberg.

5.6. CONCLUSIONES

Diez años después del inicio de la crisis, el BCE parece que por fin estaría iniciando el camino de vuelta a la normalidad. El acercamiento de la inflación al objetivo, la necesidad de recuperar grados de libertad de cara a un posible cambio de tendencia del ciclo económico y los problemas para la estabilidad financiera que supone el mantenimiento de las medidas no convencionales durante un período dilatado de tiempo, hacen aconsejable desandar, aunque sólo sea en parte, el camino recorrido. Por tanto, la primera conclusión es que el proceso de normalización de la política monetaria ya está en marcha.

La segunda es que las referencias del pasado ya no sirven para los bancos centrales. No vamos a volver a ver, salvo sorpresa mayúscula en el comportamiento de la inflación, niveles de tipos de interés parecidos a los de décadas anteriores, ni tampoco un retorno del tamaño de los balances a la situación pre-crisis. En el caso de los tipos oficiales, por la reducción de las tasas consideradas como neutrales y por la cautela que están mostrando las autoridades monetarias en sus estrategias de salida; mientras en el caso del tamaño de los balances por su influencia en la parte larga de la curva de deuda. De hecho, ni siquiera la Reserva Federal, con un ciclo económico mucho más maduro se aproximará a la zona considerada como neutral antes de la crisis. Es decir, al final del camino, parece difícil que los tipos de interés oficiales se acerquen al objetivo de largo plazo explicitado por los consejeros del FOMC (2,75%/3%), niveles ya de por sí muy alejados del máximo del anterior ciclo (5,25%). En todo caso, al menos la caja de herramientas en EEUU puede estar en un par de años lo suficientemente surtida, como para afrontar un nuevo cambio de tendencia en el ciclo.

La tercera conclusión es que la experiencia de la Reserva Federal va a servir de guía al resto de bancos centrales a la hora de diseñar la estrategia de salida. Siguiendo su este-

la, el BCE ya ha dejado claro que comenzará reduciendo las compras mensuales de activos y que sólo comenzará a subir los tipos de interés una vez finalizado el QE. Como último paso se irán reduciendo las reinversiones de los vencimientos de deuda, proceso que, como en EEUU, puede coincidir en el tiempo con las subidas de tipos. Por tanto, ahora mismo se descartan opciones como disminuir la asimetría del corredor de tipos de interés –elevando el tipo de la facilidad de depósito– antes de terminar con el mecanismo de compras de activos. Durante el proceso, la política de comunicación va a ser fundamental para evitar sobrerreacciones en los mercados, como ocurrió en EEUU con el anuncio del *tapering* por parte del Presidente de la Reserva Federal.

Finalmente se debe reseñar que todo el proceso va a estar sometido a riesgos importantes, ya que las valoraciones y niveles de volatilidad de los activos financieros conllevan una elevada fragilidad de los mercados. Los inversores están descontando que vamos a continuar con un crecimiento alto, sin presiones inflacionistas y con el continuo apoyo de los Bancos Centrales ante cualquier bache en el camino. Pero en ese escenario, la estabilidad financiera se puede ver amenazada. En definitiva, un trabajo nada sencillo el que le espera a los bancos centrales en los próximos años.

BIBLIOGRAFÍA

ALESSANDRO GALESI, GALO NUÑO Y CARLOS THOMAS (2017). El tipo de interés natural: concepto, determinantes e implicaciones para la política monetaria. Banco de España. Artículos analíticos (marzo de 2017).

BANCO DE PAGOS INTERNACIONALES (2017). 87º Informe Anual, 25 de junio.

FMI (2017). Global Financial Stability Report: Is growth at risk, Octubre de 2017.

MICHAEL BORDO, ARUNIMA SIMA (2017). A lesson from the great depression that the FED might have learned: a comparison of the 1932 open market purchases with quantitative easing, NBER working paper 22581.

OLIVIER BLANCHARD, LAWRENCE SUMMERS (2017). Rethinking Stabilization Policy. Back to the Future. Prepared for the «Rethinking macro policy» conference at the Peterson Institute for International Economics, October 2017.

RESERVA FEDERAL. FOMC Communications related to Policy Normalization.

5. ¿PARA CUANDO UNA BANCA PANEUROPEA?

Gerard Arqué, Enric Fernández, Pau Labró y Estel Martín[1, 2]

EXECUTIVE SUMMARY

One of the goals of the banking union is to lay the foundation for the emergence of pan-European banks. Pan-European banks would have more diversified balance sheets; customers could benefit from a more stable supply of funding; banks could take advantage of economies of scale to improve their efficiency and profitability; and the link between banking and sovereign risks would be mitigated. However, this vision has not yet materialized. The great majority of banking acquisitions in Europe in recent years have taken place domestically and the presence of banks across euro area countries is still very limited in comparison with the experience in the United States.

To encourage the formation of pan-European banks, this article emphasizes the need to remove some barriers that are hampering this process. In particular, regulatory fragmentation should be reduced in order to promote economies of scale. This requires further progress in the single-rule book, which forms the essence of the banking union. In addition, measures that would help mitigate the link between bank and sovereign risks are also necessary. In this area, the most important change would involve the introduction of a European deposit insurance scheme, a significant shortcoming of the banking union in its current form, but a lender of last resort (a backstop) for both the Single Resolution Fund and deposit insurance scheme as well as a reduction of home sovereign exposures in the portfolios of banks would also be needed. Finally, two uncertainties are also hindering the creation of pan-European banks: the doubts about asset quality, concentrated on some banks in a few countries that have important amounts of non-performing assets; and the uncertainty related to some regulations or requirements currently under discussion that will affect the value of banks (such as the review of internal models for the calculation of risk-weighted assets or the calibration of the minimum requirements for own funds and eligible liabilities).

In addition to the removal of existing barriers, we expect that the increased digitalisation of banking and its impact on business models will also play a key role in fostering economies of scale and promoting the emergence of pan-European banks.

---

[1] Planificación Estratégica y Estudios, CaixaBank.

[2] Los autores agradecen a Ignacio Martínez los comentarios y la ayuda proporcionada para la elaboración de este artículo.

RESUMEN

Uno de los objetivos de la unión bancaria es sentar las bases para la aparición de entidades bancarias paneuropeas. Una banca paneuropea contaría con unos balances más diversificados; sus clientes se podrían beneficiar de una oferta de financiación más estable; podría aprovechar economías de escala para mejorar su eficiencia y rentabilidad; y contribuiría a diluir el vínculo entre riesgo bancario y riesgo soberano. Esta visión, sin embargo, no se ha materializado a día de hoy. La inmensa mayoría de integraciones bancarias en los últimos años han sido domésticas y, en comparación con Estados Unidos, la presencia de entidades en varios países de la zona euro es todavía muy limitada.

Para promover la creación de entidades supranacionales, este artículo subraya la necesidad de aliviar varios impedimentos que están frenando este proceso. En particular, incide en la necesidad de reducir la fragmentación regulatoria para promover las economías de escala, lo que requeriría seguir avanzando en el *single-rule book* que constituye la base de la unión. Por otra parte, también son necesarias otras medidas que ayuden a mitigar el vínculo entre riesgo bancario y riesgo soberano. En este ámbito, el cambio más fundamental requeriría la introducción de un sistema europeo de garantía de depósitos –la carencia más importante de la unión bancaria europea– pero también será necesario contar con un prestamista de última instancia (un *backstop*) tanto para el Fondo Único de Resolución como para el sistema de garantía de depósitos y reducir la concentración en el propio soberano de las carteras de deuda de los bancos. Por último, otros impedimentos están relacionados con dos tipos de incertidumbre: en torno a la calidad de los balances de aquellas entidades, concentradas en unos pocos países, con un elevado peso de activos dudosos y en torno a algunas regulaciones o requisitos que están en discusión y que influirán en el valor de las entidades bancarias (como la revisión de los modelos internos para el cálculo de los activos ponderados por riesgo o la calibración de los requisitos mínimos de fondos propios y pasivos elegibles).

Además de los avances en la eliminación de los impedimentos existentes, cabe esperar que el proceso de digitalización en el que está inmerso la banca y la evolución asociada de sus modelos de negocio también serán claves para fomentar las economías de escala y promover la aparición de bancos paneuropeos.

5.1. INTRODUCCIÓN

La Gran Recesión que comenzó en 2008 y que se vio agravada por la crisis de deuda soberana en 2012 supuso la primera prueba importante para la eurozona tras la entrada en vigor de la moneda única a finales de los noventa. El embate evidenció la fragilidad de la integración financiera en la zona euro y, en su punto álgido, puso en duda la integridad misma de la moneda única. La situación se encauzó gracias a la política del Banco Central Europeo, la implementación de reformas estructurales por parte de los países periféricos y el desarrollo de nuevas instituciones europeas, como la unión bancaria en 2014. Esta ha contribuido a una mayor integración de la regulación y de la supervisión a nivel de la eurozona.

A pesar de este progreso, sin embargo, los sistemas bancarios europeos aún continúan estando muy fragmentados. Por el momento, no se ha producido el proceso de consolidación bancaria transfronteriza que, por ejemplo, vivió Estados Unidos en la década de los noventa, cuando se eliminaron importantes impedimentos regulatorios a la expansión interestatal. En Europa, la consolidación bancaria entre países no solo comportaría una mayor integración financiera de la zona del euro sino que, además, fortalecería al conjunto del sistema bancario europeo gracias a una mayor diversificación, eficiencia y capacidad de innovación de los bancos.

Parece difícil imaginar que la eurozona alcance, a corto o medio plazo, un grado de integración financiera igual a la de Estados Unidos dadas las diferencias lingüísticas y culturales entre países. No obstante, sí que existen otras barreras a la consolidación e integración que pueden y deben atenuarse. Es necesario, por un lado, acabar de completar la unión bancaria, mejorando los dos pilares ya constituidos (supervisión y resolución), implementando el sistema europeo de garantía de depósitos, y estableciendo un *backstop* público que ofrezca el soporte necesario a estos pilares. Otro condicionante importante para la consolidación bancaria transfronteriza es la incertidumbre en cuanto a la calidad de los balances de algunos bancos de la zona del euro. Mitigar esa incertidumbre requerirá una reducción del peso de los préstamos dudosos en los balances y acabar de concretar algunas de las medidas supervisoras o reformas regulatorias pendientes (en lo relativo a activos dudosos pero también, por ejemplo, a la revisión de los modelos para el cálculo de los activos ponderados por riesgo).

El artículo está estructurado de la siguiente forma: la próxima sección examina brevemente la evolución reciente de la fragmentación financiera de la eurozona así como la estructura actual del mercado bancario en la zona euro y este se compara con el de los Estados Unidos. En la sección 3, se explican las principales ventajas que aportaría la creación de bancos paneuropeos. La sección 4 analiza los impedimentos actuales a la consolidación bancaria transfronteriza desde tres ámbitos distintos: el desarrollo de la unión bancaria; el saneamiento pendiente de algunos bancos; y otras barreras que también afectan a la consolidación. La última sección concluye valorando la situación actual y las perspectivas de futuro para la creación de bancos paneuropeos. Allí se subraya la importancia de reducir los impedimentos a una mayor integración bancaria pero también se señala que la digitalización y la evolución de los modelos de negocio de la banca asociada a ella también será un factor clave para promover la aparición de bancos paneuropeos.

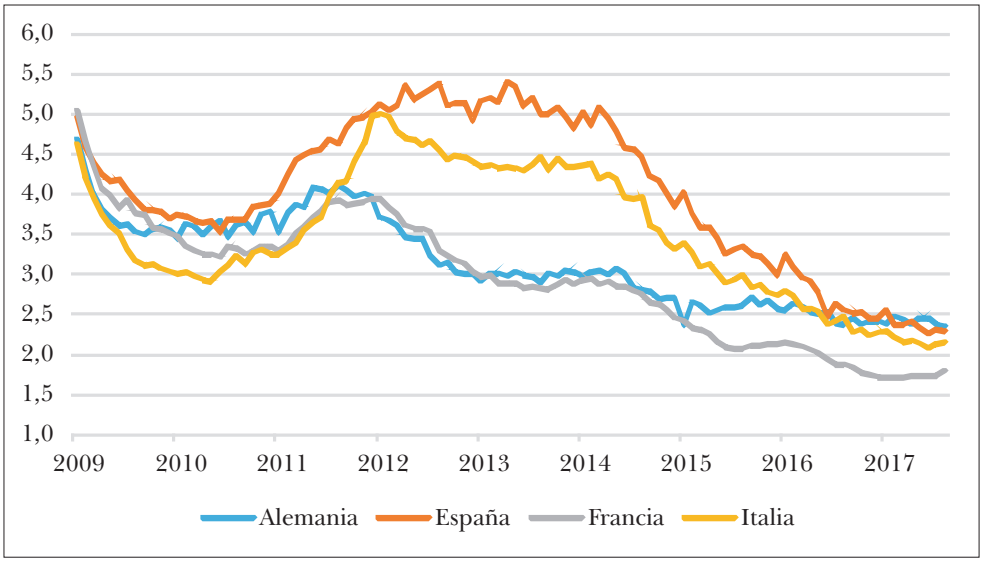
5.2. EVIDENCIA SOBRE LA FRAGMENTACIÓN FINANCIERA Y BANCARIA EN LA EUROZONA

La crisis de deuda soberana en 2012 puso de manifiesto la fragilidad de la integración financiera de la eurozona. El vínculo entre riesgo bancario y riesgo soberano intensificó de forma significativa la divergencia en los tipos de interés de créditos y depósitos entre países. Estas diferencias fueron particularmente graves para las pequeñas y medianas empresas, muy dependientes de la financiación bancaria (gráfico 1). En el punto álgido de la crisis de la deuda soberana, las pymes españolas e italianas que lograban financiación bancaria lo hacían a unos tipos cercanos al 5%, unas tasas mucho más altas que los que conse-

guían las empresas alemanas o francesas (en torno al 3,5%). Una parte del diferencial se podía explicar por la diferente situación macroeconómica en la que se encontraban los países pero otra parte reflejaba las diferencias de solidez de los respectivos soberanos[3]. Este perjuicio comparativo agravaba la situación de las economías con mayores dificultades.

Desde entonces, los diferenciales entre países se han reducido significativamente, hasta prácticamente desaparecer. Los tipos de interés de los créditos a pymes españolas e italianas han disminuido respectivamente en 3 y 2,5 puntos porcentuales desde máximos y se sitúan actualmente en línea o incluso algo por debajo de los niveles de Alemania.

GRÁFICO 1.
TIPOS DE INTERÉS DE LA NUEVA PRODUCCIÓN DE CRÉDITO A PYMES[4] (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de los datos del BCE.

La convergencia financiera que se ha producido en los últimos años se explica en gran parte por las medidas de política monetaria y las reformas que se han acometido en las economías de la periferia, pero no por una mayor integración del mercado bancario europeo. Las medidas extraordinarias por parte del Banco Central Europeo, desde las subastas de liquidez a la compra de bonos soberanos y corporativos de renta fija, han reducido de forma generalizada los tipos de interés y han permitido una fuerte relajación de las condiciones financieras, especialmente para los países más afectados. Además, la implementa-

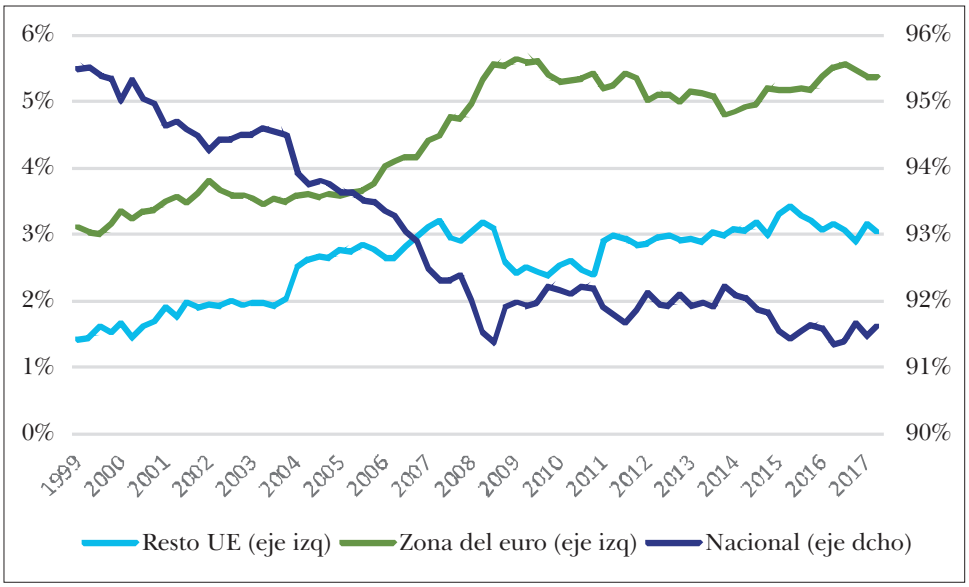
[3] Ver Cœuré (2012).
[4] Crédito de menos de un millón de euros.

ción de reformas estructurales e iniciativas de consolidación fiscal en las economías periféricas ha contribuido también a reducir los diferenciales de tipos de interés entre países.

En el ámbito estrictamente bancario, cabe destacar los esfuerzos de saneamiento y recapitalización realizados, entre los que destaca el sistema financiero español. Asimismo, el inicio de la unión bancaria en 2014 auspició los primeros avances hacia una mayor integración de la regulación y la supervisión. Todo ello, sin duda, ha contribuido a mejorar la confianza en la integridad de la zona euro, reducir las primas de riesgo de los países de la periferia y, de esta manera, a promover una convergencia en los costes de financiación de los agentes económicos de los distintos países.

Sin embargo, a pesar de la unión bancaria, los sistemas bancarios europeos todavía están muy fragmentados a nivel nacional y no se observan avances importantes en la aparición de grandes bancos paneuropeos ni en la provisión de préstamos transfronterizos[5]. Actualmente, los bancos de la zona euro conceden más del 90% de la financiación a empresas residentes en su mismo país y solo destinan el 5% del total a empresas de otros países de la eurozona (gráfico 2). Estos flujos bancarios entre países son aún más reducidos para los créditos y depósitos de los hogares.

GRÁFICO 2.
CRÉDITOS A EMPRESAS: DISTRIBUCIÓN SEGÚN RESIDENCIA DE LA CONTRAPARTIDA



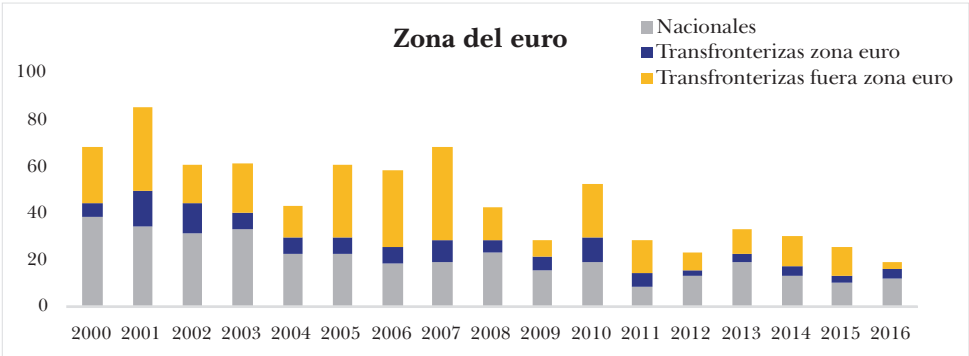
Fuente: CaixaBank Research, a partir de los datos del BCE.

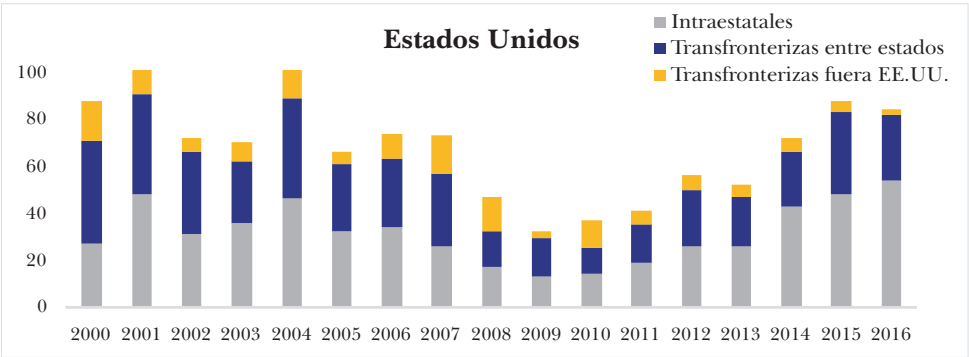
[5] Informe de integración financiera de mayo de 2017.

En cuanto a las fusiones bancarias en Europa, la mayoría de las operaciones realizadas desde el nacimiento de la eurozona han sido domésticas y se han producido relativamente pocas adquisiciones transfronterizas, una tendencia que tampoco ha cambiado desde la puesta en marcha de la unión bancaria hace tres años (gráfico 3).

Esta situación contrasta con el importante proceso de integración de bancos estatales que ha vivido Estados Unidos tras la eliminación, en la década de los noventa, de impedimentos regulatorios que restringían la consolidación bancaria. Allí, el número de adquisiciones de bancos de otros estados se ha situado entre el 30-50% sobre el total, una proporción que se acentúa aún más si se considera el valor y no el número de las transacciones realizadas.

GRÁFICO 3.
NÚMERO DE FUSIONES Y ADQUISICIONES BANCARIAS





Fuente: CaixaBank Research, en base al informe de integración financiera del BCE (mayo 2017).

Curiosamente, la mayor parte de adquisiciones por parte de los bancos europeos fuera de sus mercados locales se ha centrado fuera de la zona del euro, en Latinoamérica o Europa del Este, mientras que los bancos norteamericanos centraron su estrategia inorgánica dentro de la unión bancaria que conformaban los Estados Unidos.

Estas distintas estrategias inorgánicas se reflejan en la estructura actual del mercado bancario de ambas regiones. En la zona euro, tres entidades (BNP Paribas, ING y Unicredit) consiguen situarse como entidades *top* en más de un país de entre los seis más importantes de la unión bancaria (gráfico 4). Los mercados nacionales tienden a estar copados por *players* locales o por grandes entidades con presencia relevante en países fuera de la eurozona. En contraste, el mercado bancario está menos fragmentado en los Estados Unidos, donde entidades como JP Morgan, Bank of America, Wells Fargo o Citibank cuentan con una presencia significativa en varios de los estados más importantes. Para el conjunto del mercado norteamericano, las cinco mayores entidades tienen una cuota de depósitos próxima al 39%, una ratio que se ha incrementado muy significativamente en los últimos dos decenios (12% en 1995, 21% en 2000, 29% en 2005 y 37% en 2010). Por el contrario, los cinco mayores bancos de la zona del euro mantienen una cuota de depósitos en torno al 15%.

GRÁFICO 4.
TOP 5 DE LAS ENTIDADES EN LOS SEIS MAYORES PAÍSES/ESTADOS DE LA EUROZONA Y ESTADOS UNIDOS[6]

ZONA EURO

Alemania	Francia	Italia	España	Holanda	Bélgica
Deutsche Bank	BNP Paribas	Intesa Sanpaolo	Santander	Rabobank	KBC Group
Commerz-bank	Société Générale	Unicredit	CaixaBank	ABN Amro	BNP Paribas Fortis
DZ Bank	Crédit Agricole	Monte dei Paschi di Siena	BBVA	ING Bank	ING Bank Belgium
HypoVe-reinsbank	Groupe BPCE	Banco BPM	Bankia	SNS Bank	Belfius
LBBW	Crédit Mutuel	UBI Banca	Sabadell	BNG Bank	Crelan

EEUU

California	Texas	NY	Florida	Illinois	Pennsyl-vania
Bank of America	JP Morgan	JP Morgan	Bank of America	JP Morgan	PNC Bank
Wells Fargo	Bank of America	Citibank	Wells Fargo	BMO Harris	Wells Fargo
JP Morgan	Wells Fargo	Bank of NY Mellon	Sun Trust	Bank of America	Citizens
Union Bank	USAA Federal	HSBC	JP Morgan	Northern Trust	Bank of NY Mellon
Citibank	Compass	Goldman Sachs	Citibank	Private Bank	TD Bank

Fuente: CaixaBank Research, en base a datos de las entidades, BCE y FDIC.

Aunque sea poco factible alcanzar a corto plazo un grado de integración financiera igual al de Estados Unidos, sí que existe un amplio margen de recorrido amplio para integrar el mercado bancario de la eurozona. Dicha integración dependerá del desarrollo de la unión bancaria, la eliminación o disminución de algunas barreras (incluyendo las regulatorias) que están frenando la consolidación transfronteriza así como de los beneficios y sinergias que estas operaciones puedan aportar a las entidades que las lleven a cabo.

[6] Ranking de entidades por volúmenes de negocio para la zona del euro (dic-16) y depósitos para Estados Unidos (jun-17).

5.3. ¿QUÉ VENTAJAS COMPORTARÍA LA CREACIÓN DE BANCOS PANEUROPEOS?

Uno de los mecanismos a través del que la unión bancaria pretende profundizar en la integración financiera de la zona euro es la formación de entidades transfronterizas, que operen en varios países de la unión bancaria o en toda ella. Unas condiciones propicias para la aparición de este tipo de entidades podría ayudar a conseguir, entre otras, ventajas por mayor diversificación, eficiencia o capacidad de innovación, si bien conviene matizar algunas de ellas.

5.3.1. *DIVERSIFICACIÓN*

Una entidad con presencia en dos o más mercados sujetos a *shocks* locales de distinta naturaleza, no correlacionados perfectamente, contará con un balance más diversificado, pudiendo reducir tanto la volatilidad de los depósitos como la del valor de los activos.

Por el lado de los activos, cabe subrayar la importancia de una mayor diversificación de la exposición a la deuda soberana. En un contexto en el que las entidades de ámbito nacional tienen sus inversiones de deuda pública muy concentradas en el soberano de su propio país, la formación de entidades paneuropeas contribuiría, mediante la diversificación de estas carteras, a la reducción del vínculo entre bancos y soberanos.

Esta diversificación puede ser también positiva para los clientes, dado que una entidad diversificada tenderá a tener una oferta de crédito más estable –menos sujeta a los *shocks* que pueden afectar a un determinado mercado–, aspecto fundamental para clientes con elevada dependencia de la financiación bancaria (como las pymes), especialmente en periodos de crisis financiera en el mercado local.

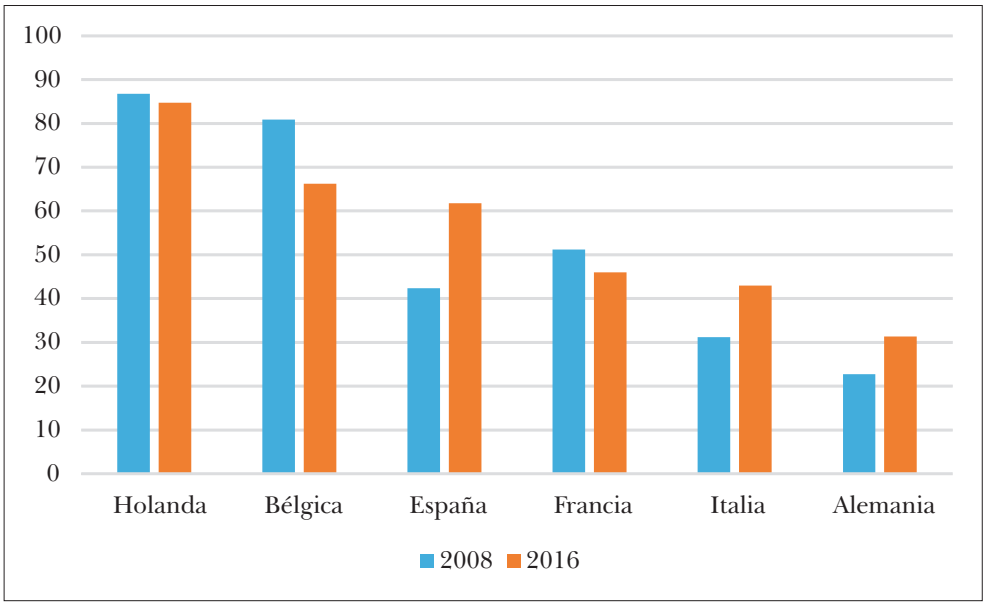
La diversificación también podría beneficiar a aquellos accionistas menos proclives a alcanzar una diversificación internacional de sus carteras de inversión (los minoristas), ya que una entidad paneuropea les aportaría –de forma indirecta– un componente de diversificación a sus inversiones. Este argumento, sin embargo, no es válido para inversores institucionales, que ya se encargan de diversificar por si mismos sus carteras. Además, los potenciales beneficios para los inversores pueden verse disminuidos ya que la diversificación, al verse asociada con un mayor tamaño y complejidad, implica unos mayores requisitos de capital para la entidad bancaria.

En relación a este punto, cabe subrayar la tensión existente entre diversificación y el tamaño y complejidad de una entidad paneuropea que podría dar lugar a cuestiones relacionadas con el *too-big-to-fail*. O sea, queremos entidades grandes pero no demasiado; queremos entidades paneuropeas, pero no demasiado complejas. Si bien es cierto que el mecanismo único de supervisión y el mecanismo único de resolución, junto con el nuevo marco de resolución y la imposición de recargos de capital para entidades de gran tamaño, ayudan a aminorar el problema del *too-big-to-fail*, no lo eliminan por completo.

5.3.2. *EFICIENCIA Y RENTABILIDAD*

El aprovechamiento de economías de escala en el ámbito europeo podría facilitar una mejora de la eficiencia del sector bancario en un contexto de elevada presión sobre su rentabilidad. En los últimos años, las fusiones bancarias para reducir capacidad instalada y mejorar la eficiencia se han centrado en el ámbito nacional, lo que en algunos países puede haber llevado a niveles de concentración que no dejan mucho más margen para la consolidación doméstica sin que surjan interrogantes acerca del posible impacto sobre el grado de competencia (gráfico 5). Ante esta situación, un mayor número de operaciones transfronterizas ayudaría a mejorar la eficiencia –en la medida en que se pueden explotar economías de escala, aunque no sean tantas como en fusiones entre entidades domésticas– sin aumentar la concentración bancaria dentro de un mercado ni reducir el nivel de competencia existente. De hecho, un comprador extranjero puede tender a ser más agresivo a fin de ganar cuota de mercado tras la adquisición, lo que redundaría en un mayor nivel de competencia.

GRÁFICO 5.
EVOLUCIÓN DE LA CONCENTRACIÓN DEL SECTOR BANCARIO EN LOS PRINCIPALES PAÍSES DE LA EUROZONA (% DE LOS ACTIVOS QUE REPRESENTAN LAS 5 PRINCIPALES ENTIDADES)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de los datos de BCE.

La clave para fomentar las integraciones (M&A por las siglas en inglés de *mergers and acquisitions*) transfronterizas será demostrar que estas operaciones generan valor para las entidades que las protagonizan, principalmente en términos de mejora de la eficiencia y rentabilidad en la entidad resultante. En este sentido, la evidencia reciente para Europa sugiere que los compradores en este tipo de operaciones tienden a ser grandes bancos con buenas ratios de eficiencia, mientras que los targets tienden a ser bancos con problemas de rentabilidad y eficiencia (BCE, 2017[7]).

A pesar de esta visión más positiva, siguen publicándose opiniones escépticas. Un informe reciente de UBS[8] concluye que las economías de escala transfronterizas son escasas y que los grandes conglomerados bancarios tienden a producir menores retornos que sus competidores locales, debido principalmente a dos aspectos que dificultan su generación de ingresos. Por un lado, los bancos que entran en un mercado con una baja cuota de mercado tienden a sacrificar margen de intereses al ser más agresivos para ganar cuota de mercado[9]. Además, al no disponer de una gran base de clientes no pueden beneficiarse de una financiación local basada en cuentas corrientes de bajo coste. Por otro lado, pocos bancos parecen tener éxito al tratar de replicar en otros países los modelos de venta cruzada que funcionan en su mercado local, debido a la complejidad de sus estructuras, la elevada burocracia y, en especial, a una falta de diferenciación de producto que resulte atractiva para los clientes de otros mercados.

Parece claro, pues, que el éxito de cualquier expansión más allá de las fronteras locales pasará por saber analizar, identificar e implementar ventajas competitivas reales y exportables, que aseguren una diferenciación clara respecto a competidores locales.

5.3.3. *ACELERAR SANEAMIENTOS*

Las integraciones transfronterizas también pueden contribuir a reducir los niveles de activos problemáticos, una de las principales asignaturas pendientes de la banca europea. Si bien ya están en marcha importantes iniciativas para fomentar esta reducción (ver apartado 5.4.3), parece lógico considerar que una operación que implique la compra de bancos frágiles por parte de bancos fuertes puede efectivamente ayudar a disminuir los activos problemáticos en los bancos adquiridos. Obviamente, las fusiones entre bancos frágiles de tamaño pequeño o mediano solo resultarán en un banco de mayor tamaño pero igualmente frágil.

---

[7] Financial integration in Europe, p. 50.

[8] «*Are Retail Banks destroying risk-adjusted value by expanding overseas?* «(UBS, Septiembre 2017). En este informe 7 grupos bancarios multinacionales (BBVA, Santander, ING, SocGen, HSBC, Citi, StanChart) son comparados con un *benchmark l*ocal en más de 30 geografías.

[9] Según UBS, la pérdida de margen de intereses no se produce cuando los bancos extranjeros mantienen una posición de liderazgo en estos mercados. No obstante, estos casos se consideran excepcionales.

5.3.4. *CAPACIDAD DE INVERSIÓN EN NUEVAS TECNOLOGÍAS*

El proceso de digitalización en el que está inmerso el sector bancario requiere de grandes inversiones en tecnología y en los recursos humanos necesarios para su utilización más efectiva: nuevas plataformas tecnológicas y sistemas de información, capacidades para convertir la información (*big data*) en valor, inversiones para cumplir con nuevos requisitos regulatorios como los derivados de la nueva directiva de servicios de pagos, que requieren el desarrollo de APIs para dar acceso a terceras partes a la información de clientes, la utilización del *blockchain* .... la lista es larga y no para de crecer. Para hacer frente al desafío que presentan las nuevas tecnologías y aprovechar las oportunidades que representan, la escala será clave. De hecho, la tecnología y las economías de escala se retroalimentan: es necesario contar con suficiente escala para poderse permitir las inversiones necesarias para liderar el proceso de digitalización de la banca. A su vez, estas inversiones –al desarrollar tecnologías y capacidades fácilmente escalables a distintos mercados– facilitan la expansión internacional y, por lo tanto, la consecución de esta mayor escala.

Cabe esperar que la digitalización y la innovación en modelos de negocio tendrán un papel fundamental en los impactos en eficiencia de las operaciones transfronterizas. Las nuevas tecnologías permitirán escalar y expandir de manera más rápida y efectiva los mejores productos, capacidades y desarrollos de sus distintos mercados locales. La digitalización conllevará asimismo una mejora de procesos que permitirá una mayor homogeneidad y estandarización entre países, logrando ahorros de coste significativos. No sería extraño que la primera entidad verdaderamente paneuropea fuera básicamente un banco digital.

5.3.5. *SINERGIAS EN LA SUPERVISIÓN, POLÍTICA MONETARIA Y LA UNIÓN DEL MERCADO DE CAPITALES*

Respecto al efecto que un mayor número de bancos paneuropeos puede tener sobre la propia labor de supervisión del BCE, parece lógico pensar que una reducción del número de entidades pueda implicar cierta simplificación. Por otro lado, también puede ser cierto que en el caso de instituciones muy grandes y complejas, la evaluación de los riesgos puede volverse más difícil. Una banca paneuropea también puede ayudar a transmitir los impulsos de la política monetaria de una forma más homogénea en toda la unión bancaria. Y, por último, lograr una mayor escala para las actividades de mercado de capitales beneficiaría en gran medida las iniciativas para reforzar la unión del mercado de capitales europeo.

5.4. IMPEDIMENTOS A UNA MAYOR INTEGRACIÓN BANCARIA EN LA ZONA EURO

Varios condicionantes dificultan, o promueven insuficientemente, la creación de entidades paneuropeas. Algunos de ellos son difícilmente gestionables a medio plazo y no

habrá más remedio que convivir con ellos: la zona euro está formada por países con diferentes lenguas, culturas diversas y distintos usos y costumbres. Esta heterogeneidad complica la escalabilidad de determinados modelos de negocio o de tipos de producto que pueden ser exitosos en un mercado nacional pero no en otro. Sin embargo, además de estos, existen otros condicionantes que no son «naturales» o «cuasi-genéticos» y que sí podrían y deberían mitigarse a corto plazo.

Por un lado, la unión bancaria todavía es incompleta y, como consecuencia de ello, se mantiene un vínculo –que se ha debilitado pero no ha desaparecido– entre bancos y soberanos de un mismo país que perjudica a los sistemas bancarios de aquellos países con un soberano de inferior calidad crediticia y beneficia a aquellos sistemas con un soberano más robusto. Por esta razón, el valor de un banco depende, en parte, de la fortaleza de su soberano, no solo de la calidad de su gestión o de su modelo de negocio. Ello encarece una hipotética adquisición de un banco débil en un país con un soberano fuerte por parte de un banco fuerte de un país con un soberano débil. En definitiva, no existe todavía un terreno de juego totalmente equilibrado (un *level playing field*). El vínculo entre los riesgos bancario y soberano también puede dificultar la gestión de una crisis bancaria en determinados países e incrementar la probabilidad de que se convierta en sistémica, lo que mantiene un riesgo residual de redenominación. Todo ello disminuye el apetito para una expansión paneuropea de las entidades bancarias. Por último, a pesar de la implementación del *single rulebook*, un pilar fundamental de la unión bancaria, la normativa bancaria dista de estar completamente armonizada entre países, lo que constituye una traba a la consecución de economías de escala a la hora de gestionar un banco que opere en distintos países.

Otro condicionante está relacionado con el elevado peso que todavía tienen los préstamos dudosos en los balances de los bancos de algunos países de la zona euro. La incertidumbre acerca del verdadero valor de estos préstamos, los posibles cambios en las exigencias por parte del regulador o el supervisor en cuanto a ellos y las distintas normativas nacionales de insolvencia de particulares y empresas frenan el apetito comprador de las entidades más entidades fuertes de la zona euro –que son las que deberían liderar la formación de bancos paneuropeos. La incertidumbre regulatoria en otros ámbitos –por ejemplo, en relación a los requisitos de capital– también puede estar contribuyendo a frenar posibles compras (nacionales o transfronterizas).

Por último, existen importantes diferencias en los marcos regulatorios de los distintos países, por ejemplo, en temas de protección del consumidor, que aminoran las potenciales economías de escala de las que se podría beneficiar una entidad transfronteriza.

En el resto de esta sección comentamos los principales retos pendientes para aliviar todos estos impedimentos.

5.4.1. *ÁREAS DE MEJORA EN LOS MECANISMOS ÚNICOS DE SUPERVISIÓN Y DE RESOLUCIÓN*

En la medida en que los dos primeros pilares de la unión bancaria, el MUS y el MUR ya están operativos, se han podido identificar algunas áreas de mejora en su funciona-

miento y aplicación práctica. En el ámbito del MUS, por ejemplo, es esencial que la supervisión que realiza el BCE se realice en un terreno de juego lo más equilibrado posible. En este sentido, buena parte de las divergencias supervisoras que todavía existían en los últimos años entre países se han ido eliminando, en particular gracias a la homogeneización de opciones y discrecionalidades nacionales, si bien el avance hacia un *level playing field* todavía no es completo al seguir persistiendo algunas discrepancias. Asimismo, la heterogeneidad existente entre entidades en torno al uso de los modelos internos para calcular los requerimientos de capital también distorsiona el terreno de juego y supone un ámbito de mejora importante[10].

En el ámbito del MUR, la experiencia reciente de resolución, liquidación y recapitalización preventiva de algunas entidades significativas supervisadas por el BCE ha evidenciado la necesidad de mejorar el actual marco de recuperación y resolución de entidades de crédito (BRRD por sus siglas en inglés)[11]. En este sentido, se vislumbran algunas áreas de mejora importantes, como por ejemplo la necesidad homogeneizar el tratamiento entre entidades cuando estas llegan al punto de no viabilidad. Asimismo, la resolución de Banco Popular subrayó algunos retos prácticos que deben tenerse en cuenta de cara a futuros casos para no menoscabar la eficacia del MUR.

En primer lugar, para facilitar dicha homogeneización sería necesario actualizar el marco de ayudas de estado para adaptarlo a la BRRD. Dicho marco, establecido por la Comunicación Bancaria de la Comisión Europea de 2013, exige que solo los accionistas y acreedores junior (tenedores de híbridos y deuda subordinada) deben absorber pérdidas (*burden-sharing*) como requisito previo a la concesión de ayudas públicas. La BRRD, en cambio, tiene como una de sus piedras angulares la posibilidad de recapitalización interna o *bail-in*, que extiende a los acreedores del banco la obligación de absorber pérdidas, más allá de accionistas y acreedores junior. La BRRD solo permite otorgar ayudas públicas a entidades solventes en condiciones excepcionales («recapitalización preventiva»), cuando la estabilidad financiera está en riesgo y siempre siguiendo el marco de ayudas de estado mencionado anteriormente.

La BRRD es por lo tanto una normativa más exigente que el marco de ayudas, y justamente por este motivo, existe el temor de que las diferencias entre un marco y otro sean utilizadas para presionar políticamente a las autoridades de resolución en su decisión de resolver o liquidar una entidad en problemas. Este temor en torno a la voluntad política de utilizar las nuevas reglas de resolución basadas fundamentalmente en el *bail-in* (más exigente con los acreedores), puede acabar menoscabando significativamente la eficacia del MUR. En este sentido, la decisión adoptada por la JUR a mediados de 2017 de liquidar por vía ordinaria (en lugar de resolver) dos bancos italianos de la región de Veneto, ha contribuido a alimentar más aún dicho temor[12].

---

[10] El BCE está llevando a cabo una revisión de los modelos internos (*TRIM o targeted review on internal models*) con el fin de minimizar estas diferencias entre entidades.

[11] En 2017, se resolvió Banco Popular en España, y en Italia se liquidaron dos bancos de la región de Veneto (Banca Popolare di Vicenza y Veneto Banca) y se recapitalizó preventivamente a Banca Monte dei Paschi.

[12] Tras ser declaradas inviables por el BCE, la JUR dictaminó que no era necesario resolver Banca Popolare di Vicenza y Veneto Banca porque no existían motivos de interés público (ni prestaban funcio-

Por ello, una actualización del marco de ayudas de estado ayudaría a evitar dichas presiones, alinearía incentivos y permitiría, en definitiva, avanzar hacia una aplicación plena del MUR. No obstante, es preciso destacar que una plena aplicación del MUR aún no es del todo factible, porque la mayoría de entidades todavía no cuenta con suficientes pasivos fácilmente elegibles. Algunos de estos pasivos están además en manos de inversores minoristas, lo que seguramente no eximiría de riesgos jurídicos la eventual aplicación del *bail-in* a una entidad. Por este motivo, las entidades necesitan tiempo para adaptar su estructura de pasivo a las nuevas exigencias y, probablemente, detrás de las reticencias de algunos países a aplicar el *bail-in* se encuentra esta realidad.

En segundo lugar, el proceso de resolución de Banco Popular, si bien se realizó de forma rápida, ágil y sin generar un impacto negativo sobre la estabilidad financiera ni los recursos públicos, lo que en parte demostró la efectividad del nuevo mecanismo de resolución, evidenció algunas áreas de mejora que deben servir para dotar al MUR de suficiente capacidad real para gestionar casos futuros. En este sentido, uno de los aspectos más destacables es la necesidad de asegurar que una entidad en resolución disponga de suficiente liquidez o financiación (el llamado «*funding in resolution*») para el desarrollo normal de sus funciones críticas. En esta línea, el *Financial Stability Board* (FSB) emitió en 2016 unos principios rectores para explorar mecanismos de financiación, tanto privados como públicos, para resolver bancos globales sistémicos con el menor impacto para la estabilidad financiera[13]. A falta de mayor concreción en este frente, parece lógico explorar soluciones para que el BCE o el Fondo Único de Resolución (FUR)[14] proporcionen dicha liquidez.

Por último, todavía falta dotar al FUR de un *backstop* o prestamista de última instancia que garantice su capacidad de actuación y refuerce la credibilidad del marco de resolución, algo a lo que se han comprometido los países miembros. Una opción lógica, y así lo cree la propia Comisión Europea, es que el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) ejerza dicho papel.

5.4.2. *IMPLEMENTAR EL TERCER PILAR: UN SISTEMA EUROPEO DE GARANTÍA DE DEPÓSITOS*

La creación de un sistema europeo de garantía de depósitos (SEGD) constituye el tercer pilar de la unión bancaria, cuyo objetivo fundamental es garantizar que todos los

---

nes críticas, ni existía riesgo para la estabilidad financiera). En consecuencia, debía procederse a liquidar los dos bancos por vía ordinaria, pero el gobierno italiano estableció que ello conllevaría graves distorsiones para la economía regional. Por ello, es decir por motivos de interés público (contrariamente a la decisión de la JUR), el gobierno aprobó un decreto ley para aplicar un proceso de insolvencia «especial», que permitía otorgar ayudas públicas compatibles con el marco de ayudas de la CE. Esta interpretación distinta de «interés público» a nivel Europeo (JUR) y nacional (gobierno italiano) es un claro ejemplo de cómo puede socavarse la aplicación consistente del marco de resolución, tomando ventaja del marco de ayudas en el segundo caso.

Ver Parlamento Europeo para más detalle: http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2017/602094/IPOL_BRI(2017)602094_EN.pdf

[13] Más recientemente, a finales de 2017, el FSB emitió un documento consultivo que profundiza en la necesidad de desarrollar elementos de financiación estratégicos (como el uso de un *backstop* público) que faciliten los procesos de resolución.

[14] Ver *Reflection paper on the deepening of the economic and monetary union* de la Comisión Europea (2017).

depósitos de la unión bancaria gocen de un mismo nivel de protección con independencia de la entidad en la que estén depositados y del país de procedencia.

En 2015, la Comisión Europea (CE) hizo una ambiciosa propuesta para crear un SEGD[15]. Dicha propuesta legislativa combinaba tres modalidades distintas (reaseguro, coaseguro y seguro pleno), que debían introducirse en etapas sucesivas hasta 2024. Bajo esta propuesta, el SEGD contribuiría a reducir significativamente el vínculo entre el soberano y los bancos de su país y apuntalaría la confianza de todos los depositantes de la unión bancaria, independientemente del país donde estuviera ubicado su banco.

Desafortunadamente, la propuesta de 2015 se topó con las reticencias de algunos países miembros, especialmente Alemania y Holanda, que consideran que una eventual mutualización de riesgos debe condicionarse a una reducción del riesgo existente en los balances bancarios y a otros factores (cambios en el tratamiento regulatorio de la deuda pública en los bancos, implementación del MREL, etc.). Dada la falta de consenso, la CE lanzó a finales de 2017 una nueva propuesta que diluía sustancialmente la inicial[16]. La propuesta actual elimina la posibilidad de mutualización plena, de modo que el SEGD no aseguraría completamente a todos los depositantes de la unión bancaria.

En concreto, el SEGD solo tendría dos fases, una inicial de reaseguro limitado y otra de coaseguro sujeto a condiciones. En la fase de reaseguro los sistemas de garantía de depósitos (SGD) nacionales serían quienes se encargarían en todo momento de aportar los fondos necesarios para garantizar los depósitos de un banco doméstico con problemas. El acceso al SEGD estaría limitado a aportaciones de liquidez que realizaría en forma de préstamo a ser devuelto por el SGD nacional (el SEGD nunca asumiría pérdidas). La segunda fase, de coaseguro, estaría sujeta a condiciones previas de reducción del riesgo en los balances bancarios, tal y como desean países como Alemania y Holanda. En concreto, la propuesta contempla la posibilidad de realizar previamente una evaluación de la calidad de los activos (*asset quality review* o AQR) de los bancos para determinar el nivel de activos problemáticos, y en consecuencia, establecer objetivos concretos de reducción de dichos activos en un plazo de tiempo fijado para aquellos bancos más penalizados. En caso de conseguirse estos objetivos, se iniciaría la fase de coaseguro y tanto los SGD nacionales como el SEGD asumirían pérdidas, aunque no a partes iguales[17].

Así pues, la nueva propuesta de la CE dista de ser la solución óptima para romper el vínculo bancos-soberano y no crea un terreno de juego equilibrado para la banca de los distintos países. Adicionalmente, el SEGD también debería dotarse de un *backstop* público para afrontar eventuales casos de desembolso con totales garantías.

En definitiva, mejorar el funcionamiento actual del MUS y del MUR y avanzar hacia un SEGD son pasos indispensables para completar la unión bancaria. Esto permitiría aumentar la estabilidad financiera por la mayor confianza de los inversores y depositantes en el sector bancario europeo, y debilitaría aún más el vínculo entre riesgo bancario

[15] Propuesta de la CE a fin de establecer un sistema europeo de garantía de depósitos: 2015/0270 (COD).
[16] Comunicación de la CE para completar la unión bancaria: COM(2017) 592.
[17] El primer año, el SEGD solo asumiría el 30% de las pérdidas y los SGD nacionales el 70%. La propuesta no especifica como evolucionaría el nivel de mutualización en los siguientes años, aunque aumentaría la proporción de pérdidas asumidas por el SEGD.

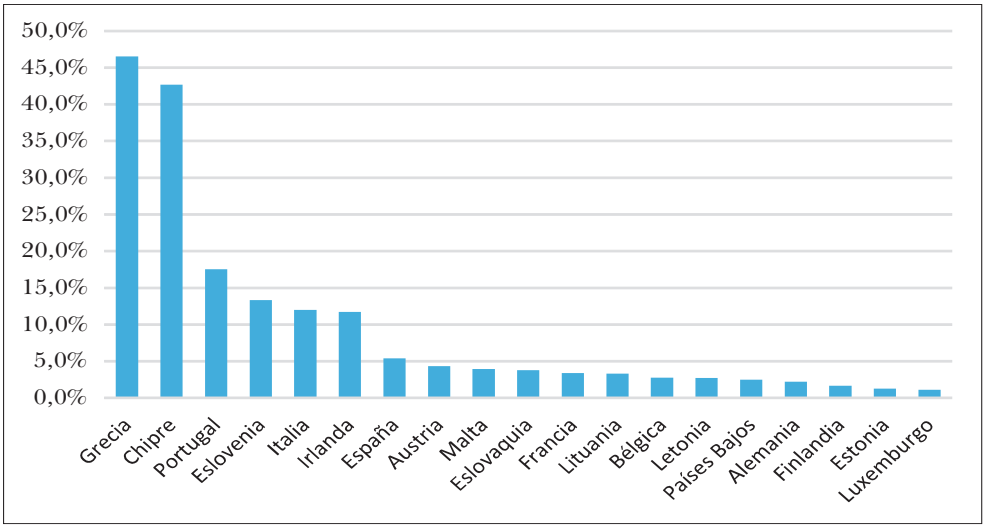
y soberano. Asimismo, equilibrar el terreno de juego entre los bancos de distintos países beneficiaría la competencia a nivel europeo y facilitaría las expansiones transfronterizas de aquellas entidades más eficientes y que actualmente pueden encontrarse en desventaja porque su soberano no es de los más fuertes.

5.4.3. *EL SANEAMIENTO PENDIENTE EN EL SECTOR BANCARIO*

Otro de los principales aspectos que limita en gran medida el desarrollo de un mayor número de operaciones transfronterizas es la baja calidad crediticia que persiste actualmente en algunos sistemas bancarios europeos. Las entidades potencialmente compradoras siguen teniendo importantes dudas sobre el valor real de los activos dañados y sobre el impacto que podría tener una adquisición de este tipo en sus estados financieros (solvencia, riesgos legales, etc.).

Actualmente, el saldo total de préstamos dudosos para las entidades de la eurozona es todavía muy significativo (en torno a 800.000 millones de euros a mediados de 2017). Aunque este elevado volumen se ha ido reduciendo en los últimos años, el ritmo es aún demasiado lento y existe una gran dispersión entre países y entidades (gráfico 6). Grecia, Chipre, Portugal, Eslovenia, Italia e Irlanda son los sistemas bancarios con las tasas de morosidad más altas de la eurozona –aunque también es cierto que existen importantes diferencias entre entidades de un mismo país–. Además, también existe una importante heterogeneidad en el tipo de activos dañados por países, desde créditos hipotecarios (caso de Irlanda por ejemplo) a préstamos morosos de pequeñas y medianas empresas (Italia).

GRÁFICO 6.
TASA DE MOROSIDAD POR PAÍSES DE LA ZONA DEL EURO (JUNIO DE 2017)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de los datos de la EBA.

Una manera de reducir los niveles actuales de activos improductivos (préstamos dudosos y adjudicados) pasa por potenciar las ventas de carteras de dichos activos. No obstante, esta estrategia presenta importantes dificultades, porque los mercados secundarios de préstamos dudosos están sujetos a varios problemas y fallos de mercado, que contribuyen a ampliar la distancia entre el precio al que una entidad bancaria está dispuesta a vender estos créditos y el precio al que los inversores están dispuestos a comprarlos (*bid-ask spread*)[18].

Por estos motivos, reducir los niveles de morosidad actuales se ha convertido en una prioridad absoluta tanto para el supervisor (MUS), como para la Comisión Europea y el Consejo Europeo. En relación al supervisor, cabe destacar que en marzo de 2017 publicó una guía sobre la gestión de préstamos dudosos para que los bancos más afectados definan estrategias concretas para reducir la morosidad. Más recientemente, en octubre de 2017, se publicó a consulta un apéndice a dicha guía que pretende establecer niveles mínimos de provisiones prudenciales sobre los nuevos préstamos dudosos.

Por parte de la Comisión Europea y el Consejo, se ha desarrollado un plan de acción sobre préstamos dudosos enmarcado en el paquete de reformas de reducción del riesgo de los balances bancarios. Una de las principales medidas contempladas en dicho plan de acción consiste en diseñar un marco genérico (*blueprint*) que facilite la creación de sociedades gestoras de activos (SGAs o «bancos malos nacionales»). Este marco deberá especificar los principios comunes a seguir: los tipos de activos a traspasar, reglas de valoración, estructura de capital, etc. También deberá evaluar si pueden utilizarse (y cómo) ayudas públicas de acuerdo con la BRRD y el marco de ayudas.

La creación de SGAs nacionales en algunos países como España e Irlanda ha sido primordial en la resolución de crisis bancarias recientes. En este sentido, el traspaso inicial de activos sirve como catalizador para valorarlos correctamente y provocar la cristalización de pérdidas en los bancos, reduciendo así la incertidumbre en torno a los balances de las entidades bancarias.

Algunas propuestas realizadas por ejemplo por Andrea Enria, presidente de la Autoridad Bancaria Europea (EBA por sus siglas en inglés) o Vítor Constâncio, vicepresidente del BCE, han ido más allá de las SGA nacionales y han argumentado a favor de la creación de un banco malo paneuropeo. Una SGA paneuropea podría aportar aún mayores economías de escala y, además, no contaría con la garantía del soberano de un país miembro, sino que potencialmente podría contar con la garantía del conjunto de países adheridos. Una mutualización de riesgos, aunque fuera parcial, contribuiría a reducir el vínculo entre el soberano y los bancos de su país. Aun así, estas propuestas también presentan serias desventajas.[19]

---

[18] Varias razones pueden explicar un *bid-ask spread* relativamente elevado: un nivel insuficiente de provisiones asociadas a los préstamos dudosos en los balances de los bancos; un problema de información asimétrica entre compradores y vendedores (el banco conoce en mayor medida el valor real de los préstamos); un universo de inversores en este tipo activos demasiado reducido (mercado muy especializado, con inversores que requieren unas rentabilidades muy elevadas); y una incertidumbre elevada acerca del funcionamiento de los sistemas de insolvencia.

[19] Dada la gran heterogeneidad de activos deteriorados entre países, no tiene mucho sentido gestionarlos de forma centralizada. Además, la falta de voluntad política para crear un mecanismo que implique la compartición de riesgos limita la creación de un banco malo paneuropeo.

5.4.4. *OTROS IMPEDIMENTOS*

Una de las barreras más destacables que han revelado las decisiones tomadas por las autoridades en torno a algunos bancos con problemas es la necesidad de profundizar hacia un mayor nivel de armonización de los regímenes de insolvencia bancaria nacionales, que actualmente son muy dispares entre países. Avanzar en esta dirección permitiría dar un tratamiento más homogéneo a aquellas entidades que sean liquidadas ordinariamente y reduciría los incentivos y presiones políticas sobre las autoridades en su decisión de resolver o liquidar entidades.[20] Además, también sería deseable una mayor armonización de los sistemas de insolvencia personal y empresarial para fomentar las economías de escala en la gestión de préstamos dudosos a nivel europeo.

También cabe destacar la elevada incertidumbre regulatoria que todavía afecta a la banca, especialmente en el ámbito prudencial, como la revisión de Basilea 3 (que servirá para reducir las elevadas e injustificadas diferencias en las ponderaciones por riesgo en los activos de las distintas entidades), o la implementación del MREL (requerimiento mínimo de fondos propios y pasivos elegibles por sus siglas en inglés). Asimismo, existe cierta incertidumbre en otros ámbitos, por ejemplo en torno al impacto de las nuevas reglas europeas sobre provisiones contables relativas al deterioro de activos (IFRS 9), o en materia de asesoramiento financiero (implementación de MiFID 2).

Estas medidas permitirían equilibrar el terreno de juego entre los bancos europeos y servirían, en principio, para poder comparar más homogéneamente su posición financiera (por ejemplo, en relación a los niveles de capital y su capacidad de absorber pérdidas), lo que beneficiaría la competencia a nivel europeo. Por otro lado, es necesario un periodo de estabilidad regulatoria para facilitar una implementación efectiva y coherente, por parte de entidades y supervisores, de todo el nuevo marco regulador y supervisor, y comprobar en la práctica los resultados de su aplicación para la estabilidad financiera.

5.5. CONCLUSIONES

Uno de los objetivos de la Unión Bancaria es sentar las bases para la aparición de entidades bancarias paneuropeas, un tipo de entidades que ayudarán a profundizar en la integración financiera de la zona euro. Una banca paneuropea contaría con unos balances más diversificados, tanto en términos de riesgo de crédito con el sector privado y con soberanos como en cuanto a la base de depósitos; sus clientes se podrían beneficiar de una oferta de financiación menos sujeta a shocks nacionales y, por tanto, más estable; podría aprovechar economías de escala para mejorar su eficiencia y rentabilidad; y contribuiría a diluir el vínculo entre riesgo bancario y riesgo soberano.

---

[20] La CE emitió una consulta en 2016 sobre los regímenes de insolvencia en Europa, que forma parte de las iniciativas para crear una Unión del Mercado de Capitales. Adicionalmente, el plan de acción sobre préstamos dudosos también contempla realizar un ejercicio de benchmarking de estos regímenes entre países con el fin de armonizarlos.

Esta visión, sin embargo, no se ha materializado a día de hoy. La inmensa mayoría de integraciones bancarias en los últimos años han sido domésticas y, en comparación con Estados Unidos, la presencia de entidades en varios países de la zona euro es todavía muy limitada.

Este artículo ha subrayado la necesidad de avanzar en varios ámbitos para aliviar los impedimentos existentes a la creación de entidades de ámbito europeo. En concreto, ha argumentado que se debe:

- **Reducir la fragmentación regulatoria** entre los países que conforman la unión bancaria para promover las economías de escala. Ello requeriría avances en el *single-rule book* que constituye la base de la unión, quizás con un mayor uso de regulaciones europeas y no tanto en base a directivas que se trasponen a la legislación nacional de forma heterogénea, así como la armonización de los marcos de insolvencia para la banca. Otro cambio que conseguiría aflorar economías de escala sustanciales pasaría por armonizar los marcos legales en materia de insolvencia personal y empresarial. Ante la dificultad política de encontrar un sistema común, una alternativa a explorar sería la de un sistema europeo de insolvencias, que podría convivir con los sistemas nacionales, pero al que se podrían acoger voluntariamente las partes implicadas en un contrato en cualquier país de la zona del euro.
- **Mitigar el vínculo entre riesgo bancario y riesgo soberano** para equilibrar el terreno de juego. En este ámbito, el cambio más fundamental requeriría la introducción de un sistema europeo de garantía de depósitos –la carencia más importante de la unión bancaria europea– pero la última propuesta de la Comisión Europea constituye, desafortunadamente, un paso atrás en comparación con la del año pasado y no prevé un horizonte con un sistema plenamente mutualizado. No parece coherente que los bancos se supervisen y se resuelvan a nivel europeo, pero que en caso de quiebra de un banco con oficinas en toda la zona euro deba ser el fondo de garantía de depósitos nacional el que compense a los depositantes de todos los países en los que el banco está presente. Mientras se mantenga esta situación, las entidades financieras de los países con soberanos menos fuertes estarán en desventaja. A su vez, mitigar el vínculo entre riesgo bancario y soberano también necesitará de un *backstop* público a nivel europeo para el FUR y el sistema de garantía de depósitos y de una reducción de la concentración en las carteras de deuda soberana de los bancos (caracterizadas por un elevado grado de *home bias*). A este respecto, existen propuestas, como la de Nicolás Verón al Parlamento Europeo, para penalizar dicha concentración con recargos de capital e incentivar una mayor diversificación de las carteras de deuda soberana. Otros (como Van Riet, 2017) han abogado por la creación de un eurobono sintético –una combinación de bonos nacionales– como activo libre de riesgo para la zona euro.
- **Minimizar la incertidumbre sobre la calidad de los balances** en determinados países **y en torno a distintas iniciativas regulatorias**. El elevado peso de los créditos dudosos introduce incertidumbre en torno al valor real de los activos y al impacto que una adquisición de una entidad aquejada de este problema puede tener sobre la solvencia de una entidad compradora. Esta incertidumbre implica que el precio que una entidad comparadora está dispuesta a pagar se encuentre

por debajo del que están dispuestos a aceptar los accionistas de la entidad objetivo de dicha compra. Esta problemática es aún más relevante en un contexto en el que existen aún importantes iniciativas regulatorias o supervisoras pendientes de concretarse, en particular las exigencias referidas a los préstamos dudosos. Otras regulaciones que aún están en discusión y también proyectan una sombra de incertidumbre sobre el valor de las entidades bancarias incluyen la revisión de los modelos internos para el cálculo de los activos ponderados por riesgo (y la introducción de nuevos suelos a dichos cálculos) o la calibración del requisito mínimo de fondos propios y pasivos elegibles (MREL). En un contexto de creciente litigiosidad, también son relevantes los riesgos legales que pueden tener que asumir las entidades compradoras por la conducta pasada de las entidades adquiridas. Por tanto, todas aquellas medidas que faciliten la evacuación de los activos dudosos de los balances de los bancos –por ejemplo, a través de la utilización de bancos malos o de mecanismos que desarrollen el mercado para su venta– y que introduzcan una mayor certidumbre regulatoria serán claves para promover una mayor actividad de fusiones y adquisiciones a nivel europeo.

Además de los avances en la eliminación de impedimentos, cabe esperar que el proceso de digitalización y la evolución de modelos de negocio en banca también promuevan la aparición de bancos paneuropeos. Aquellas entidades capaces de desarrollar plataformas tecnológicas utilizables en varios países, apalancadas en el *big data*, la robótica y con una amplia gama de productos y servicios –más allá de los estrictamente financieros, incluyendo a través de alianzas con otras empresas– lo tendrán, sin duda, más fácil para escalar su modelo de negocio a toda Europa y más allá.

BIBLIOGRAFÍA

Altunbas, Y. y Marqués Ibánez, D., (2004), *Mergers and aquisitions and bank performance in Europe. The role of strategic similarities, ECB Working Paper Series No. 398*

BCE, (2016), *Reglamento UE 2016/445 sobre el ejercicio de las opciones y facultades que ofrece el derecho de la Unión (BCE/2016/4).*

BCE, (2017), *Financial Integration in Europe*, Mayo.

BCE, (2017), *Guía sobre préstamos dudosos para entidades de crédito.*

Carletti, E., Hartmann, P. y Spagnolo, G., (2002), *Implications of the bank merger wave for competition and stability,* in Risk Measurement and Systemic Risk, Proceedings of the Third Joint Central Bank Research Conference, 38-50

Cœuré, B., (2012), *Speech by Benoît Cœuré, Member of the Executive Board of the ECB, at the Conference on Small Business Financing in Frankfurt am Main*. [En línea]. https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp121213.en.html

Comisión Europea, (2013), *Comunicación de la Comisión sobre la aplicación de la normativa sobre ayudas estatales a las medidas de apoyo en favor de los bancos en el contexto de la crisis financiera (Comunicación bancaria) (2013/C 216/01).*

Comisión Europea, (2015), *Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo por el que se modifica el Reglamento (UE) nº 806/2014 a fin de establecer un Sistema Europeo de Garantía de Depósitos*. Estrasburgo.

Comisión Europea, (2016), *Proposals to amend rules on capital requirements, on bank recovery and resolution, and on the Single resolution mechanism*. [En línea]. https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/financial-reforms-and-their-progress/progress-financial-reforms_en

Comisión Europea, (2017), *Communication to the European Parliament, the Council, the European Central Bank, The European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions on Completing the Banking Union. COM(2017) 592.*

Comisión Europea, (2017), Reflection paper on the deepening of the economic and monetary union, Mayo.

Consejo de la Unión Europea, (2017), *Report of the FSC Subgroup on Non-Performing Loans*.

Constâncio, V., (2017), *Resolving Europe's NPL burden – challenges and benefits*. Keynote speech at Bruegel.

Enria, A., (2017), *The EU banking sector – risks and recovery. A single market perspective*. Speech at ESM.

Focarelli, D., Panetta, F. y Salleo, C., (1999), *Why do banks merge?* Banca d'Italia, Number 361.

Financial Stability Board, (2016), *Guiding principles on the temporary funding needed to support the orderly resolution of a global systemic important bank («G-SIB»)*.

Financial Stability Board, (2017), *Funding strategy elements of an implementable resolution plan*.

Hernando, I., Nieto, M.J. y Wall, L.D., (2008), *Determinants of domestic and cross-border bank acquisitions in the European Union, Documentos de Trabajo Nº 0823 del Banco de España.*

Hoffmann, M. y Stewen, I., (2012), *Recessions and small business access to credit: Lessons for Europe from interstate banking deregulation in the US*. [En línea].

http://voxeu.org/article/how-can-european-banks-learn-us

Parlamento Europeo y Consejo Europeo, (2014), *Directiva 2014/59/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, por la que se establece un marco para la reestructuración y la resolución de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión*. Diario Oficial de las Comunidades Europeas.

Sandri, D. y Mody, A., (2011), *The interplay of sovereign spreads and banks' fragility in the Eurozone*. [En línea].

http://voxeu.org/article/sovereign-spreads-and-banks-fragility

UBS, (2017), *Are retail banks destroying risk-adjusted value by expanding overseas?*, Q Series, Global Research.

Van Riet, A. (2017), *Addressing the safety trilemma: a safe sovereign asset for the eurozone*, ESRB Working Paper n.35.

Verón, N. (2017), *Sovereign concentration charges: A new regime for bank's sovereign exposures*, Economic and Monetary Affairs Committee, European Parliament.

6. HACIA LA ESTABILIDAD REGULATORIA TRAS EL ACTIVISMO POSTCRISIS

Francisco Uría Fernández[1]

EXECUTIVE SUMMARY

There has been, at least, three levels on the regulatory response to the financial crisis: global, regional (European, in our case) and national.

Global response to the crisis was mainly focused on the review of the Basel II agreements with the approval, in a process that has been recently ended, of the new Basel III agreements. New requirements on capital, liquidity and leverage were imposed on the financial entities that are now stronger that they were before the crisis.

In addition to the reform of the banking regulation, new rules and requirements on banking resolution were imposed also at global (TLAC), regional (MREL) and local level. If the new prudential and resolution requirements are considered jointly the effect on the financial institutions and its profitability has been really important.

Also in the field of investor protection, corporate governance, remuneration policy, payment services, personal data protection, accounting (and provisions) more regulation has been passed and more requirements has been imposed.

None of those new requirements has opened, until now, a reflection on the previously approved or on the cumulative effect they could have on the financial entities and their ability to lend. The impact analysis has been limited to the singular effects of each of the new regulations that were about to be proposed.

Now, we are looking to what seems to be the end of this «regulatory tsunami». After more than ten years of frenetic legislative activity all the main regulations are already passed or about to be passed.

As the recent statements from the EBA and the FSB seem to indicate, the time has come to conduct a global and systematic analysis of the cumulative effect of the new regulation, not only on the financial institutions (which it is important in itself) but also on the economies they served. To a certain degree I am personally convinced that if the

[1] Socio principal de KPMG abogados y responsable del sector financiero.

new prudential, banking resolution and accounting (IFRS 9) are considered together probably some part of the new regulation could be reconsider. This is the urgent task we have ahead.

6.1. CRISIS FINANCIERA Y RESPUESTA REGULATORIA Y SUPERVISORA

La crisis financiera global de 2007, tuvo efectos y duración distinta en las diferentes geografías, de modo que existió una agenda global, una agenda regional (europea, en nuestro caso) y una agenda local de respuesta a la crisis.

En el caso europeo, cuando empezaban a superarse los efectos de la primera fase de la crisis (de carácter netamente global), comenzó una crisis distinta que tuvo que ver con las debilidades estructurales de la eurozona desde su arquitectura fundacional así como con la situación de algunos Estados en que se combinaban altos niveles de endeudamiento, sectores financieros con dificultades no resueltas y problemas de acceso a los mercados de capital. Una crisis que comenzó en 2010 y alcanzó sus máximas cotas de fragmentación financiera en el 2012. Por último, la crisis asumió caracteres propios en cada Estado.

Frente a esa realidad de una crisis multiforme, con manifestaciones, calendarios y efectos diferenciados por geografías, se produjo, igualmente, una respuesta regulatoria que trató de corregir los defectos observados en la regulación bancaria anteriormente vigente. No fue una respuesta única sino que tuvo diversos contenidos y niveles, desde una reforma global de los estándares regulatorios del sector financiero, reformas europeas (y singularmente la Unión Bancaria) y, entre nosotros, los cambios introducidos en nuestro ordenamiento en parte como consecuencia del memorando de entendimiento del año 2012.

Estos cambios regulatorios afectaron a las normas prudenciales, a la creación de instrumentos efectivos de resolución bancaria, a los mecanismos de protección de los inversores y a otros directa o indirectamente vinculados con la crisis. A ellos se añadieron otros relacionados con los retos derivados de la transformación tecnológica como los que tenían que ver con la regulación de los servicios de pago o la protección de los datos de carácter personal.

El resultado fue el de un auténtico diluvio (por no utilizar el tan manido término del «tsunami») regulatorio, que impuso a las entidades requerimientos de gran intensidad y con plazos de implementación a menudo breves y coincidentes, y no siempre suficientemente coordinados en sus tres niveles (en lo que a nosotros nos afecta) global, europeo y español.

Si a ello le añadimos el reciente activismo judicial en relación a determinados instrumentos financieros y productos bancarios y la propia evolución de la regulación bancaria en esos ámbitos, se termina de completar un panorama en el que las cuestiones legales y regulatorias tienen una fortísima incidencia sobre el modelo de negocio de las entidades y su rentabilidad.

Todo ello en un contexto en el que otra de las medidas de respuesta frente a la crisis ha sido la adopción y mantenimiento de políticas monetarias fuertemente expansivas que han situado los tipos de interés en niveles anormalmente bajos (incluso negativos), estrechando el margen financiero de las entidades y afectando, de nuevo, a su rentabilidad.

En este escenario se impone un doble ejercicio: por un lado, la revisión de la regulación que ya se ha aprobado, tratando de detectar duplicidades, redundancias y contradicciones que afectan negativamente a la rentabilidad de las entidades e, indirectamente, a su capacidad para cumplir las funciones económicas que les son propias (básicamente la concesión de financiación a empresas y familias) y eliminando o limitando el alcance de las que hayan devenido innecesarias, redundantes o desproporcionadamente gravosas. Por otro lado, utilizar la tecnología para facilitar tanto la implementación de la regulación como el cumplimiento normativo, reduciendo su coste y disminuyendo el riesgo de incumplimientos (y las consecuencias que de él se derivan) por errores humanos en la captación, elaboración o transmisión de la información a los supervisores competentes. Es el fenómeno «Regtech».

La necesidad de acometer una revisión del conjunto de la regulación aprobada y sus efectos agregados ha sido reconocida, prácticamente sin excepción, por todos los reguladores bancarios internacionales y es que, aunque todos ellos realizaron estudios de impacto con carácter previo a la aprobación de cada una de las nuevas normas aprobadas, nadie ha realizado, hasta el momento, un estudio conjunto de sus efectos que analice hasta qué punto las nuevas normas son redundantes o imponen cargas desproporcionadas frente a sus objetivos. A nuestro juicio, el aspecto más relevante de esa reflexión debería centrarse en los efectos combinados de la regulación prudencial y las nuevas normas sobre resolución bancaria.

La Autoridad Bancaria Europea ha analizado[2] el impacto de la nueva regulación sobre el negocio bancario y ha identificado tanto las normas que han provocado efectos más relevantes (la nueva regulación sobre capital, los nuevos requerimientos de liquidez, las limitaciones al nivel de endeudamiento, las reformas estructurales y los nuevos regímenes de resolución bancaria) como los mayores impactos sobre el negocio bancario, y que, en su opinión, son los siguientes:

- La reducción de las actividades de inversión de los bancos y sus exposiciones (riesgos) fuera del balance
- La mejor capitalización
- Modificación del «*mix*» de financiación (más depósitos y menor dependencia de la financiación mayorista a corto plazo)
- Alargamiento de los plazos de vencimiento de la financiación mayorista
- Reducción de la ratio de préstamos/depósitos (por una reducción de los primeros y un aumento de los segundos)
- Reducción de tamaño y mejora de su ratio de apalancamiento.

En el ámbito académico, GRENWOOD, HANSON, STEIN y SUNDERAM, tras reconocer que las nuevas normas han fortalecido al sector financiero, han tratado de identi-

[2] Autoridad Bancaria Europea. Overview of the potential implications of regulatory measures for bank´s business models. 9 de febrero de 2015.

ficar aquellos aspectos de la nueva regulación que han tenido un mayor coste[3], entre los que destacarían, de nuevo, los derivados de la mayor exigencia en la regulación del capital, la utilización por los supervisores de los stress-test como herramienta supervisora así como la atención prestada a la planificación del capital, los nuevos requerimientos sobre liquidez, las herramientas dirigidas a evitar arbitrajes regulatorios transfronterizos y los poderes otorgados a las autoridades de resolución[4].

También han identificado normas, y entre ellas destacan algunas norteamericanas, en que los beneficios obtenidos están, a su juicio, por debajo de los costes generados[5]. Entre esas normas destaca –y no es una sorpresa, ya que compartimos totalmente esa opinión, las relativas a la separación de actividades (reforma estructural) en las entidades de crédito (Volcker Rule en el caso norteamericano y algunas normas nacionales europeas una vez retirada la iniciativa normativa europea en este ámbito), el nuevo ratio de apalancamiento o la regulación de las retribuciones en el ámbito financiero (una normativa compleja que puede producir el efecto perverso de limitar la capacidad de competir por el talento a las entidades financieras, especialmente frente a sus nuevos competidores tecnológicos).

En esta misma línea, el Consejo de Estabilidad Financiera decidió, en su reunión de 6 de octubre de 2017, añadir a su programa de trabajo para el período 2017-2018 un ejercicio de revisión de los efectos de las reformas efectuadas en la regulación financiera[6], asumiendo el compromiso de que este análisis estuviese listo antes de la cumbre del G-20 de 2018.

Dos ideas emergen con claridad de todo lo anterior: en primer lugar, aun reconociendo que las nuevas normas han mejorado la estabilidad del sistema financiero global y fortalecido la situación individual de sus integrantes, su efecto agregado ha sido muy considerable y ello incide no sólo sobre la rentabilidad de las entidades (lo que, a su vez, amenaza su estabilidad a medio y largo plazo) sino también sobre el conjunto de la economía.

Segundo, y avanzo aquí mi opinión personal, aunque algunos de los requerimientos globales son muy exigentes para las entidades (capital) o tienen efectos de toda índole que todavía no son del todo conocidos (liquidez y apalancamiento), las normas que han provocado un mayor impacto han sido las normas nacionales y regionales que suman a su dificultosa articulación junto con las normas prudenciales globales su escasa coordinación entre ellas por lo que el análisis del efecto agregado de las nuevas normas no debería dejarlas al margen.

Quisiera aclarar que esta postura favorable a una revisión crítica de la normativa ya aprobada tiene una fundamentación exclusivamente técnica y no tiene nada que ver con otras pretensiones revisionistas, de claro fundamento político, que han aparecido en diversas latitudes y fundamentalmente en Estados Unidos. Una regulación y supervisión ban-

---

[3] Greenwood, R., Hanson,S. G., Stein, J.C. y Sunderam, A. «The financial regulatory reform agenda in 2017». (Working paper 2017-09). Harvard University. Febrero 2017.

[4] Vid nota anterior, página 2.

[5] Vid nota nota anterior, páginas 2 y 3.

[6] Nota de prensa del FSB bajo el título de «FSB discusses 2018 workplan and next steps on evaluation of effects of reforms». Puede consultarse en http//www.fsb.org/2017/10/fsb-discusses-2018-workplan-and-next steps-on-evaluation-of-effects-of-reforms/

caria exigentes son imprescindibles pero, con el mismo convencimiento, creo en la vigencia del principio de proporcionalidad, lo que obliga a limitar la intervención del legislador en aquellos casos en que las cargas derivadas de esa intervención superen a los beneficios.

La oportunidad de esta tarea revisora es indudable. A nivel global, acaban de cerrarse los aspectos pendientes de los Acuerdos de Basilea III, en Europa se cierran los plazos de implementación de MIFID II, PSD 2 y el nuevo reglamento sobre protección de datos de carácter personal. También a nivel local se aprecia un «parón» en el ritmo de producción normativa relacionada con la actividad bancaria. Es pues, el primer momento de calma tras casi una década de frenesí legislativo. Repasemos sus hitos fundamentales.

6.2. LOS NUEVOS ESTÁNDARES GLOBALES EN MATERIA DE RECURSOS PROPIOS, LIQUIDEZ Y ENDEUDAMIENTO

El G-20, junto con el Consejo de Estabilidad Financiera, impulsó la reforma de la regulación financiera global al objeto de corregir las deficiencias que la crisis había puesto de manifiesto. Esa reforma global se materializó a través de una revisión de los acuerdos de Basilea II impulsada por el Comité de Supervisión Bancaria del Banco Internacional de Pagos de Basilea.

La crisis evidenció que los niveles y la calidad del capital de las entidades de crédito se encontraban, en no pocos casos, muy por debajo del nivel de riesgo real que habían asumido en los años de bonanza y, de facto, diversos instrumentos aceptados como recursos propios, incluso de la mejor calidad, se revelaron incapaces para la absorción de pérdidas que inevitablemente habría de producirse.

Algo similar cabe decir sobre la liquidez, muy postergada de las preocupaciones de los supervisores en los años anteriores a la crisis (de forma lógica puesto que el acceso a la liquidez en los mercados no podía ser más fácil) y que se reveló como un grave problema en el momento en el que las dudas sobre la situación real de las entidades provocaron el cierre de los mercados de capital, destruyendo el modelo de negocio de algunas entidades fuertemente apalancadas a largo plazo y con un perfil de riesgo (por ejemplo, hipotecas) a un plazo mucho mayor.

Muy conectada con la anterior, se encontraba la cuestión del apalancamiento: entidades cuyos balances habían aumentado considerablemente de tamaño, concediendo crédito en proporciones nunca antes vistas en los años anteriores a la crisis y basándose más en su apalancamiento en los mercados que en la tradicional captación de depósitos.

Se trataba de que la nueva regulación bancaria reforzase sustancialmente la solidez de las entidades en cuanto a sus recursos propios tanto desde un punto de vista cuantitativo como también cualitativo.

En el nivel 1, el capital regulatorio de los bancos, se limitaron los instrumentos que serían reconocidos como capital de la mejor calidad (Tier 1) de modo que a estar básicamente integrados por acciones y beneficios no distribuidos. Otros instrumentos financieros serían admitidos siempre que su configuración jurídica les habilitara para la absorción de pérdidas.

Dentro del capital de nivel 1 se distinguiría, a su vez, entre el capital de mayor calidad o Common Equity y los elementos adicionales de Tier 1 como esos instrumentos financieros híbridos que han de cumplir requisitos muy exigentes.

Además, se restringieron los instrumentos admitidos como capital de nivel 2, que en lo sucesivo serían instrumentos capaces de absorber pérdidas cuando la entidad no fuera viable. Los instrumentos de nivel 3 desaparecieron.

Las reglas de Basilea III son en parte continuistas respecto de las de Basilea II en cuanto a la idea de que el nivel de capital de la entidad debía ser sensible al nivel de riesgo efectivamente asumido por la entidad, aunque sí se produjo un endurecimiento en el modo en que dicho riesgo era computado y también se está revisando el impacto de los modelos internos de las entidades sobre la cifra final de capital requerido (el cierre aún pendiente de Basilea III).

A la base de capital así calculada se añaden los llamados «*colchones*» (buffers en el original en inglés): el «*colchón de conservación de capital*» y el «*colchón de capital anticíclico*», con la doble finalidad de hacer frente a situaciones en que la evolución macroeconómica pudiera añadir riesgos para la estabilidad de las entidades bien por la existencia de una coyuntura económica difícil (en el primer caso) o por los riesgos derivados de una situación prolongada de crecimiento y su efecto sobre el volumen del crédito concedido (en el segundo caso). Existen, además, otros «colchones de capital» como son los que tienen por finalidad la de mitigar o prevenir los riesgos derivados de un cambio de las condiciones macroeconómicas (cambios de coyuntura o de ciclo económico) como es el colchón de capital anticíclico de alta calidad que se sitúa entre el 0% y el 2,5% de los activos ponderados por riesgo.

Roldán[7] ha resumido el impacto de la nueva regulación prudencial al indicar que «*el régimen de capital regulatorio mínimo vigente hoy, o Basilea III…aumenta de manera significativa ese capital mínimo de mayor calidad, pasando del 2% al 7% (un 4,5% de capital mínimo y un colchón de conservación del capital adicional de un 2,5%). Si tenemos en cuenta otros elementos que también se endurecen, como los requerimientos por carteras de trading y titulizaciones y las mayores deducciones sobre ese CET1 del 7%, este aumento del requerimiento de capital de máxima calidad fue de siete veces (este cómputo ha sido recientemente comentado por Andrew Bailey, de la Prudential Regulation Authority del Reino Unido). Para entidades sistémicas globales, a ese 7% se añade una sobrecarga que va del 1% al 3,5%*».

En suma, el efecto acumulado de estos nuevos requerimientos regulatorios hace que el nivel básico de capital exigido a los bancos alcance un doce por ciento de sus activos ponderados por riesgo frente al cuatro por ciento exigible bajo la normativa anterior. Es decir, se ha multiplicado por tres.

La exigencia es aún mayor en el caso de las entidades sistémicas globales que, para dar respuesta al problema del «too big to fail» incrementan adicionalmente su requerimiento para alcanzar un porcentaje mínimo del trece por ciento de sus activos ponderados por riesgo.

---

[7] Roldán, J.M, «*La regulación bancaria: nuevos retos*», en la obra colectiva «*31 claves para la gestión de riesgos en entidades bancarias. Nuevos riesgos, nuevos retos*». VV nota 118, páginas 123 y 124.

En materia de liquidez, se estableció un doble requerimiento: el «*Coeficiente de cobertura de liquidez*» (LCR) referido a la posición de liquidez a corto plazo de la entidad y el «*Coeficiente de financiación estable neta*» (NSFR), complementario del anterior. Todo ello con la finalidad de que los bancos dispusieran de «colchones» de activos líquidos de alta calidad (HQLA, por sus siglas en inglés) y libres de cargas, que puedan ser utilizados mediante su venta inmediata en los mercados (menos de 30 días naturales, en el caso del requerimiento de liquidez a corto plazo) para afrontar situaciones de tensión de liquidez.

En materia de apalancamiento, debe recordarse que una de las causas de la crisis, ya mencionada anteriormente y particularmente clara en el caso el sector financiero español, fue el crecimiento exponencial del volumen de crédito concedido, el aumento del balance de las entidades y su endeudamiento en los mercados, todo lo cual afectó a su estabilidad.

Para evitar este comportamiento fuertemente procíclico, o, al menos, para tratar de limitarlo, las nuevas reglas de Basilea III establecieron un coeficiente o ratio de apalancamiento que complementaría los requerimientos de capital basados en el nivel de riesgo de las entidades y que se configuró como el resultado de un cociente en el que el numerador sería el nivel de capital y el denominador el nivel de las exposiciones de la entidad. Ese coeficiente se situó en un nivel mínimo del tres por ciento del Tier 1, aunque podría modificarse a decisión del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, siendo superior para las entidades sistémicas globales.

ROSA GÓMEZ[8] lo ha considerado un elemento fundamental en el nuevo marco de Basilea III y que trata de limitar el crecimiento del balance en relación al nivel de capital, y ello, continúa la misma autora,[9] con un doble objetivo: microeconómico (se exige una correlación entre el nivel real de las exposiciones y el nivel de capital) y macroeconómico (se limita la capacidad de la banca para prestar, de modo que se evitan, o al menos atemperan, los efectos procíclicos de la actividad bancaria: crecimiento del crédito ligado a la expansión económica).

Evidentemente, la coincidencia de este aumento de exigencia de la regulación financiera con un contexto de bajos tipos de interés ha tenido un fuerte impacto sobre la rentabilidad de las entidades y también, aunque este último sea un aspecto discutido y discutible, podría haber afectado a su capacidad de prestar (desde luego ha afectado a su proceso de toma de decisión sobre la concesión de financiación a unos u otros segmentos de acreditados).

Los reguladores internacionales fueron conscientes tanto de la exigencia que suponían las nuevas reglas como de sus efectos potenciales para el conjunto de una economía que sufría aún los efectos de la recisión. A fin de paliar esos efectos sobre la rentabilidad de las entidades, su capacidad para otorgar crédito y, en definitiva, su contribución a la recuperación económica, se introdujeron períodos transitorios, aunque no siempre fueron respetados ni por los legisladores nacionales ni, sobre todo, por los analistas y los propios mercados.

---

[8] Gómez, R. «Basel III: setting a limit to leverage in banking». Regulation Economic Watch. BBVA Research. Mayo 2016, páginas 1 al 13.

[9] VV nota anterior. Página 1.

En Europa, estos nuevos requerimientos regulatorios no se introducirían directamente en los ordenamientos internacionales sino que pasarían por su transposición previa a normas europeas. Así, y del mismo modo que ya había sucedido con anteriores acuerdos de Basilea, la Unión Europea aprobó las normas que efectuarían la transposición al derecho europeo de los acuerdos de Basilea III para que, en un momento posterior, fueran los Estados Miembros quienes realizasen la adaptación de sus respectivos ordenamientos internos.

A diferencia de los ejercicios de transposición de normas internacionales previas al derecho europeo, en que su incorporación se produjo a través de Directivas que, como es propio de este instrumento, permitieron la existencia de diferencias relevantes entre las normas nacionales, en esta ocasión se combinaron un reglamento y una Directiva, reduciendo así la capacidad de los reguladores nacionales de modular la aplicación de la nueva regulación. Además, las nuevas normas limitaron el número de «discrecionalidades nacionales».

Para el desarrollo, interpretación y aplicación de las nuevas normas europeas en materia de requerimientos de capital iban a tener gran importancia la recién creada Autoridad Bancaria Europea y el Banco Central Europeo, revestido de sus nuevas funciones de supervisión bancaria[10].

Las nuevas normas fueron, por un lado, del Reglamento (UE) nº 575/2013, del Parlamento Europeo 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 y por el que se modifica el Reglamento (UE) nº 648/2012 (en lo sucesivo, «*CRR*»), y, por otro, 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 servicios de inversión, por la que se modifica la Directiva 2002/87/CE y se derogan las Directivas 2006/48/CE y 2006/49/CE (en adelante, CRD IV).

A pesar del escaso tiempo transcurrido desde su publicación, y anticipando los efectos derivados del «cierre» de los Acuerdos de Basilea III, la Comisión Europea ha presentado un «paquete legislativo[11] conocido como «Reforma Bancaria de la Unión Europea»[12] que comprende las siguientes propuestas legislativas:

– Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo por la que se modifica la Directiva 2013/36/UE en lo que respecta a los entes exentos, sociedades financieras de cartera, remuneraciones, medidas y facultades de supervisión y medidas de conservación del capital.

---

[10] De hecho, en estos momentos, una de las principales prioridades del Banco Central Europeo es tratar de reducir las diferencias existentes entre la regulación prudencial en los distintos Estados de la Eurozona.

[11] 23 de noviembre de 2016.

[12] EU Banking Reform: Strong Banks to support growth and restore confidence, presentado en Bruselas el 23 de noviembre de 2016 y que incluye diversas normas modificativas tanto de la normativa sobre requerimientos de capital (CRD IV/CRR) como la relativa a la resolución de las entidades de crédito (BRRD).

- Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo por la que se modifica la Directiva 2014/59/UE, del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta al orden de prioridad de los instrumentos de deuda no garantizada en caso de insolvencia.
- Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo por el que se modifica el Reglamento (UE) nº 575/2013, en lo que se refiere al ratio de apalancamiento, la ratio de financiación estable neta, los requisitos de fondos propios y pasivos admisibles, el riesgo de crédito de contraparte, el riesgo de mercado, las exposiciones a entidades de contrapartida central, las exposiciones a organismos de inversión colectiva, las grandes exposiciones y los requisitos de presentación y divulgación de información y por el que se modifica el Reglamento (UE) nº 648/2012.
- Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo por la que se modifica la Directiva 2014/59/UE, en relación con la capacidad de absorción de pérdidas y de recapitalización de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión, así como las Directivas 98/26/CE, 2002/47/CE, 2012/30/UE, 2011/35/UE, 2005/56/CE, 2004/25/CE y 2007/36/CE.
- Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo por el que se modifica el Reglamento (UE) nº 806/2014 en lo que se refiere a la capacidad de absorción de pérdidas y de recapitalización para las entidades de crédito y las empresas de inversión[13].

Como anticipábamos, buena parte de las competencias para el desarrollo técnico de la nueva regulación ha correspondido a la Autoridad Bancaria Europea que ha desarrollado una actividad muy intensa para la elaboración y publicación de un buen número de normas de desarrollo que concretan los requerimientos técnicos de toda índole que deberán respetarse por parte de las entidades de crédito. En este esfuerzo de armonización destaca, particularmente, el llamado «Código Normativo Único»[14].

El Código Normativo Único es una expresión acuñada por el Consejo Europeo en el año 2009 para referirse al instrumento que daría respuesta a la necesidad de asegurar la homogeneidad de la regulación financiera en la Unión Europea como requisito imprescindible para la consecución de un auténtico mercado interior de servicios financieros.

El objetivo central de esta iniciativa es el de evitar que los espacios de decisión de toda índole que han quedado en manos de las autoridades nacionales (tanto en su papel de reguladores como también en el de aplicadores de las normas como supervisores bancarios) puedan permitir una nueva situación de asimetría regulatoria como la vivida en el pasado.

No se trata de suprimir por completo la posibilidad de actuación individual por parte de los Estados miembros. La nueva regulación ha tenido en cuenta que, como la expe-

[13] Bruselas, 23.11.2016. COM (2016) 851 final. 2016/0361 (COD).

[14] En la traducción que viene realizándose en los textos normativos de la Unión Europea. Por ejemplo, puede citarse el considerando nº 14 del Reglamento (UE) 575/2013, publicado en el DOUE de 27 de junio de 2013 en su traducción española (L 176/1).

riencia de la pasada crisis nos ha enseñado, los ciclos económicos y los riesgos macroeconómicos pueden evolucionar de modo distinto en los diferentes Estados. Por ello, la Directiva 2013/36/UE habilita a las autoridades nacionales para solicitar la elevación de los niveles de capital de las entidades bajo su supervisión como medio de dar respuesta o riesgos específicamente locales.

A ello se suman las capacidades que la nueva regulación atribuye a los supervisores para que, atendiendo a las características y circunstancias de cada entidad (en particular, a su modelo de negocio y a su perfil de riesgo) puedan adicionar requerimientos específicos de capital (Pilar 2) que se superpongan a la aplicación de los requerimientos regulatorios (Pilar 1).

El rol armonizador de la Autoridad Bancaria Europea se evidencia también en la producción de estándares técnicos obligatorios (Binding Technical Standards o BTS) específicamente dirigidos a lograr la máxima armonización en áreas relacionadas con la aplicación de la nueva normativa sobre solvencia y cuya aprobación formal corresponde a la Comisión Europea.

El Banco Central Europeo, en su papel de supervisor de un número relevante de bancos europeos, ha sido también un agente activo en la armonización de los criterios de interpretación y aplicación de la regulación bancaria europea, llegando a aprobar un Reglamento y una Guía respecto del ejercicio de esas opciones y discrecionalidades nacionales existentes en la Unión Europea.[15] Este ejercicio ha permitido detectar más de ciento cincuenta opciones y discrecionalidades nacionales, de las que se consideran subsanadas más de un centenar.

6.3. LOS NUEVOS REQUERIMIENTOS EN MATERIA DE RESOLUCIÓN BANCARIA y LA CREACIÓN DE LA UNIÓN BANCARIA EN EUROPA

6.3.1. *LA APROXIMACIÓN GLOBAL*

Al margen del endurecimiento de los requerimientos de capital y la creación de los nuevos requerimientos de liquidez y la nueva ratio de apalancamiento, uno de los elementos esenciales de la nueva regulación fue la respuesta al problema de las entidades «demasiado grandes para caer», es decir, la atención específica a la situación de las llamadas entidades sistémicas en principio «globales»[16] y, posteriormente, también las de ámbito doméstico. De este modo, tanto el G-20 como el Consejo de Estabilidad Financiera incluyeron en las agendas de sus reuniones el establecimiento de medidas dirigidas a abordar el tratamiento de las crisis de estas entidades consideradas como «*sistémicas*» globales.

---

[15] Reglamento (UE) 2016/445 del Banco Central Europeo, de 14 de marzo de 2016, sobre el ejercicio de las opciones y facultades que ofrece el derecho de la Unión (BCE/2016/4). Diario Oficial de la Unión Europea de 24 de marzo de 2016 (esta última puede consultarse en la página web del BCE sobre cuestiones de supervisión: www.bankingsupervision.europa.eu. y Guía del BCE sobre las opciones y facultades que ofrecen el derecho de la Unión. Marzo de 2016. Diario Oficial de la Unión Europea de 24 de marzo de 2016.

A esas entidades se les requiere, en primer lugar, y como hemos señalado en el capítulo anterior, un buffer adicional de capital, que se añadiría a los requerimientos derivados de los Acuerdos de Basilea III pero, además, surgió la preocupación por la capacidad de absorción de pérdidas de los instrumentos que conforman los recursos propios de las entidades sistémicas, lo que dio lugar a un nuevo requerimiento conocido como TLAC (*Total loss-absorbing capacity)*.

La configuración regulatoria del TLAC se estableció en un conjunto de documentos aprobados por el Consejo de Estabilidad Financiera[17] habiéndose pactado la entrada en vigor de la nueva normativa de forma progresiva de acuerdo con el siguiente calendario:

A partir del año 2019 se exigirá, al menos (las autoridades nacionales pueden aumentar este requerimiento) un nivel de instrumentos elegibles por su capacidad para la absorción de pérdidas que será el mayor entre el 16 por ciento de los activos ponderados por riesgo de acuerdo al balance consolidado del grupo considerado a efectos de resolución y un seis por ciento del denominar de la ratio de apalancamiento definida en los Acuerdos de Basilea III.

A partir del 1 de enero de 2002 estos requerimientos pasarán a ser del 16 al 18 por ciento y del 6 al 6,75 por ciento, respectivamente.

Por último, y para las entidades sistémicas globales en países emergentes se establece un régimen transitorio en virtud del cual los niveles citados en los dos párrafos anteriores no habrán de alcanzarse, respectivamente, hasta los años 2025 y 2022.

La nueva regulación establece así un sistema que garantiza que las entidades sistémicas globales dispongan de un volumen suficiente de activos fácilmente convertibles en capital en el caso de una crisis). Se trata de instrumentos financieros que, como han señalado FERNÁNDEZ DE LIS, PARDO LABRADOR y SANTILLANA[18], pueden hacer efectivo el «*bail in*» (recapitalización interna, a través del sacrificio de acreedores y/o acreedores) como alternativa real al «*bail out*» (recapitalización externa, normalmente con cargo a fondos públicos) a través de la exigencia de que los bancos mantuvieran en sus balances activos susceptibles, financiera y legalmente[19], de convertirse en capital en caso de resolución en una cantidad.

El impacto de estas medidas sobre los bancos sistémicos y su rentabilidad será muy importante puesto que, como se ha expuesto, la combinación de los requerimientos de capital y endeudamiento derivados de Basilea III y los derivados del régimen del TLAC

---

[16] Se trata de una lista de 30 entidades financieras, elaborada anualmente por el Consejo de Estabilidad Financiera.

[17] «Overview report summarising the findings of the TLAC impact assessment studies», «Quantitive impact study report conducted by the BSBS», «Economic impact assessment report conducted by a group of experts chaired by the BIS», «Historial losses and recapitalisation needs findings report» y, sobre todo, «Principles on Loss-Absorbing and Recapitalization Capacity of G-SIBs in Resolution. Total Loss-Absorbing Capacity (TLAC) Term Sheet», FSB, 9 de noviembre de 2015.

[18] Fernández de Lis, S., Pardo Labrador, JC y Santillana, Victoria. «*Capacidad de absorción de pérdidas total (TLAC): Haciendo el bail in más viable y creíble que el bail out. BBVA research, 11 de noviembre de 2014*».

[19] «*Instruments that can be legally, effectively and operationally written down or converted into equity in case of resolution*» en las palabras del documento sometido a consulta por el Consejo de Estabilidad Financiera. Puede consultarse en: www.fsb.org/2014/11/fsb-consults-on-proposal-for-a-common-international-standard-on-total-loss-absorbing-capacity-tlac-for-global-systemic-banks

finalmente aprobado para asegurar su capacidad de absorción de pérdidas se sitúan en el entorno del veinte por ciento de los activos ponderados por riesgo. Por otra parte, los movimientos en los mercados de capitales que podrían producirse por la necesidad de los bancos de acomodar la estructura de sus balances a estos nuevos requerimientos podrían ser igualmente relevantes, con efectos colaterales insuficientemente valorados.

6.3.2. *EL NUEVO MARCO EUROPEO DE LA RESOLUCIÓN BANCARIA EN EL MARCO DE LA UNIÓN BANCARIA*

La Unión Bancaria arrancó en el verano del año 2012 con el claro objetivo de salir al paso de una situación de fragmentación financiera[20] que llegó a amenazar la pervivencia del euro.

En su configuración original, la Unión Bancaria Europea tendría tres elementos o pilares: un mecanismo Único de Supervisión (el MUS o SSM por sus siglas en inglés), un mecanismo Único de Resolución (el MUR o SRM, de nuevo en inglés) y un esquema europeo de garantía de depósitos (el EDIS, por sus siglas en inglés).

El Mecanismo Único de Supervisión se constituyó en virtud del Reglamento 1024/2013, del Consejo, de 15 de octubre de 2013, que encomienda al Banco Central Europeo competencias específicas respecto de políticas relacionadas con la supervisión prudencial de las entidades de crédito.

La siguiente pieza normativa fue el Reglamento (UE) 468/2014, del Banco Central Europeo, de 16 de abril de 2014, por el que se establece el marco de cooperación en el Mecanismo Único de Supervisión entre el BCE y las autoridades nacionales competentes y con las autoridad nacionales designadas (conocido como Reglamento Marco del MUS).

El Reglamento (UE) nº 1024/2013 configuró el Mecanismo Único de Supervisión como un sistema en el que participarían el Banco Central Europeo y las autoridades nacionales competentes (los supervisores nacionales) bajo un principio de coordinación. El Banco Central Europeo sería, por un lado, (artículo 6.1. del Reglamento 1024/2013) el «responsable del funcionamiento eficaz y coherente del MUS» y, por otro lado, sería el supervisor «directo» de las entidades «significativas». Por su parte, las Autoridades Nacionales Competentes se ocuparían de la supervisión directa de las consideradas «entidades menos significativas» al tiempo que cooperarían en la supervisión de las entidades significativas mediante su participación en los equipos conjuntos de supervisión.

El Reglamento 1024/2013 estableció como criterios distintivos entre entidades significativas y menos significativas el tamaño, la importancia para la economía de la Unión o de cualquier Estado miembro participante y el carácter significativo de las actividades transfronterizas que desarrolle. Concretamente, serían entidades significativas aquellas en las que concurriese alguna de las siguientes características:

[20] Los informes sobre integración financiera en Europa del Banco Central Europeo (Financial Integration in Europe) y de la Comisión (European Financial Stability and Integration-Report) correspondientes al año 2012, que fueron publicados en abril de 2013, ilustran sobre la magnitud de la fragmentación financiera en los mercados europeos a mediados del año 2012.

i) Que el valor total de sus activos supere los 30.000.000.000 EUR,

ii) Que la ratio de sus activos totales respecto del PIB del Estado miembro participante de establecimiento supere el 20%, a menos que el valor total de sus activos sea inferior a 5.000.000.000 EUR,

iii) Que, previa notificación por su autoridad nacional competente en el sentido de que considera que esa entidad tiene una relevancia significativa cuando hubiese establecido filiales bancarias en más de un Estado miembro participante y su activo o pasivo transfronterizo represente una parte importante de su activo o pasivo total, sujeto a las condiciones establecidas en el método».

Al margen de estos criterios serían también entidades significativas aquellas a las que el Banco Central Europeo, una vez realizadas las averiguaciones necesarias a tal efecto, haya atribuido la condición de tal y también las entidades que hubieran solicitado o recibido ayuda financiera pública directa de la FEEF o del MEDE.

No cabe duda, tres años después del inicio de la actividad supervisora del BCE, de que ésta ha supuesto un gran cambio para los bancos europeos. La nueva metodología supervisora del BCE, conocida como «SREP» (single review evaluation process), ha prestado atención prioritaria cuestiones como el modelo de negocio de las entidades, su rentabilidad, la calidad de su gobierno corporativo y su efectiva gestión del riesgo, han sido cuestiones fundamentales, Otras cuestiones atendidas, con intensidad creciente, han sido las relacionadas con la pervivencia de un volumen relevante de activos improductivos (conocidos habitualmente por sus siglas en inglés como NPLs). Sobre esta última cuestión, el Banco Central Europeo ha publicado una Guía[21] mantiene una constante presión supervisora. También se ha prestado creciente atención a cuestiones de gran actualidad e importancia como la transición a los nuevos estándares contables internacionales (IFRS 9) o la ciberseguridad. Todo ello ilustra la ambición que caracteriza la actividad supervisora del Banco Central Europeo.

No obstante la importancia del MUS, creo que los requerimientos potencialmente más gravosos para las entidades provienen del nuevo Mecanismo Único de Resolución bancaria (MUR).

El MUR nació como respuesta europea a la petición del Consejo de Estabilidad Financiera de que todas las jurisdicciones contasen con instrumentos efectivos para la resolución bancaria[22] y también como complemento imprescindible del MUS. La detección de los problemas y su solución no podía tener un doble nivel europeo y nacional.

La Comisión Europea canalizó su actividad en una doble dirección. Por un lado, la armonización de la normativa europea en este ámbito, al objeto de asegurarse de que todos los países europeos contaban con los instrumentos jurídicos necesarios para una resolución bancaria efectiva y, posteriormente, presentó su propuesta para la creación del MUR.

---

[21] «Guidance to banks on non performing loans», publicada por el Banco Central Europeo el 20 de marzo de 2017 y que puede ser consultada en su página web

[22] «*Atributos clave para un efectivo régimen de resolución de Instituciones Financieras*» fue un documento publicado el 4 de noviembre de 2011. Puede consultarse en http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_111104cc.pdf

El primer objetivo se cumplió con la aprobación de la Directiva 2014/59/UE, del Parlamento Europeo y del Consejo de 15 de mayo de 2014 por la que se establece un marco para la reestructuración y la resolución de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión, y por la que se modifican las directivas 77/91/CEE y 82/891/CE del Consejo, las Directivas 2001/24/CE, 2002/47/CE, 2004,/25/CE, 2005/56/CE, 2007/36/CE y 2011/35/CE y el Reglamento (UE) nº 1093/2010.

La creación del imprescindible Mecanismo Único de Resolución se produjo con la aprobación del Reglamento (UE) nº 806/2014, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de julio de 2014, por el que se establecen normas uniformes y un procedimiento uniforme para la resolución de entidades de crédito y de determinadas empresas de servicios de inversión en el marco de un Mecanismo Único de Resolución, y un Fondo Único de Resolución y se modifica el Reglamento UE) nº 1093/2010 (en adelante *«el Reglamento»*). A ello se añadiría un Acuerdo Intergubernamental que sentaría las bases para las aportaciones de los Estados de la Eurozona y que fue suscrito en Bruselas el 14 de mayo de 2014 bajo el nombre de Acuerdo Intergubernamental sobre la *«transferencia y mutualización de las contribuciones al Fondo Único de Resolución»*.

El MUR se configura en términos de cierta similitud con el MUS y estaría basado en la existencia de un «sistema» en el que habrían de cooperar una autoridad de resolución europea de nuevo cuño, la Junta Única de Resolución, y las autoridades nacionales competentes.

Además, se crearía un instrumento financiero, el Fondo Único de Resolución, que serviría como instrumento de mutualización progresiva (en un período de ocho años) de los costes de la recuperación y resolución de las entidades de crédito.

La Junta desempeñará en el Mecanismo Único de Resolución un rol similar al del BCE en el MUS: eje de un sistema en el que autoridades europeas y autoridades nacionales competentes (para la resolución, en este caso) habrán de cooperar estrechamente y sujetar su actuación a normas comunes. El artículo 7.1 del Reglamento dispone, en este sentido, que «La Junta será responsable del funcionamiento eficaz y coherente del Mecanismo Único de Resolución». Sin embargo, a diferencia del MUS, no actuará de forma autónoma puesto que el Reglamento prevé la intervención sucesiva, según los casos, de la Comisión Europea e incluso el Consejo.

La nueva regulación sobre recuperación y resolución bancaria ha significado para las entidades una exigencia regulatoria de alta intensidad que se superpone a las obligaciones derivadas de la normativa prudencial que se ha descrito en el apartado precedente.

Sucintamente, esas nuevas obligaciones pueden sintetizarse del modo siguiente:

a) Suministro de información a las nuevas autoridades de resolución
b) Formulación o cooperación en la elaboración de los nuevos instrumentos de planificación de la recuperación o la resolución
c) Respuesta a los requerimientos de las autoridades de resolución en cuanto a la remoción de los obstáculos a su resolubilidad, cualesquiera que estos sean (entre los más relevantes pueden mencionarse los relativos a la estructura de los grupos bancarios, las relaciones intragrupo o la prestación de funciones críticas y su externalización).

d) Las aportaciones al nuevo fondo de resolución
e) La obligación de emitir instrumentos «MREL», a los que nos referiremos a continuación.

Siendo, sin duda, un conjunto de obligaciones relevantes, creo que para una entidad sana el requerimiento más exigente es el relativo al nuevo «requerimiento mínimo de recursos propios y pasivos elegibles para la recapitalización interna», más conocido, por sus siglas en inglés, como «MREL[23]». Como decimos, su configuración es muy distinta a la del TLAC, por la que la Comisión Europea ha adoptado iniciativas legislativas tendentes a facilitar el cumplimiento de ambos requerimientos (TLAC y MREL) por las entidades sistémicas globales que tienen su base en Europa. Son las siguientes:

– La Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo por la que se modifica la Directiva 2014/59/UE, en relación con la capacidad de absorción de pérdidas y de recapitalización de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión, así como las Directivas 98/26/CE, 2002/47/CE, 2012/30/UE, 2011/35/UE, 2005/56/CE, 2004/25/CE y 2007/36/CE y,
– La Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo por el que se modifica el Reglamento (UE) nº 806/2014 en lo que se refiere a la capacidad de absorción de pérdidas y de recapitalización para las entidades de crédito y las empresas de inversión

En todo caso, el MREL, a diferencia del TLAC, es un requerimiento individualizado para cada entidad que tiene en cuenta sus características y, en particular, su perfil de riesgo.

El MREL tendrá efectos muy importantes. En primer lugar, los relacionados con sus costes de emisión, en sí relevantes, pero también, y no en menor medida por el hecho de que puedan convertirse en fuente de volatilidad e inestabilidad para las entidades ante el riesgo que representa para los inversores la posibilidad de un procedimiento de resolución. El nivel del MREL es realmente elevado. Se habla de que, como media, duplicará el nivel del capital regulatorio. El impacto agregado de la regulación prudencial y la nueva normativa sobre resolución es pues realmente elevado. Se estima que las entidades sujetas emitirán instrumentos MREL por un importe superior a los 117.000 millones de euros.

En definitiva, una nueva regulación que, siendo necesaria, ha incrementado notablemente el nivel de exigencia sobre los bancos europeos pero que, sobre todo, no ha forzado la revisión de los estándares previamente adoptados para determinar la existencia de «redundancias» gravosas para las entidades.

Por último, quedaría realizar una breve referencia al hasta el momento fallido tercer pilar de la Unión Bancaria: el esquema europeo de garantía de depósitos, más conocido en sus siglas en inglés como «EDIS».

Al igual que en el caso de la resolución bancaria, la Comisión Europea ha avanzado en una doble dirección: la armonización de las normas nacionales en la materia y

[23] Minimum requirement for own funds and eligible liabilities for bail in.

la elaboración de propuestas tendentes a la creación de un mecanismo europeo, al menos en la eurozona. Sin embargo, y como vamos a ver, el resultado no ha sido el mismo.

En el terreno de la armonización, la actuación europea se ha producido a través de iniciativas sucesivas que en algún caso se produjeron en los momentos iniciales de la crisis con el objetivo de preservar una mínima armonización en la Unión Europea. Así, en los peores momentos de la crisis se aprobó la Directiva 2009/14/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de marzo de 2009 por la que se modifica la Directiva 94/19/CE relativa a los sistemas de garantía de depósitos, en lo que respecta al nivel de cobertura y al plazo de pago. A ella le siguió, ya como un instrumento normativo de clara voluntad armonizadora, la Directiva 2014/49/UE, del Parlamento Europea y del Consejo, de 16 de abril de 2014, relativa a los sistemas de garantía de depósitos que derogó la Directiva 94/10/EC y sus enmiendas sucesivas. En esta Directiva se armonizaron procedimientos y plazos para la restitución de los depósitos, se mantuvo el nivel de protección en los conocidos 100.000 euros y, sobre todo, se avanzó en el establecimiento de mecanismos de financiación «ex ante» de los fondos de garantía de depósitos. En todo caso, estas normas, como sucedió con su equivalente en materia de resolución bancaria, no iban más allá de la armonización de las normas nacionales y desde luego no implicaban la creación de un esquema europeo de garantía de depósitos.

La Comisión Europea ha pretendido completar el mapa de la Unión Bancaria tal y como fue concebido en el año 2012 con una iniciativa legislativa presentada en noviembre de 2015[24] que seguía la recomendación contenida en el denominado «Informe de los cinco presidentes»[25] y trata de completar la Unión Bancaria con un «sistema europeo de garantía de depósitos».

A fin de facilitar su aceptación por los Estados la propuesta de la Comisión distinguía tres fases: un mecanismo de «reaseguro» de los sistemas nacionales de garantía de depósitos, que no cambiaban su configuración actual, un sistema posterior de «coaseguro», en el que la contribución del sistema europeo de garantía de depósitos irá aumentando de forma progresiva, al igual que sucede en el caso del fondo único de resolución bancaria y, finalmente, y ya en una tercera etapa, el establecimiento de un auténtico sistema europeo de garantía de depósitos, previsto, como se ha dicho, para el año 2024.

No obstante, la falta de acuerdo político entre los Estados persiste y, ante la ausencia del mismo, la iniciativa ha quedado paralizada.

En todo caso, y al margen de que el nuevo sistema de garantía de depósitos ha significado, por su configuración, un cierto incremento de los requerimientos a las entidades, no parece que esta particular pieza normativa haya tenido un gran impacto sobre ellas en términos de aportaciones a los fondos nacionales, si bien ha tenido un efecto colateral no menos importante: la obligación de adaptar sistemas y procesos internos de

[24] La Comisión propuso el establecimiento de un sistema de seguro de los depósitos bancarios para toda la Eurozona con el objetivo de que estuviera completado en el año 2024

[25] Se trata del Informe de 22 de junio de 2015 con el título «Completar la Unión Económica y Monetaria» y que puede consultarse en «http://ec.europa.eu/priorities/economic-monetary-union/docs/5-presidentes-report_en.pdf»

las entidades al tiempo que se aumentaban los requerimientos de información por parte de las autoridades, todo lo cual termina teniendo un coste de cierta relevancia que se añade a todo lo anteriormente expuesto.

6.4. NORMAS SOBRE SEPARACIÓN DE ACTIVIDADES O REFORMA ESTRUCTURAL DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO

La separación obligatoria de actividades en las entidades de crédito, a menudo conocida como «*reforma estructural de las entidades de crédito*» no ha formado parte de la agenda regulatoria global sino que, más bien, ha sido objeto de atención de las autoridades nacionales.

La «Volcker Rule» en Estados Unidos, que forma parte de la Ley Dodd-Franck, la regulación bancaria británica que ha implementado las recomendaciones en su día realizadas por la llamada «*Independent Commission on Banking*»[26] («Comisión Vicker») y las regulaciones aprobadas en Francia, Bélgica y Alemania, tienen una configuración e intensidad distinta en cada caso lo que se ha convertido en un problema de primer orden para las entidades de crédito que tenían presencia en varios de los países que contaban con este tipo de normas.

El panorama en Europa habría sido aún peor de no haberse retirado recientemente una iniciativa legislativa europea anterior en este ámbito, derivada de las recomendaciones del «*Comité Liikanen*»[27]. Se trataba de una propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo sobre medidas estructurales para aumentar la resiliencia (resistencia, solvencia) de las entidades de crédito en la Unión Europea[28], que se presentó en el año 2014 pero que, a diferencia de otras normas presentadas en ese tiempo, no llegó a ser aprobada.

Esta iniciativa se enfrentaba a varios problemas técnico de resolución compleja: por un lado, y desde un punto de vista técnico, la publicación del informe Liikanen coincidió con un momento en que debía aprobarse las normas que habrían de transponer al derecho europeo los acuerdos de Basilea III, el ya famoso paquete «*CRD IV*» y, por otro lado, la plasmación de las recomendaciones en una norma planteaba el problema de qué hacer con los países que como ya se ha indicado, ya habían publicado normas propias en este ámbito: el Reino Unido, Francia, Alemania y Bélgica. Por último, se planteaba la difícil tarea de delimitar las actividades permitidas y prohibidas a los bancos minoristas era cualquier cosa menos sencilla.

En esta situación, la decisión de retirar la iniciativa europea en este ámbito nos parece acertada y marca, en mi opinión, el camino a seguir con buena parte de las normas que

---

[26] La Comisión Independiente Bancaria fue creada en junio de 2010, bajo la presidencia de Sir John Vickers, por lo que el informe emitido por la Comisión en septiembre de 2011 suele conocerse como «*Informe Vickers*» o «*Informe de la Comisión Vickers*».

[27] Al margen de la presidencia de Liikanen puede ser interesante destacar la presencia del español José Manuel Campa entre los miembros de ese reducido y selecto grupo de expertos.

[28] Bruselas, 29 de enero de 2014. COM (2014) 43 final. 2014/0020 (COD).

se han ido añadiendo, a distintos niveles, para completar la regulación financiera global. Al menos uno de los problemas ha quedado resuelto para los bancos europeos que no se encuentran sujetos a las normas nacionales que se han citado con anterioridad.

6.5. NORMAS SOBRE GOBIERNO CORPORATIVO Y POLÍTICAS RETRIBUTIVAS

Los reguladores europeos sintieron la necesidad de introducir cambios en la regulación del gobierno corporativo y las políticas retributivas desde el comienzo de la crisis, tanto en el ámbito de las sociedades cotizadas como también en el de las entidades de crédito.

Concretamente, la Comisión Europea había publicado su Recomendación 2009/3177/CE, de 30 de abril, sobre la política de remuneración en los servicios financieros y la Recomendación 2009/5159/CE, de 30 de abril, sobre remuneración de los consejeros de las empresas cotizadas, que complementaban las Recomendaciones 2004/913/CE y 2005/162/CE. Estas Recomendaciones estaban alineadas con los documentos internacionales que se habían publicado en la materia.

Ambas Recomendaciones tuvieron una gran influencia en la evolución de la legislación europea y también en la normativa nacional, tanto en el ámbito de las normas imperativas como en los códigos de buen gobierno (en el caso español, en el Código Unificado de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas).

Posteriormente, la Comisión publicó también su «*Libro Verde sobre el Gobierno Corporativo en las entidades financieras y políticas remunerativas*»[29] y la Autoridad Bancaria Europea emitió su Guía sobre Gobierno interno[30] en la que se define el gobierno corporativo como «*el conjunto de relaciones entre una institución, sus gestores, sus accionistas y otras partes interesadas (stakeholders). El Gobierno interno es un componente limitado, pero esencial, del gobierno corporativo centrado en la estructura interna y la organización de una institución*».

En el derecho europeo positivo, el principal reflejo de esta nueva sensibilidad se produjo, ya en el marco de la regulación financiera, con la aprobación de la Directiva 2010/76/UE, de 24 de noviembre de 2010 (conocida como «*CRD III*»). La transposición al derecho español de esta nueva regulación se produjo a través de la Ley 2/2011, de 4 de marzo, de Economía Sostenible y su posterior desarrollo reglamentario.

A estas normas siguieron, años más tarde, las contenidas en el «*paquete CRD IV*», el Reglamento y la Directiva que ya han sido objeto de análisis anterior. En ellas se contenían diversas normas en materia de gobierno corporativo de las entidades de crédito y políticas retributivas. Los ejes de esta nueva regulación son los siguientes:

El gobierno corporativo de las entidades de crédito pasa a configurarse como uno de los aspectos sujetos a la revisión de los supervisores bancarios, configurando la gestión prudente del riesgo como una de las misiones fundamentales del consejo.

---

[29] Bruselas, 2010. http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/com2011-164_es.pdf

[30] European Banking Authority. Guidelines on Internal Governance. Posteriormente revisadas en 2016. https://www.eb.europa.eu/regulation-and-policy/internal-governance/guidelines-on-internal-governance-revised.

Una vez que el gobierno corporativo es objeto de la atención del supervisor ello se traduce en una serie de obligaciones instrumentales: de transparencia (obligación de suministrar información al supervisor y a los mercados), y también de organización y procedimientos internos (existencia de comisiones y unidades específicamente encargadas de velar por la adecuada gestión del riesgo, el establecimiento de políticas retributivas correctas, el nombramiento de consejeros y directivos idóneos y el cumplimiento normativo de la entidad). El Gobierno corporativo quedaría así configurado como un «sistema».

El Consejo desempeña un papel clave, como responsable de aspectos clave en la estrategia de la entidad como de la aprobación del marco de apetitito al riesgo o el cumplimiento normativo.

En el plano de la organización y los procedimientos de las entidades debían respetarse las tradicionales «*tres líneas de defensa*»: la línea de negocio (primera línea), las funciones de cumplimiento normativo y control del riesgo, segunda línea, (a cargo, respectivamente, de dos figuras en ascenso, el responsable de cumplimiento normativo o «chief compliance officer» y el responsable de control del riesgo o «chief risk officer», a los que se requiere independencia, autoridad y condiciones adecuadas para el ejercicio de sus funciones) y la función de auditoría interna (tercera línea). Todo ello bajo el escrutinio de las Comisiones de Auditoría y la de Riesgos.

Además de esas Comisiones de Auditoría y de Riesgos, también se exigen nuevas comisiones de nombramientos y retribuciones.

El Banco Central Europeo, en el ejercicio supervisor «*SREP*» desarrollado en los años 2015, 2016 y también en el 2017, ha sometido a profunda revisión el gobierno corporativo de las entidades de crédito supervisadas. No se trató de un análisis formal de cumplimiento de los requerimientos regulatorios en la materia, sino que trató de verificarse el adecuado funcionamiento del gobierno corporativo de las entidades en la práctica, la calidad de sus procesos de decisión, que los consejeros independientes realicen adecuadamente su función y que, en definitiva, existan los suficientes controles internos como para garantizar que el Consejo ejerce realmente sus competencias de supervisión y control sobre los gestores de la entidad.

En el ámbito de las políticas retributivas, el legislador pretende que no puedan constituir un incentivo para la asunción imprudente de riesgos, como se estima sucedió en los años anteriores a la crisis y, para ello, se introducen una serie de medidas:

- Se introduce la exigencia de contar con un comité de remuneraciones (que, en las entidades más importantes será un comité distinto al de nombramientos)
- Se establece una relación de proporción entre remuneración fija y variable de modo que ésta última no pueda alcanzar un importe desproporcionado respecto de aquélla.
- Se busca alinear a medio plazo los intereses de los administradores y directivos con los de los accionistas de modo que parte de la remuneración debe pagarse con determinados instrumentos financieros (fundamentalmente acciones) pero con la obligación de que se mantengan en el patrimonio del directivo durante determinados plazos.

- Se introducen mecanismos que permiten reducir o, incluso, eliminar, la remuneración variable en el caso de que los resultados de la entidad no sean positivos.
- Se establecen deberes de restitución (cláusulas de «*claw-back*») para los supuestos en que, a posteriori, pudiera revelarse que los resultados positivos a los que había contribuido el administrador o directivo no fueron realmente tales.
- Se limita el pago de indemnizaciones por rescisión anticipada de contratos («*Golden parachuting*») y también a las aportaciones discrecionales a fondos de pensiones.

El problema de estas normas, al margen de sus efectos directos, es que pueden situar a las entidades en una situación de desventaja competitiva al tratar de atraer ciertos perfiles a sus organizaciones, como sucede con lo relacionado con las nuevas tecnologías, en que su competencia con las «Big Tech» o las «Fintech» no puede ser más directa.

6.6. NORMAS SOBRE PROTECCIÓN DE LOS INVERSORES Y CLIENTES BANCARIOS

Aunque, en un primer momento, la agenda de la respuesta regulatoria frente a la crisis se centró más en los aspectos relacionados con la solvencia de las entidades, no tardó en surgir una línea de reformas que trataron de corregir algunos de los defectos observados en la normativa vigente en lo relativo a la protección de los inversores y los clientes bancarios. Estas normas tuvieron un origen más bien regional (europeo) o nacional.

En Europa, la mejora de la protección al inversor vino fundamentalmente de la mano de la revisión del paquete «*MIFID 1*»[31]. En palabras de la Directiva destinada a derogar la versión original de la MIFID, la Directiva 2014/65/UE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE: «*La crisis financiera ha dejado al descubierto algunos puntos débiles en el funcionamiento y la transparencia de los mercados financieros. La evolución de los mercados financieros ha dejado clara la necesidad de fortalecer el marco regulador de los mercados de instrumentos financieros, también cuando la negociación tiene lugar en mercados extrabursátiles, con el fin de aumentar la transparencia, mejorar la protección de los inversores, reforzar la confianza, abordar los ámbitos no regulados y garantizar que se den a los supervisores las competencias para desarrollar sus cometidos*».

La Directiva fue aprobada conjuntamente con el Reglamento (UE) nº 600, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativo a los mercados de instrumentos financieros y por el que se modifica el Reglamento (UE) nº 648/2012, conocido en el mercado como «*MIFIR*».

Estas normas pretenden mejorar la normativa vigente en tres grandes aspectos: la mejora de la regulación de las diversas infraestructuras de mercado, tratando de lograr

[31] Directiva 2004/39/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros, por la que se modifican las Directivas 85/611/CEE y 93/6/CEE del Consejo y la Directiva 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo y se deroga 93/22/CEE del Consejo.

tanto una mayor proximidad regulatoria como una mayor transparencia en su funcionamiento. En segundo lugar, se trata de mejorar la calidad del gobierno corporativo y la organización interna de la entidad en materia de «gobierno de producto» y, por último, destaca el fortalecimiento de las normas sobre protección del inversor, a través de los siguientes cambios:

- Se amplía el ámbito de aplicación de la normativa de modo que pasan a incluirse en él nuevos productos y servicios. El más importante de ellos fueron los depósitos estructurados.
- Se actualiza el concepto de cliente profesional del que tienden a excluirse clientes institucionales cuya experiencia o conocimiento financiero no debe presumirse (por ejemplo, las pequeñas corporaciones locales).
- Se robustecen los requisitos relacionados con la organización interna y el buen gobierno corporativo de las empresas de servicios de inversión (anticipados, entre nosotros, por la Circular 1/2014, de 26 de febrero, de la CNMV, sobre los requisitos de organización interna y de las funciones de control de las entidades que prestan servicios de inversión) en un proceso paralelo al que se estaba produciendo respecto de sus competidores, las entidades de crédito.
- Se aclara el régimen aplicable a los servicios de «*sólo ejecución*», especialmente en el caso de los casos referidos a productos complejos.

El cambio fundamental de MIFID II tiene que ver con las nuevas normas sobre asesoramiento independiente y gestión discrecional de carteras que tratan de avanzar en la detección y evitación de los conflictos de interés. Así, para las entidades que se calificasen como «*asesores independientes*», y en la gestión discrecional de carteras quedarían básicamente prohibidos los incentivos («*inducements*») de tal forma que su modelo de negocio habría de basarse en la percepción de honorarios por parte del propio cliente. Las actividades de «research» pasan a ser también consideradas como incentivos. En el caso de que las entidades no asuman esa condición (independiente) y desarrollen su actividad como meros «*asesores*», están sujetas a un deber de transparencia respecto de la existencia de incentivos y su importe.

Además de su importancia intrínseca, MIFID II ha venido acompañada de una gran actividad de los reguladores europeos para el reforzamiento de la protección al inversor financiero en general, incluyendo a los adquirentes de productos bancarios y de seguros.

Esta tendencia a la armonización de los estándares de protección al consumidor de productos y servicios financieros se hizo evidente con ocasión de la aprobación del Reglamento 1286/2014, del Parlamento Europeo y del Consejo de 26 de noviembre de 2014, sobre los documentos de datos fundamentales[32] relativos a los productos de inversión minorista vinculados y a los productos de inversión basados en seguros. En este Reglamento se abordan, de forma conjunta, los requerimientos de información que debe proporcionarse al cliente con independencia de si los productos «*empaquetados*» bajo la

[32] Conocido como «KID» por las siglas en inglés correspondientes a «key information documment».

apariencia externa de un producto de seguros, son productos bancarios o instrumentos financieros de cualquier índole.

También la Directiva (UE) 2016/97, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de enero de 2016, sobre la distribución de seguros[33], contiene disposiciones semejantes en materia de gobernanza del producto.

Estas normas están obligando a las entidades a repensar sus modelos de negocio, a elegir el modo en que se posicionan en los mercados y también a adaptar sus procesos y sistemas internos, todo lo cual representará un coste relevante para ellas, con lo que suman a la factura derivada de la implementación de la nueva regulación.

6.7. OTRAS NORMAS: PSD2 Y EL REGLAMENTO EUROPEO SOBRE PROTECCIÓN DE LOS DATOS DE CARÁCTER PERSONAL

Una norma europea que está también llamada a tener un gran impacto sobre las entidades es la conocida como Directiva PSD2[34], que evoluciona la directiva PSD, la primera directiva sobre servicios de pago. Parte de sus efectos guardan relación con la necesaria incorporación a las entidades de los nuevos estándares establecidos por la renovada normativa europea en materia de protección de datos de carácter personal (GDPR).

La nueva Directiva PSD2 implica una aproximación positiva del regulador europeo frente a nuevos proveedores de servicios de pagos a los que se permitirá acceder –bajo ciertas condiciones, y previo consentimiento de su titular– a las cuentas bancarias de sus clientes y a su información, lo que pretende contribuir a su desarrollo.

Esta pieza normativa constituye la constatación de esta aproximación favorable del regulador europeo frente al mundo Fintech, coherente con el espíritu de la Unión del Mercado de Capitales y la voluntad de facilitar el desarrollo de un Mercado Único Digital.

Sin entrar demasiado en los detalles de ambas normas (PSD2 y GDPR) lo que, de nuevo, sobrepasaría los límites de este trabajo, si quisiéramos dejar apuntada la reflexión de que más allá de los costes de implementación y cumplimiento de las nuevas reglas, que son relevantes, los impactos más importantes tienen que ver con la definición de la arquitectura de datos de la entidad al objeto de definir la mejor alternativa para su almacenamiento, gestión, protección, aprovechamiento y, en su caso, monetización.

Si estamos de acuerdo en que los datos de los clientes serán, son ya, el auténtico tesoro de los bancos, nada más importante para ellos que posicionarse con la estrategia correcta en este ámbito anticipándose al riesgo de que viejos o numerosos actores puedan posicionarse ventajosamente en la guerra por los datos amenazando con sustituir a los actores tradicionales (no sólo los bancos) en la relación directa con los clientes. Frente a ello, y sin perjuicio de cumplir la nueva regulación, los bancos tienen que adoptar una

[33] DOUE de 2 de febrero de 2016 (L26/19).

[34] Directiva (UE) 2015/2366, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 25 de noviembre de 2015, sobre servicios de pago en el mercado interior y por la que se modifican las Directivas 2002/65/CE,2009/110/CE y 2013/36/UE y el Reglamento (UE) nº 1093/2010 y se deroga la Directiva 2007/64/CE.

estrategia propia, adaptada a sus circunstancias, que les permita preservar su modelo de negocio y sus palancas de rentabilidad.

6.8. LA NORMATIVA CONTABLE

Aunque, de nuevo, no podemos detenernos demasiado en el desarrollo de esta cuestión, no cabe duda de que los cambios sucesivos en la normativa contable, tanto internacional (sobre todo, en el caso de las entidades de crédito, la IFRS 9) como nacional (con los dos Reales-Decretos Ley 2 y 18/2012 las modificaciones sucesivas de la famosa Circular 4/2004 del Banco de España y de su Anejo IX en materia de riesgo de crédito) hasta llegar a la recientemente aprobada Circular 4/2017, de 27 de diciembre, que ha derogado aquélla, y que han tenido y van a tener un efecto muy importante sobre las entidades de crédito.

El nivel de provisiones requeridas para el riesgo de crédito no ha dejado de aumentar en los últimos (de hecho, la IFRS 9 lo incrementará todavía más de forma inminente) y, al margen de lo que ello implica en términos de coste directo, suscita la duda de si ese crecimiento no debía haber provocado alguna reflexión sobre el nivel del capital requerido a las entidades. Al fin y al cabo, si la nueva regulación está tratando de asegurar altos niveles de cobertura de los riegos de una entidad, si ésta aumenta sustancialmente sus niveles de provisión debería hacer innecesaria, al menos en parte, una elevación de los requerimientos de capital.

Este análisis conjunto de los efectos de los nuevos requerimientos de capital, liquidez y apalancamiento junto con los derivados de la normativa contable no se ha realizado y, sin embargo, es uno de los aspectos en los que la nueva regulación puede tener un mayor impacto en el apetito de la entidad para conceder crédito o para financiar determinadas operaciones. Se trata de una reflexión esencial que los análisis de impacto individualizados de cada una de las normas en concurrencia no son capaces de realizar adecuadamente.

6.9. ALGUNAS NOTAS SOBRE LA NUEVA REGULACIÓN BANCARIA ESPAÑOLA

España, como no podía ser de otro modo, va incorporando todas las normas a que se ha hecho referencia anterior, sobre todo, en el ámbito prudencial, a través de la Ley 10/2014, de 26 de junio, de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito (en adelante, LOSS) y el Real Decreto 84/2015, de 13 de febrero, por el que se desarrolla la anterior.

Esas mismas normas se han aprovechado para actualizar textos normativos de larga vigencia que contenían aspectos fundamentales de la regulación bancaria española y que, en realidad, no se encontraban afectados por las disposiciones europeas que se trataba de transponer sino que trataban de dar respuesta a necesidades estrictamente nacionales.

Además, y más allá de la normativa de referencia, han existido ámbitos en los que la agenda regulatoria española ha sido muy singular como son los referidos al régimen de las cajas de ahorros, las fundaciones bancarias y, por último, los bancos participados por

aquéllas, y también, y ello resulta particularmente llamativo, en el ámbito concursal, al objeto de proporcionar seguridad jurídica a los acuerdos de refinanciación alcanzados con los deudores. La problemática de la protección de los deudores hipotecarios en caso de ejecución de las garantías y, en general, varios aspectos relacionados con el crédito con garantía hipotecaria, también han constituido una singularidad en la respuesta regulatoria a la crisis financiera.

En parte obligadas por el Memorando de Entendimiento suscrito con nuestros socios europeos, suscrito en junio de 2012[35], estas reformas legislativas han implicado requerimientos adicionales para los distintos tipos de entidades españolas que, aunque razonables si se consideraban de forma aislada, se suman de forma a veces no armoniosa a los requerimientos regulatorios globales y europeos. También en este ámbito se haría necesario un proceso de revisión que tratara de eliminar aquellas partes que fueran contradictorias, innecesarias o simplemente desproporcionadas.

Un capítulo aparte merecerían las normas surgidas para paliar los problemas que afectaron a distintos instrumentos financieros y productos bancarios en España, entre los que últimamente han destacado los miles de litigios relacionados con la comercialización de determinados instrumentos y la existencia de cláusulas presuntamente abusivas en los contratos hipotecarios. El legislador español fue sensible a estos problemas, dictando normas sucesivas a lo largo de la crisis para dar respuesta a las situaciones más difíciles (como, por ejemplo, en el caso de los desahucios a las familias desfavorecidas)

Entre estas normas, por citar solamente las más recientes, podemos hacer mención al Real Decreto-ley 1/2017, de medidas urgentes de protección de consumidores en materia de cláusulas suelo y al reciente Anteproyecto de Ley reguladora de los contratos de crédito inmobiliario que realizará la transposición a nuestro ordenamiento de la Directiva 2014/17/UE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de febrero de 2014, sobre los contratos de crédito celebrados con los consumidores para bienes inmuebles de uso residencial y por la que se modifican algunas Directivas europeas, que, de nuevo, imponen nuevas obligaciones y requerimientos regulatorios a las entidades de crédito, las obligarán a cambiar procesos y sistemas y, en definitiva, tendrán costes relevantes de implementación. Todo ello podría darse por bueno si finalmente conduce a un escenario de menor litigiosidad y mayor previsibilidad jurídica sobre lo que se considera admisible o no en términos de contratación bancaria.

6.10. LA ESPERANZA DEL REG TECH

Frente a esta situación de hiper-producción legislativa, y de costes crecientes asociados a la implementación y el cumplimiento de las nuevas normas, surge la posibilidad

[35] Su denominación oficial fue la de «*Memorando de Entendimiento sobre condiciones de Política Sectorial Financiera*». Se trató del «*Memorando de Entendimiento sobre condiciones de Política Sectorial Financiera*» hecho en Bruselas y Madrid el 23 de julio de 2012, y del Acuerdo Marco de Asistencia Financiera, hecho en Madrid y Luxemburgo el 24 de julio de 2012».

de que el uso de las nuevas tecnologías pueda permitir un cumplimiento más seguro, previsible y eficiente, minorando los costes de las entidades.

A la espera de que el proceso de revisión legislativa al que se ha hecho anterior referencia pueda desplegar sus efectos, sería deseable que legisladores y supervisores mantuvieran una actitud abierta en este ámbito tratando de facilitar (como está sucediendo en el Reino Unido) que las nuevas Fintech, las entidades financieras tradicionales y los supervisores puedan forjar nuevas alianzas que contribuyan a alcanzar los objetivos descritos.

6.11. CONCLUSIÓN

La crisis ha provocado una respuesta regulatoria en tres niveles, global, europeo y nacional (español) que no tiene precedentes en la historia.

El efecto de esta nueva regulación ha sido un incremento sustancial de los requerimientos de toda índole para las entidades de crédito, lo que, junto a otros factores de gran relevancia (situación de los tipos de interés) han tenido un efecto sobre la rentabilidad de las entidades y sus modelos de negocio que no puede dejar de considerarse.

A nuestro juicio, una vez que llegamos al momento en que todas estas nuevas normas se encuentran ya aprobadas, sería oportuno acometer una revisión de su efecto acumulado, tratando de detectar ámbitos en que una simplificación normativa pudiera ser posible sin que ello implicase sacrificar la estabilidad del sector o de las entidades, lo que sería inaceptable.

Además, deberían aprovecharse al máximo las posibilidades que la tecnología ofrece para facilitar ese cumplimiento, reduciendo los costes y riesgos asociados al mismo, lo que exigirá de entidades y supervisores una actitud abierta frente a la innovación.

En última instancia, garantizada la estabilidad de los bancos, se trata de facilitar que puedan cumplir sus funciones económicas del modo más eficiente posible. Todas las normas que no teniendo una contribución significativa a garantizar esa estabilidad, comprometan su rentabilidad o dificulten el cumplimiento de esas funciones deberían ser profundamente revisadas como también deberían serlo los casos en que no son los efectos de una norma aislada, sino los efectos agregados de todas o varias de ellas, los que puedan producir ese efecto.

PARTE III
COMPLETAR LA UNIÓN MONETARIA PARA GARANTIZAR SU SOSTENIBILIDAD

7. TACKLING EUROPE'S CRISIS LEGACY: A COMPREHENSIVE STRATEGY FOR BAD LOANS AND DEBT RESTRUCTURING

Maria Demertzis and Alex Lehmann[1, 2]

EXECUTIVE SUMMARY

Eight years after the start of Europe's financial crisis, the legacy of non-performing loans and excessive private debt remains a key obstacle to the recovery of bank credit and investment.

We argue that efforts to reduce and remove NPLs from the balance sheets of creditors must simultaneously remove excess debt from the balance sheets of debtors. This is the only way to ensure that bank balance sheets are restored to health sustainably, and that both supply and demand for new credit revive.

A comprehensive strategy to tackle legacy assets should include national debt reduction strategies that guide bank NPL reduction targets, strengthen frameworks for restructuring and insolvency, simplify the engagement of specialist investors within the capital markets union and, crucially, create a blueprint for national asset management companies.

There is a need to strengthen policies in four key areas:

1. First and foremost, recapitalise banks to enable them to provision distressed loans adequately, and then actively participate in restructuring or writing off unviable loans.
2. Second, encourage further legal reform that is also supported by adequate restructuring capacity within the banks and elsewhere in the private sector, including by attracting specialist investors.
3. Third, create a tax regime and flexibility in revenue management that encourages the public sector to participate in debt restructuring.
4. Finally, establish asset management companies that can overcome the various market failures in terms of removing distressed assets from banks' balance sheets.

---

[1] Bruegel Policy Contribution.

[2] We are grateful for comments from Dirk Schoenmaker, Nicolas Véron and Guntram Wolff. This paper benefitted immensely from discussions at the Bruegel conference on NPLs and debt restructuring on 3 February 2017, and was previously published as Bruegel Policy Contribution 11/2017. All errors are those of the authors alone. Justine Feliu and Inês Gonçalves Raposo provided valuable research assistance.

NPLs are concentrated in particular countries but are a problem for the entire euro-area banking system given the many financial and real spillovers across the currency area. There is a clear need for national reforms that create a more supportive environment for debt restructuring and deleveraging. But many policies will also need to be coordinated within the euro area, and possibly within the single EU capital market.

INTRODUCTION

At a current value of about €870 billion, non-performing loans (NPLs) have undermined the recovery in credit and economic growth in the EU since the 2009 financial crisis (Figure 1 and European Commission, 2017). In terms of bank regulation and supervision, the response was initially slow, though is now more decisive. Since 2013, the EU has had uniform standards for bank asset quality, and as of 2017 key euro-area banks are being forced to set targets for NPL reduction and to improve operational capacity to manage the workout (ECB, 2017). In July 2017 the Council set out a comprehensive action plan to tackle non-performing loans (Council, 2017). NPL reduction is integral to the health of the euro area banking system. This will be a prerequisite for any further measures to be taken, such as the common deposit insurance, that could help put the Banking Union on a more sustainable footing.

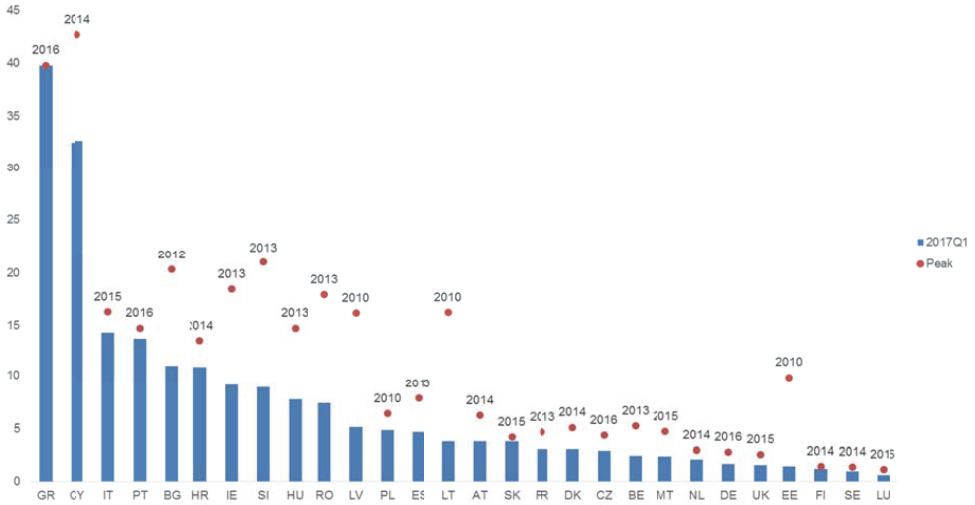
But it is often overlooked that loan delinquency is a symptom of debt distress in the private sector. And debt in excess of sustainable levels is even more widespread than NPL figures would suggest. At least eight countries within the currency bloc suffer from excess private debt on a scale that could potentially undermine their ability to recover sustainably.

This should be a concern for policymakers, including bank supervisors. Even loans that are so far performing might be held by companies that are not economically viable or households that are in distress. From 2018, IFRS9 as the EU's new accounting standard will force banks to adopt a forward-looking assessment of borrowers' financial health. The impact of future write-offs, and the benefits of early and well-coordinated debt restructuring, on the current earnings and capital position will be much more apparent.

In most euro-area countries debt restructuring can be a market-driven process. Legal frameworks for restructuring and insolvency have been reformed, and capacity in judicial systems and local insolvency professions is improving.

However, at least four euro-area countries combine a toxic mix of excessive NPL levels, stagnant growth and persistent excess debt: Greece and Cyprus for households and companies, Portugal among large enterprises in particular, and above all Italy, with almost 30 percent of the total euro-area NPL stock. For these countries, gradualism would be counterproductive because protracted deleveraging is costly and capital remains tied up in businesses with unsustainable debt. Some enterprises might return to health following a comprehensive financial and operational restructuring, others will ultimately require partial or full liquidation. In these economies national frameworks and institutions need to be reformed further, and support for comprehensive balance sheet restructuring in EU and euro area policies need to be strengthened.

FIGURE 1.
GROSS NON-PERFORMING DEBT INSTRUMENTS IN THE EU, % OF TOTAL GROSS DEBT INSTRUMENTS



Source: ECB. Note: peak year to 2017Q1.

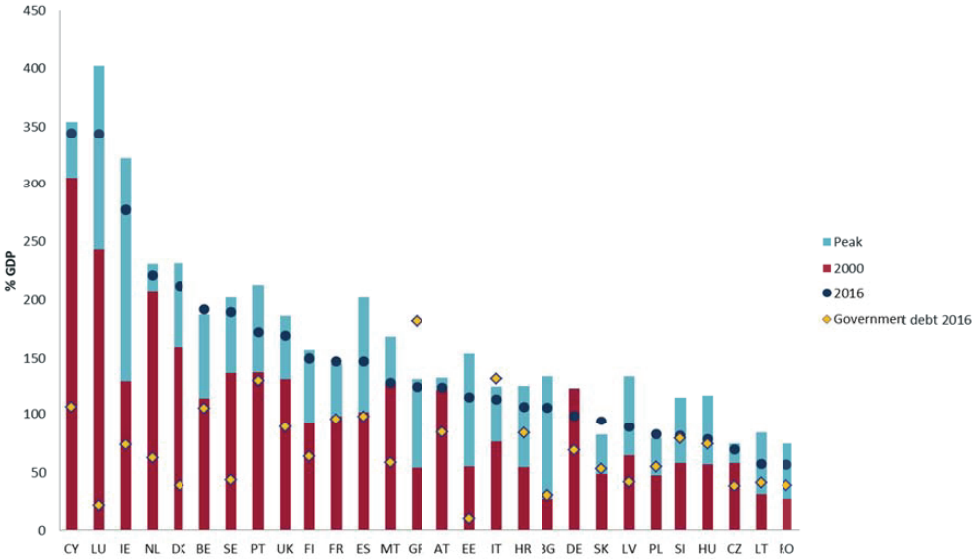
In this chapter we describe the supply and demand sides of debt. We then take stock of the process of private debt deleveraging in Europe and identify the institutional reforms made by countries that underwent systemic debt resolutions successfully in the past. Given the many financial real spillovers within the currency area, there is a case for policy coordination at the euro-area level and, in more focused areas, in the capital markets union.

7.1. PRIVATE DEBT: A PROBLEM WITH TWO SIDES

World Bank (2011)[3] demonstrated how debt has become more important for the functioning of modern economies over the last 20 to 30 years. More and more people and firms use debt to finance growth. However, and as World Bank (2011) emphasises, the procedures followed to resolve debts, when borrowers default, have not adapted to match the increased prevalence of debt. As a result, the inability to resolve debts as they become unproductive has led to the accumulation of high stocks of private debt. Europe is not different in this respect. Figure 2 shows that it is the levels of private debt (not fiscal debts) that remain high, and possibly too high.

[3] World Bank (2011) refers to personal insolvency.

FIGURE 2.
PRIVATE SECTOR (HOUSEHOLDS AND NON-FINANCIAL CORPORATES) DEBT IN % OF GDP



Source: Bruegel based on Eurostat, Irish National Central Bank Statistics. Note: Private debt data for Ireland is based on central bank statistics (CCB indicators), which are based on national bank credit data, thereby excluding the debts of foreign affiliates.

The exact level at which indebtedness distorts growth remains unclear. The European Commission's Macroeconomic Imbalance Procedure (MIP) uses a threshold of 113 percent of GDP as a signal for deeper investigation of private indebtedness. In a separate study (European Commission, 2013) that compared private (household and firm) debt levels to historical positions, the Commission estimated deleveraging needs of over 30 percent of GDP in Greece, Cyprus and Spain and about 20 percent for Dutch households.

But the range of estimates of such thresholds is wide and disputed. Cecchetti *et al* (2011) found that corporate and household debt in excess, respectively, of 90 and 85 percent of GDP is detrimental for growth. Arcand *et al* (2011) found that even private debt at 100 percent of GDP exerts a significant drag on growth. Caution therefore is important when attempting to categorise a level of private debt as excessive.

7.1.1. *THE TWO EFFECTS OF EXCESSIVE DEBT*

Irrespective of whether we know the exact point at which debt becomes excessive, we can recognise two ways in which excessive debt has detrimental effects on the economy.

The first impacts the supply of credit. Excessive debts are typically non-performing. When creditors have a level of NPLs on their balance sheet, they do not issue new

credit, thus putting a cap on the credit supplied to the economy. There are several channels through which NPLs can affect creditors. NPLs erode bank earnings because of the higher risk weights in calculating capital costs, provisioning and diminished returns on delinquent assets. European Cental Bank simulations suggest that simply replacing existing NPLs with sound exposures would lift return on equity in the most affected countries by several percentage points (Constâncio, 2017). Higher capital requirements for NPLs also tie up banks' resources and crowd out new credit. This similarly applies to human resources given that monitoring and management of NPLs requires more effort and ties up specific skills that are usually scarce within banks. Finally, high NPLs are a source of uncertainty leading to higher costs of funding and possible greater risk aversion by investors and depositors (Diwan and Rodrik, 1992).

Figure 1 showed current NPL levels in the EU compared to peak levels. While a number of countries have made progress in removing NPLs from bank balance sheets, a number of others clearly have not. The eight euro-area countries with the highest NPL ratios account for just under 70 percent of the NPL stock in the currency area. These eight 'high-NPL' countries also have elevated private debt ratios, in particular in relation to businesses. Interestingly, however, countries like Denmark and the Netherlands, which have low NPL levels, also had private debt in excess of 200 percent of GDP at the peak.

Excessive debt also suppresses the demand for new credit. This second effect, known as the *debt overhang*, has been less prominent in the European discussion. Debt overhang is a situation in which high debt levels act as a disincentive to new investment (Myers, 1977). When a firm has debts that create a non-trivial probability of defaulting, it becomes reluctant to demand more credit to finance new investments. This is irrespective of whether new investments would generate sufficient profits to finance themselves. The existing stock of debt weighs in on firms' economic decisions because any new profits will go to service old creditors first, and will only thereafter accrue to equity holders. This 'tax' on new investment distorts the willingness to invest and to grow out of debt. This phenomenon is the same for firms, households and countries, as pointed out by Krugman (1988).

This effect is difficult to measure directly, but can be identified in different ways. Companies that are highly leveraged find it difficult to take advantage of an improvement in demand, and may even continue to de-lever as a recovery takes hold (IMF, 2015a). In Europe, it is estimated that the debt overhang explains about a third of the decline in investment observed during the crisis (Ozcan *et al*, 2015). It is likely that the number of firms originally affected by this distortion is significant, making it a systemic obstacle to recovery[4].

[4] Jordà *et al* (2013). There are also other arguments relevant in this respect. Acharya *et al* (2016) argued that the ECB's early unorthodox instruments stimulated lending by banks but that this lending was primarily directed to existing, rather than new, clients and these borrowers exhibited poor credit quality. What they characterise as 'zombie lending' sustained firms with non-viable debt burdens and further distorted markets.

7.1.2. *ALTERNATIVE PATHS TO DEBT ADJUSTMENT*

Our main observation is that while there has been progress in removing NPLs from bank balance sheets, the reduction in total private indebtedness is still at an early stage. Total private debt in the EU (Figure 2) remains at an unweighted average of almost 150 percent of GDP. Removing NPLs from bank balance sheets remains necessary, though it does not imply a one-to-one reduction in private debt. For loan delinquency to be reduced sustainably, debt also needs to be brought down to sustainable levels.

A significant obstacle to this adjustment has been the EU's anaemic growth and almost zero inflation, at least until recently. Because the real value of debt does not adjust, it is the nominal value of debt that needs to come down. In principle, there are two alternative paths to such an adjustment:

- **Deleveraging,** as debtors put aside resources to repay existing debt. This however, depresses growth and investment as lenders rebuild liquidity in the absence of a more comprehensive improvement in the debt situation. Repressing investment and consumption also has considerable and long-lasting implications for income – a result of so-called hysteresis effects that last beyond any adjustment period, because of impacts on skills, employment and productivity given the depressed path of capital accumulation. European Commission estimates point to a permanent reduction in GDP of almost one percentage point for every ten-percentage point reduction in the private debt ratio (European Commission, 2014).
- **Re-structuring and/or write-downs.** This form of adjustment would involve wide-ranging modification of loan terms to recognise the value loss relative to the original terms in credit contracts, and to share this value loss between creditors and equity holders. In most of the eight euro-area countries with high NPLs, balance sheet restructuring has been slow. This is mostly because of coordination problems, market failures in the pricing of claims and the lack of bank capital that is needed once banks absorb losses. Only a few countries have engaged in more systemic restructuring, through recapitalisation and consolidation of the banking sector, guarantees or separation of delinquent loans from bank balance sheets (we review some case studies in section 2).

7.1.3. *A FRAMEWORK FOR THINKING ABOUT BAD DEBT*

For levels of private debts to fall meaningfully, financial restructuring in debt-distressed borrowers needs to become more prominent. The emphasis needs to be on rescuing what is productive through restructuring and writing off what is non-productive as quickly as possible. This principle would in our view allow sufficient consideration to be given to restoring financial viability of debtors, and would be a crucial complement to the process of NPL resolution that is already underway.

A guiding principle for addressing NPLs should be that only viable debtors benefit from debt restructuring, but to lead non-viable debtors to resolution. But this is not the

same as resolving non-performing debt while holding on to performing debt. It helps therefore to apply two criteria when categorising loans: borrower viability and ability to service[5]. Performing loans are those being serviced in line with the original contractual loan terms. Viable loans are those extended to borrowers whose future stream of profits will exceed scheduled debt service obligations.

With these criteria, loans can be divided into four categories (Table 1):

- **Good loans,** which are both productive and are being serviced;
- **Bad loans,** which are delinquent, and where the prospective earnings stream (viability) of the borrower is questionable;
- **Unproductive loans**, which are as yet performing, though are similarly not viable[6];

Temporarily distressed loans or strategic defaults. This includes either debts that are temporarily in distress but could return to being performing[7] or loans that are non-performing by choice. The latter are the result of moral hazard where debtors choose not to pay back debt even when economically feasible. This loan segment is significant in a number of euro-area countries, in many cases because of the anticipation that a restructuring solution would become widely available[8].

TABLE 1.
BORROWER VIABILITY AND LOAN SERVICING

	Viable	Non-viable
Performing	Good loans	Unproductive loans
Non-performing	Temporarily distressed or 'Strategic' defaults	Bad loans

Source: adapted from Bricongne et al (2016).

Given these four categories, understanding debtors' true ability to pay back debts and to restructure appropriately is crucial. Since 2013, the European Banking Authority

[5] The former is essentially an assessment of solvency or positive net worth, the latter an assessment of delinquency and forbearance, which has been defined by the European Banking Authority (EBA).

[6] An interesting example here is household debt in the Netherlands, where despite a big house price correction the level of NPLs has remained low. The European Commission points to strict insolvency rules as a possible explanation, which effectively force households to comply with bank payments, even though defaults arise elsewhere, such as in health payments (European Commission, 2016).

[7] This would include those where re-defined loan terms have restored viability (even though supervisors would still count such forborne loans as non-performing).

[8] Asimakopoulos *et al* (2016) estimate that in Greece one out of six firms with non-performing loans are aiming at strategic default.

standards on asset quality have provided uniform definitions of the state of a borrower's performance relative to its creditors. Financial regulators are now beginning to combine this with a parallel assessment of the severity of borrowers' debt distress, and their potential non-viability. New accounting standards that will come into force in 2018 will require a more forward-looking assessment of loan quality. In effect, accounting for loan quality (evident in NPL figures) will be de-linked from the evolution of value corrections on loans (impairments).

Once banks begin to take a deeper look at borrowers' financial health, this might have to recognise that certain companies are irredeemably insolvent, and no amount of restructuring will return them to viability. From the perspective of financial sector soundness, and also of growth prospects, such companies should be cut off from credit and banks should work towards the early and efficient liquidation of assets and collateral.

In several EU states insolvency laws and foreclosure rules do not allow such a resolution ('foreclosure'). A long history of continued lending to 'zombie' firms has tied up meagre bank capital, starved other sectors of access to credit and depressed productivity growth in the economy more widely[9].

7.2. NPL RESOLUTION AND DEBT RESTRUCTURING DURING EUROPEAN CRISES

Even before the most recent European crisis, a number of European countries experienced systemic distress in terms of private debt and bank NPLs. Two countries illustrate how addressing the poor quality of banks' assets needs to proceed in tandem with restructuring of private sector debt.

- Following a property market collapse, loan losses in **Sweden** in 1992 alone amounted to 3.8 percent of GDP, and NPLs to 11 percent, both primarily related to commercial real estate and mortgages. Bank lending contracted by over 26 percent between 1990 and 1995. Recovery took ten years (Sandal, 2004). However, Sweden also stands out for having used a state-owned bad bank to deal successfully with a large overhang of distressed property loans. Following the capital injection in 1991, most bad assets from state-owned Nordbanken, the country's third largest bank, were transferred into a separate asset management company (AMC), Securum. A similar asset management company was set up for a much smaller private bank, and this was subsequently merged into Securum. The purpose of the two AMCs was to enable a clean break for the healthy part of the banking system, and to let specialists focus on restructuring and recovery of maximum value. A key element in the success of these bad-bank structures was that the government transferred to them only a relatively

[9] For instance, in analysis for the year 2012 for Greece PwC (2015) suggested that 25 per cent of loans should be written off, and a further 16 per cent would require restructuring.

well-defined asset class of large commercial real estate exposures. Specialist restructuring expertise was required for these assets, but sensitive political discussions, such as in corporate restructuring, could be avoided. Professional management, political independence, and appropriate funding contributed to success. The recovery of the economy from 1994 and then in real estate markets was of course crucial in this regard. In the end, Securum sold or restructured all assets within five years.

- **Latvia** experienced a dramatic boom-bust cycle in the 2008-09 global crisis, with an overall GDP contraction of 18 percent, the largest of any emerging market. NPLs peaked at 22 percent for firms, and about 20 percent for households. Nearly 44 percent of corporate credit was in foreign currency, meaning that maintaining the peg throughout the very painful internal devaluation period prevented a more serious balance sheet recession. Even though the largely Nordic-owned bank subsidiaries were the principal culprits behind the excessive pre-crisis credit inflows, they were also instrumental in the successful workout effort that followed. Blanchard *et al* (2013) estimate that between early 2010 and mid-2013, one third of the Latvian stock of loans was restructured by the banks, and only about 7 percent written off. The experience of the Nordic banking crisis clearly shaped the engagement of the parent banks. Loan workout was centralised within the banks, or separate asset management companies were set up. Provisioning levels were maintained even as NPL levels quickly rose, and the subsidiaries were recapitalised repeatedly by their parents. Most voluntary debt workouts were designed on the basis of relatively efficient out-of-court restructuring guidelines, typically led by a single bank, which could ultimately apply fairly efficient foreclosure procedures. The courts managed a smaller number of restructurings, though this option was considerably less attractive (Erbenova *et al*, 2011).

Sweden's and Latvia's experiences underline that private debt restructuring is part and parcel of recovery from a banking crisis. Both countries succeeded by making specialist restructuring expertise available, in an asset management company in the case of Sweden, or in relatively experienced and well-capitalised cross-border bank groups in Latvia and elsewhere in the Baltics. In the case of Parex, the only significant local bank in Latvia, state ownership of a separate bad bank became necessary. These workout efforts succeeded relatively quickly within efficient legal frameworks, and, at least in Sweden, with the assistance of capable courts and related services.

By contrast, structural reforms to facilitate debt restructuring in the euro-area crisis countries have been piecemeal. Ireland, Slovenia, Spain and Portugal have seen tangible reductions in the private debt ratio (Table 2). But debt reductions have been miniscule in Greece, Cyprus and Italy. Strikingly they are also critically high, and near their peaks, in the Netherlands, France and Austria. It is far from clear whether these further debt reductions can take place in the absence of well developed frameworks for debt restructuring.

TABLE 2.
NPLS AND DEBT RATIOS IN SELECTED EURO-AREA COUNTRIES, 2016

		Aggregate NPLs				Sectoral NPL ratios in per cent 1/			Private debt, % GDP 3/				
		% of gross loans, latest 1/	percentage reduction since peak 2/	peak year	EUR bn., latest 1/	Households	enterprises	SMEs		percentage reduction since peak	peak year	Households	enterprises
Greece		46.9	0.0	2016	115.1	46.4	37.4	66.2	132	-5.1	2012	60.7	63.9
Cyprus		47.4	-1.2	2013	21.4	55.9	61.1	64.7	354	-0.6	2014	121.2	223.3
Portugal		19.7	0.0	2016	40.8	9.3	35.6	29.0	212	-30.2	2012	72.5	98.9
Ireland	4/	15.4	-7.1	2013	32.8	14.9	13.1	30.2	303	-78.8	2010	52	226.1
Slovenia		19.2	-6.9	2012	3.3	7.0	29.0	47.6	115	-27.8	2010	27.3	53.2
Italy		16.4	-0.4	2015	276	12.9	20.6	30.4	125	-8.1	2012	41.5	72.1
Austria		6.0	-1.3	2014	21	5.4	7.9	9.8	133	-6.5	2010	51.3	72.7
Spain		6.0	-2.9	2013	141.2	4.5	7.7	17.4	201	-47.4	2009	64.1	82.6
Netherlands		2.7	-0.7	2014	44.6	1.5	5.0	5.4	231	-2.6	2009	107.5	114
France		3.9	-1.2	2013	148.4	4.2	5.0	9.1	144	0	2015	57.2	89.7
Germany		2.7	-0.8	2009	115.1	2.0	5.2	8.6	123	-24.4	2001	53.1	46.2
Latvia		3.5	-10.9	2010	0.3	6.7	3.1	4.5	134	-45.2	2010	23.8	64.7
Euro area (18 countries)		7.0	-0.6	2014	946	5.9	9.3	14.7	137.5	-7.8	2009	57.6	79.9

1/ source: EBA
2/ based on ECB Consolidated Banking data.
3/ source: Eurostat.
4/ Private debt data for Ireland are based on central bank statistics (CCB indicators), which are based on national bank credit data, thereby excluding debt of foreign affiliates.
Note: sectoral NPL data exclude other loans than the 3 mentioned asset classes (such as financial institutions and public sector loans), and therefore do not average to aggregate NPL ratios listed in the first column.

Ireland, Slovenia and Spain are the only euro-area countries with **asset management companies** that cover several distressed banks (Germany and Austria are among those with institution-specific bad banks). The Irish, Slovenian and Spanish AMCs had a meaningful impact in terms of creating markets for distressed loans within their respective countries. Ireland and Spain were among the most active secondary markets in Europe in 2016, with the Irish AMC, Nama, the most active seller[10]. Crucially, these bad banks also centralised debt restructuring, in particular of large distressed enterprises and real estate exposures. Loan servicing companies are an essential precondition for attracting investors into distressed debt (investors would typically sub-contract the servicing of borrowers). These companies were nurtured by the bad banks, but this sector has faced significant obstacles elsewhere, often arising from national restrictions on the transfer of loan titles (ECB, 2016).

Despite the relative successes in Spain and Ireland, the 'troika' programmes in Greece, Cyprus and Portugal did not contemplate the setting-up of AMCs, despite significant programme funds devoted to the recapitalisation of banks in Greece and Cyprus. This was because of the very complex frameworks for restructuring and insolvency, and the complexity of the various asset classes, spanning residential loans, SMEs and larger enterprises. Two factors have complicated the establishment of AMCs across

[10] Deloitte: *Deleveraging Europe* (2017). These rankings refer to the entire secondary loan market, where so-called 'non-core' portfolios are an important component. Also, this market is dominated by commercial and residential real estate portfolios, while SME and corporate assets are still a minor component.

Europe: starting in 2009, Eurostat put in place guidance under which most asset management companies would be considered part of the public sector and therefore subject to EU fiscal rules (Gandrud and Hallerberg, 2014). In addition, since 2015 when the EU's new framework for bank resolution came into effect, public ownership of asset management companies has become more complicated because it could potentially lead to a 'bail-in' of certain creditors.

Legal reforms have progressed in a number of the euro-area crisis countries, though restructuring solutions are generally held back by slow processes in the courts. In Italy, for instance, insolvency proceedings take on average more than six years (ECB, 2016). ECB country assessments point out that the number of foreclosures are generally limited. In Greece, corporate insolvency procedures remain lengthy and the system offers few incentives for early restructuring. The ECB assessment found a *de-facto* unlimited stay on enforcement against individual borrowers, which has encouraged large-scale strategic defaults. In Italy, enforcement is also notoriously lengthy, though three laws adopted in 2015 and 2016 have attempted to shorten this. Spain since 2013 has benefitted from an out-of-court restructuring procedure for SMEs, with restructuring facilitated by professional mediators. This has been subsequently extended to consumers.

Box 1: Reforms aimed at debt reduction in Spain, Ireland and Slovenia

Between 2012 and 2014 **Spain** utilised €40 billion out of a €100 billion euro-area financial sector programme to recapitalise and consolidate its municipal banks (*cajas*), following the earlier real estate bubble. The transfer of distressed mortgages into Sareb, the central asset management company, was compulsory for those banks that received public capital injections. This programme succeeded in stabilising the financial sector. By end-2015, the total private debt ratio still stood at 154 percent of GDP, the bulk of which in the corporate sector. This represented a substantial drop since the peak of the crisis, not least because of the pick-up in growth. Deleveraging continues in the construction and real estate sectors, though banks increasingly fund new companies with good prospects.

Sareb acquired €106 billion in real estate assets (mostly residential, loans and actual property) at book value, subject to an average 52 percent 'haircut' (though recently had to substantially correct this value through additional provisions). As the central asset management institution tasked with restructuring real estate assets, Sareb was a catalyst in building a market for distressed assets, and played a key role in attracting investors and servicers with restructuring expertise. It was given wide discretion to maximise value recovery during the 15 years of its lifetime (Medina Cas and Peresa, 2016, and EU Commission, 2016). Cumulative losses over the four years of its operation have been € 750 million.

[10] Deloitte: *Deleveraging Europe* (2017). These rankings refer to the entire secondary loan market, where so-called 'non-core' portfolios are an important component. Also, this market is dominated by commercial and residential real estate portfolios, while SME and corporate assets are still a minor component.

Legal changes in the years since the crisis substantially expanded the potential scope of both in-court and out-of-court arrangements. Pre-pack procedures exist for both corporate and individual borrowers. A code of conduct guides lenders in dealing with insolvent households, and the number of foreclosures has been very small (ECB, 2016).

Similarly to Spain, **Ireland's** central asset management agency, Nama, was instrumental in NPL resolution, which focused on distressed loans to property developers. Nama was set up in 2009 to pool distressed commercial property assets from the six banks that had benefited from a blanket guarantee and subsequent public capital injections. Nama's portfolio was considerably larger than that of Sareb, accounting for over 18 percent of GDP, though this also comprised large commercial real estate assets that Irish property developers had acquired in the UK and elsewhere in Europe. The central bank also set targets for banks to reduce mortgage arrears. Importantly, banks were to propose *sustainable* modified loan terms to customers, unless the customer had declared bankruptcy based on the revised personal insolvency law (which specified alternative paths to resolution, and shortened the debt discharge from 12 to ultimately only one year). Like in Spain, the number of foreclosures on households has been very low, and the various legal means to restore households and enterprises to viability remain underutilised. By end-2015, the private debt ratio stood at 243 percent of GDP (excluding the substantial foreign-owned sector), the second highest in the euro area.

The NPL crisis in **Slovenia** was primarily one of enterprises, not of households. Excess corporate debt emerged in the pre-crisis years when largely state-owned banks funded themselves in European wholesale markets, a source that dried up abruptly in 2009, and exposed the unsustainable debts of an increasingly uncompetitive and poorly managed corporate sector. The stress test of the country's principal banks, and their subsequent recapitalisation by the state in late 2013, provided the motivation for a more comprehensive strategy on NPLs and excess debt.

An official financial support programme was narrowly avoided, though the debt and NPL reduction was only partially successful. The 2013 revision of the insolvency law, and the later guidelines for multi-creditor restructuring were close to best practice. However, the government strategy was undermined by the essentially unchanged governance of the two largest state-owned banks, which did not actively participate in the restructuring. Also the newly established bad bank did not have full political support for controversial restructuring of large distressed enterprises. Finally, a lack of expertise and capacity in the courts and among private insolvency professionals frustrated many restructurings and resulted in lengthy proceedings. Total private debt fell from its peak in 2009 to about 87 percent of GDP in 2015, though it remained heavily concentrated in a small number of large enterprises. Given the preoccupation of domestic banks with the NPL workout, companies in the tradable sector, which are mainly profitable, have increasingly turned to cross-border borrowing.

7.3. POLICY INITIATIVES AND THEIR COORDINATION

Previous NPL and debt crises show how good bank supervision and restructuring needs to be supported by structural reforms that return private borrowers to viability. From this experience we identify four key issues that need to be addressed to overcome Europe's high private debts. Some warrant coordinated policies within the EU or euro area, others depend only on national reforms.

Early bank restructuring and recapitalisation to enable banks to actively support debt restructuring.

Once banks' loss absorption capacities are bolstered through early capital injections, banks can sustain further impairments and write-offs. These are inevitable whether the restructuring solution is internal or whether executed by investors in the secondary loan markets. In other words, NPLs have not only eroded profitability but are also a symptom of thin capitalisation and the inability of banks to engage in debt restructuring that entails further write-offs.

More determined NPL clean-up and debt restructuring will therefore need to be a key part of the broader effort to boost bank profitability. Low profitability is of course a problem that plagues banking sectors across the euro area, including in markets with better bank asset quality, and is also a consequence of a combination of low margins on lending, competition from non-bank financial firms and outdated business models (ESRB, 2016). There is a risk that banks will respond to greater supervisory pressure for NPL workout and additional provisions with a relaxation in risk standards for new lending or forbearance on existing but problematic loans. Greater scrutiny of banks' NPL strategies will therefore require parallel efforts by supervisors to constrain credit risk, while allowing innovations in banks' business models that are sustainable within the emerging EU-wide capital market. This is clearly a euro-area priority.

National frameworks for insolvency and early restructuring need to be reformed, and adequately resourced.

All restructuring options ultimately rely on adequate capacity in the judicial system. In the United States, a system of specialist courts and judges is supported by experts within the courts, and private-sector insolvency practitioners. This results in a high degree of certainty in the timeline for insolvency proceedings (AFME, 2016). The EU has different legal traditions. Core elements of national insolvency regimes –for instance whether owners continue to manage the business while formal proceedings are underway, or how soon individuals may discharge their debts and make a fresh start– still differ widely. As a result there are marked differences in terms of what the frameworks in the EU achieve (Figure 3). Furthermore, several EU countries lack a proper framework for private debt restructuring ahead of formal insolvency proceedings. Such provisions are crucial to overcome coordination problems between lenders, for the awarding of tem-

porary protection from enforcement, in securing the ongoing operation of the business and in protecting new financing provided on the basis of restructured finances and a new business plan.

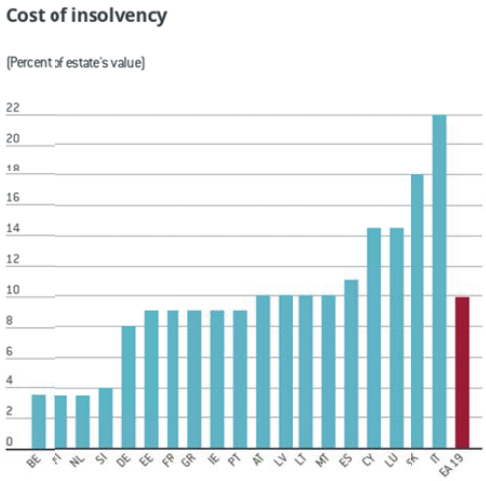
In November 2016 the Commission proposed a directive on preventive restructuring frameworks and insolvency procedures. This is a good start in addressing the diverging national practices. Common standards should provide a better framework for banks and investors. Standards should include limited stays on enforcement and rules for majority decisions by lenders that bind all lenders ('cram-down'). This directive, if adopted, would result in significant legal regime change in some key EU jurisdictions, for instance in establishing security for continuity in management or mandating protection for new financing.

A supportive framework for the involvement of banks in restructuring and the work-out of their NPLs would be a clear benefit of this directive. It may also support greater capital market integration. Given the cross-border implications of business insolvency for suppliers and downstream industries, there is a single market aspect to insolvency (AFME, 2016). The call for more uniform insolvency standards is particularly relevant within the euro area with its additional requirements of banking sector soundness and the need for a greater degree of financial-sector risk sharing (European Commission, 2015).

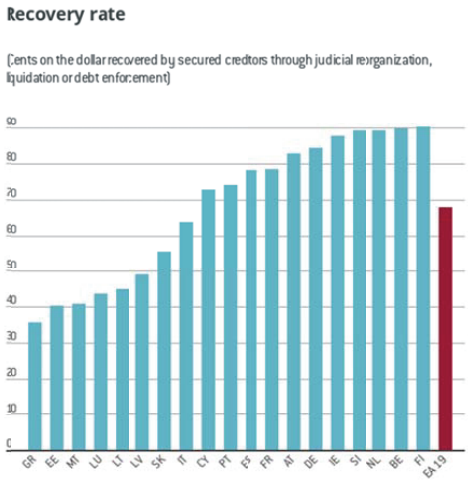
Where debt distress in SMEs is significant, countries will need to establish pre-defined restructuring solutions for such companies, as was done in Spain, for example. SMEs account for about 30 percent of the euro-area NPL stock, though their situation at present is not addressed in the EU directive. SMEs are especially affected by complex insolvency regimes and their restructuring cannot be executed by the banks on a case-by-case basis (IMF, 2015b).

A further challenge for countries will be to ensure adequate capacity in the restructuring professions to support their revised legal regimes. NPLs and debt distress in several countries, such as Greece, Portugal and Slovenia, are concentrated among larger companies. Here, corporate debt restructuring needs to go hand-in-hand with operational restructuring, and possibly capital infusions. In many cases, financial distress in firms is a reflection of a broader loss of strategic direction, or poor or outdated business plans. Operational restructuring, possibly with new ownership and replacement of management, needs to be part of the financial recovery of the firm. This is not normally a concern for macroeconomic policy or financial supervision, but might well emerge as a constraint in designing sustainable restructuring and tackling corporate NPL portfolios. The relevant restructuring expertise needs to be attracted from investors who are specialised in restructuring. New, and more senior, creditors are often needed, and new owners may need to implement a changed business strategy.

FIGURE 3.
COST OF INSOLVENCY PROCEEDINGS AND RECOVERY RATES IN THE EURO AREA



Source: World Bank DoingBusiness 2017.



Source: World Bank DoingBusiness 2017.

Governments will need to sustain temporary revenue shortfalls and write-offs of their own claims to support an economy-wide restructuring effort.

The public sector will need to participate in debt restructuring, alongside other banks, subjecting social security payments and other claims to a standstill and write down. Also, tax rules might need to be adapted as banks engage in restructuring or write-offs. In Italy, for instance, bank loan loss provisions were only made fully tax deductible from 2015. Public revenue will be foregone in the context of widespread corporate debt distress. Most options for debt restructuring –eg forgiveness, interest rate reductions, extensions of loan maturity, or merger of the distressed firm– give rise to taxable income on the side of the borrower. Giving such claims priority over other creditors in enforcement against a cash-constrained borrower in distress would accelerate insolvency. These immediate revenue shortfalls for the budget are likely to be insignificant in comparison to the long-term benefits in terms of growth and fiscal revenues that arise from comprehensive debt restructuring. Nevertheless, adapting national tax rules, and the facilitation of debt restructuring by fiscal authorities, will require flexibility under the common euro-area fiscal framework. Given the very limited fiscal space that exists, in particular in the countries with significant NPL problems, the issue remains politically difficult.

Finally, countries with systemic NPL problems should consider establishing central asset management companies, and where necessary, the EU should clarify the bank resolution framework to facilitate this.

European banks increasingly seek to divest distressed loan portfolios, especially now that NPL reduction targets will be set by the ECB. However, loan sales inherently suffer from two market failures. First, the bank as the seller that originated the loan and previously oversaw its servicing has access to a far greater level of information than the typically uninformed buyer (ECB, 2016). The AMC addresses this by establishing uniform valuation principles, and ensuring quality in loan documentation. A second market failure arises through the illiquid market for distressed debt in which there is the risk of a wide divergence between market valuations of assets offered for sale, and the long term economic value that will ultimately be realised. Here the AMC acts as a market maker, ie avoiding the risk of a 'fire sale'.

Crucially, AMCs also address the inherent skills shortage, and overcome coordination problems in defining restructuring solutions that will ultimately realise long term economic value. The experiences with Sareb in Spain and Nama in Ireland underline this potentially catalytic effect of asset management companies, though in both the Irish and Spanish cases this came on the back of a comprehensive bank restructuring and recapitalisation effort, and both entities dealt with relatively homogeneous asset classes. SMEs (which dominate Italian NPL portfolios) will require the ongoing involvement of banks, and larger corporates (as in Portugal) might require both a central asset management company and specialist investors.

Public involvement in ownership and funding of such institutions is inevitable, at least initially. This is now complicated by the EU Bank Recovery and Resolution Directive (BRRD) under which the transfer of assets above market prices to a public AMC could potentially lead to bail-in of certain creditors.

The discussion around a European AMC has nevertheless now revived. Constâncio (2017), for instance, called for a «*blueprint*» that would provide a clearer framework for asset transfers to AMCs that are permissible under the BRRD. There have been more ambitious proposals for an EU-wide AMC (Haben and Quagliariello, 2017). However, since the first proposals for such an institution, countries have proceeded at different speeds, and the benefits that could arise from the creation of such a jointly-owned institution have diminished.

7.4. CONCLUSIONS: MORE ASSERTIVE BANK SUPERVISION WILL NEED TO BE COMPLEMENTED BY DEBT DELEVERAGING STRATEGIES

In March 2017 the ECB issued guidelines on the management of NPL portfolios in the banks that are under its supervision. This was a much needed, and overdue, initiative to tackle legacy assets in the euro-area banking system and to prevent their re-emergence. However, as we have shown, in the absence of other supporting policies and reforms aimed at deleveraging, greater pressure by bank supervisors will likely be inef-

fectual and could be counterproductive. The low-interest rate environment provides a window of opportunity to accelerate this broader debt reduction but it might not be there for much longer.

This pressure by supervisors needs to be focused on seven high NPL countries: Greece and Cyprus where NPLs and private debt remain near their peaks; Portugal and Slovenia where the workout of corporate and SME NPLs will be protracted; Spain and Ireland with significant remaining problems in their mortgage sectors despite the good work of their respective bad banks; and Italy with almost 30 percent of the euro-area NPL stock.

In developing a comprehensive strategy to finally tackle legacy assets there is a clear need to strengthen four key policy areas. First and foremost, bank recapitalisation should enable banks to make further provisions and participate in restructuring and loan sales or to write off ultimately unviable exposures. Spain and Ireland demonstrated how essential adequate capital coverage and consolidation are in this process. Second, further legal reform should be supported by adequate restructuring capacity within the banks and elsewhere in the private sector, including through the involvement of specialist restructuring investors. Third, fiscal space should be allowed for the public sector to support debt restructuring. Finally, asset management companies that can overcome the various market failures in removing distressed assets from banks' balance sheets are an essential part of financial infrastructure. The legal and budgetary basis for such AMCs should now be put in place, and implementation of the BRRD with regard to asset valuations should become more transparent.

Above all, this agenda is one for national governments, which need to strengthen restructuring frameworks and equip their banks to handle restructuring. But there is also a need for coordination within the euro area: in the implementation of the ECB NPL guidelines and the associated reduction targets; in the supervisory strategy that ushers in a return to bank profitability; and in facilitating greater cross-border banking and financial integration. If nothing else, euro-area coordination is justified by the many distortionary effects that the common and still loose monetary policy has on companies with excessive debts.

It is less straightforward to define a common agenda for the EU. The proposed EC directive might establish a baseline for restructuring regimes and insolvency frameworks but given the different legal traditions of EU countries there is unlikely to be complete consistency of national regimes.

There have been three proposals for EU-level instruments that could support this NPL resolution. These are in decreasing order of political realism but increasing effectiveness: a NPL clearing house that would establish common standards for data quality in loan sales; a securitisation instrument at EU level that would provide a risk guarantee to senior tranches of NPL portfolios; and an EU-wide asset management company.

We find an EU-wide bad bank is sensible in theory, though its start-up would be protracted because a political consensus would need to be built, valuation principles established, and expertise hired, even if an existing EU institutions such as the EIB were to take on this role. Such a bad bank would have had great value-added at the peak of the NPL crisis in the euro area. Since then countries have advanced at different speeds, reducing the benefits that such a jointly-owned institution could bring. Italy and Portugal

will continue to examine new strategies for distressed bank assets, and the BRRD should not act as a disincentive for a sensible public involvement.

Even in the absence of common institutions, much could be done to make sure that bank supervision is properly supported by national legal frameworks and debt reduction strategies. Above all, national political ownership is essential for a strategy that will entail difficult restructuring decisions within firms, and across industries.

REFERENCES

Acharya, V., T. Eisert, C. Eufinger, and C. Hirsch (2016): 'Whatever it takes: the real effects of unconventional monetary policy', paper presented at the 16th Jacques Polak Annual Research Conference.

Arcand, J-L, E. Berkes and U. Panizza, (2011): 'Too Much Finance?', *IMF Working Paper*, no. 161, June.

Asimakopoulos, I., P. Avramidis, D. Malliaropoulos and N. Travlos, (2016): 'Moral Hazard and Strategic Default: Evidence from Greek Corporate loans, Bank of Greece, *Working Paper,* no. 211.

Association for Financial Markets in Europe (2016): 'Potential economic gains from reforming insolvency law in Europe', available at: http://www.afme.eu/globalassets/downloads/publications/afme-insolvency-reform-report-2016-english.pdf.

Blanchard, O., M. Griffiths, and B. Gruss (2013): 'Boom, bust, recovery – forensics of the Latvia crisis', *Brookings Economic Studies*, September.

Bricongne, JC, M. Demertzis, P. Pontuch and A. Turrini, (2016): 'Macroeconomic Relevance of Insolvency Frameworks in a High-debt context: an EU Perspective', *European Commission Discussion Paper*, no. 32.

Cecchetti, S.G, M. S. Mohanty and F. Zampolli, (2011): 'The real effects of debt', *BIS Working Paper* no. 352.

Constâncio, V. (2017): 'Resolving Europe's NPLs: challenges and benefits', speech given at the Bruegel conference on 3 February 2017, available at: https://www.bankingsupervision.europa.eu/legalframework/publiccons/html/index.en.html.

Council of the EU (2017): Council Conclusions on action plan to tackle non-performing loans in Europe, Press Release 459/17, July.

Deloitte (2017): 'Deleveraging Europe', available on the internet.

Diwan, I., and D. Rodrik (1992): 'Debt Reduction, Adjustment Lending, and Burden Sharing', *NBER Working Papers* 4007.

ECB (2016): 'Stocktake of national supervisory practices and legal frameworks related to NPLs', available at: www.bankingsupervision.europa.eu.

ECB (2017): Guidance to banks on tackling non-performing loans, available at: www.bankingsupervision.europa.eu.

Erbenova, M., Y. Liu and M. Saxegaard (2011): 'Corporate and household debt distress in Latvia: strengthening the incentives for a market-based approach to debt resolution', *IMF Working Paper* 11/85, IMF: Washington.

ESRB (2016): 'Macroprudential policy issues arising from low interest rates and structural changes in the EU financial system', ESRB, November 2016.

European Commission (2013): 'Indebtedness, deleveraging dynamics and macroeconomic adjustment', *Economic Papers*, no. 477, April 2013.

European Commission (2014): *Quarterly Report on the Euro Area*, vol. 13, no. 3.

European Commission (2015): 'Completing Europe's Economic and Monetary Union', available on the internet: https://ec.europa.eu/priorities/sites/beta-political/files/5-presidents-report_en.pdf.

European Commission (2016): 'Country Report for the Netherlands'.

European Commission (2017): *Quarterly Report on the Euro Area*, vol. 16, no. 1.

Gandrud, C. and M. Hallerberg (2014): 'Bad banks in the EU: the impact of Eurostat rules', Bruegel discussion paper no. 2014/15.

Haben, P. and M. Quagliariello (2017): Why the EU needs an asset management company, *Central Banking*, available at www.centralbanking.com.

IMF (2015a): a strategy for Europe's NPLs, *IMF Staff Discussion Note*, 15/09.

IMF (2015b): 'Tackling small and medium sized enterprise problem loans in Europe', *IMF Staff Discussion Note*, 15/04.

Jordà, O., H. Schularick, and A. Taylor (2013): 'Sovereigns versus banks: Credit, Crises and Consequences', *NBER Working Paper,* no. 19506, October.

Krugman, P (1988): 'Financing vs. Forgiving a Debt Overhang', *Journal of Development Economics* 29 (3), 253-268.

Medina Cas, I. Peres, (2016): 'What makes a good 'bad bank': The Irish, Spanish and German Experience', European Economy Discussion Paper 036.

Myers, S. C. (1977): 'Determinants of Corporate Borrowing', *Journal of Financial Economics*, 5 (2), pp 147– 175.

Ozcan, S. K., L. Laeven and D. Moreno (2015): 'Debt Overhang in Europe: Evidence from Firm-Bank-Sovereign Linkages', paper presented at the 21st Dubrovnik Economic Conference.

Pontuch, P. 2014. Private sector deleveraging: where do we stand?, *Quarterly report on the euro area*, European Commission.

PWC (2015): 'Stars and zombies: Greek corporates coming out of the crisis', available on the internet.

Sandal, K. (2004): 'The Nordic Banking Crises in the Early 1990s – Resolution Methods and Fiscal Costs', in: More, T G, Solheim, J A and Vale, B (Eds.): *The Norwegian Banking Crisis*.

World Bank (2011): 'Report on the Treatment of the Insolvency of Natural Persons, Insolvency and Creditor/Debtor Regimes Task Force'.

8. LOS DILEMAS DE LA RESOLUCIÓN

Manuel Conthe[1]

EXECUTIVE SUMMARY

As soon as questions arise regarding a bank's solvency or liquidity position, its creditors will face a typical «prisoner's dilemma»: they all have an incentive to act fast and withdraw their deposits or refuse to roll-over short term loans, in order to ensure they get their money back if their fears were to materialize; but such rationally selfish behavior compounds the deposit run and may cripple even solvent banks.

Traditional methods to deal with financial crises of industrial companies (e.g. gentlemen's agreements among creditors or court-managed bankruptcy procedures) are not effective in banking crises, since banks have too many short terms creditors (depositors, senior bondholders, junior bondholders…) to be able to coordinate them effectively and they have a unique effect on financial stability and the real economy; a stay on payments may lead to a cascade of contractual breaches by the bank's clients; and fears about the solvency of one bank may easily spread across the entire banking system.

In the wake of the Great Depression, deposit-guarantee schemes were set up to assuage the fears of small depositors and prevent bank runs. Subsequently, a system of prudential supervision of banks was established and banks were further required to maintain sufficient levels of capital to make them more resilient to setbacks.

One of the lessons from the 2008 international financial crisis, however, was that, when these prevention measures fail, if failing banks are not to be bailed-out with public funds, at taxpayers' expense, they need to be subject to a special «resolution» procedure, managed not by the courts but by a special authority, and involving, as required, the "bail-in" of shareholders and creditors, i.e. debt write-downs. To facilitate this possible contingency, authorities must prepare resolution plans (or «living wills») for every bank in «peace time» and require them to issue enough «bailinable securities».

This new approach, enshrined in the 2009 Financial Stability Board's Principles of Effective Bank Resolution, led in the European Union to the new Banking Recovery and Resolution Directive 2014/59 (BRRD) and to Regulation 806/2014 creating the Single Resolution Board (SRB).

Somewhat unexpectedly, the new resolution regime had to be applied, as early as June 2017, to Spain's Banco Popular. The procedure was triggered by the ECB, when it decla-

[1] Economista y Técnico Comercial del Estado.

red the bank as failing or likely to fail on June 6 after Popular communicated that it had run out of money, as the emergency liquidity assistance provided by the Bank of Spain had not been enough to stem the hemorrhage of deposits. Later that evening the SRB invited bids for Popular and in the early hours of June 7 the SRB wiped-out all the equity and convertible contingent bonds of the bank, converted into equity its subordinated debt and sold it to Santander -the only final bidder for the bank- for the offered price of 1 euro.

While the resolution went surprisingly smoothly and took place literally overnight, it laid bare three key problems:

- As soon as there are suspicions that a bank is a potential candidate for resolution, the bank may become trapped into a "death spiral", as attempts to cut losses by shareholders and bank creditors (including corporate depositors) who could potentially be subject to bail-in will lead to a slump in the price of its shares and liabilities and to a run on deposits, two processes which will feed on each other. Small and medium-sized listed banks may be particularly vulnerable to this risk, as their "non-systemic" size may make Governments particularly reluctant to offer solvent banks under attack the preventative liquidity assistance potentially authorized under the BRRD.
- Official stress tests and banks' public balance sheets may fail to reflect underlying weaknesses, which will only come to light when the crisis arrives.
- The new resolution regime should be supplemented with adequate official liquidity mechanisms, both ahead of resolution, to prevent solvent banks from failing as a result of self-fulfilling bank runs driven by the mere fear of resolution, but also once the resolution procedure is triggered, to provide adequate bridge financing when the process takes longer than in the case of Popular.

8.1. LAS CRISIS BANCARIAS, UN TÍPICO DILEMA DEL PRISIONERO

Thomas H. Jackson, el gran especialista americano en Derecho concursal, fue uno de los primeros en destacar que la potencial insolvencia de un deudor sume a sus acreedores en un clásico «dilema del prisionero»: al igual que dos malhechores a quien la policía ha detenido sin pruebas tenderán a confesar ante la tentación de quedar libres delatando al cómplice y el temor de que éste lo haga, cada acreedor sufrirá la tentación de intentar cobrar por su cuenta, en la esperanza de hacerlo antes que los demás y el temor de quedarse el último. En palabras de Jackson:[2]

> «Dos acreedores han prestado cada uno 50.000 dólares al deudor [que dispone solo de 60.000 dólares]. Cada uno de los acreedores sabe que si el otro es el primero en acudir al juzgado (o convencer al deudor de que le pague voluntariamente), el

[2] Thomas H. Jackson, «Bankruptcy, Non-Bankruptcy Entitlements, and The Creditors' Bargain» (1982) 91, *Yale Law Journal*, página 862.

otro acreedor cobrará sus 50.000 dólares y solo quedarán 10.000 para el acreedor «más lento». En ausencia de un acuerdo previo, esta situación presenta un ejemplo clásico de lo que los teóricos de los juegos llaman 'dilema del prisionero'. El rasgo central de un dilema del prisionero es que la conducta individual racional, a falta de cooperación con otros individuos, conduce una decisión que es sub-óptima desde la perspectiva colectiva. Eso ocurre siempre que hay ciertas reglas que benefician a toda una clase de personas, pero, debido a la incapacidad de alcanzar una solución colectiva, cada miembro de la clase actúa movido por su interés inmediato de una forma que provoca una solución menos eficiente. Es lo que ocurre precisamente en nuestra situación hipotética. Cada acreedor, a menos de que esté seguro de la cooperación del otro, tiene un incentivo para aprovecharse de los mecanismos de cobro individual, y para hacerlo antes de que el otro acreedor actúe. A menos que cada un trate individualmente de adelantarse al otro, saldrá peor parado que él. Sin embargo, esta carrera no solo provoca costes para los acreedores individuales (como los de comprobar frecuentemente en el juzgado si otros acreedores están actuando contra el deudor), sino que probablemente provocará el fin prematuro del negocio del deudor, porque cada acreedor solo tomará en cuenta la ventaja que saca de anticiparse, no las desventajas que impondrá al conjunto de acreedores. Así pues, cada acreedor deberá participar en una búsqueda no óptima de ventajas simplemente para que nadie abuse de él. Esto crea una carrera por valerse de remedios individuales, a pesar de que el interés colectivo es que no se usen».

Para resolver ese «dilema de los acreedores» y evitar que la actuación descoordinada de los acreedores lleve al deudor a una rápida e inevitable crisis será preciso un mecanismo de «acción colectiva» que paralice el cobro de créditos individuales y lleve a cabo un proceso ordenado, ya sea de liquidación de los bienes del deudor –si su continuidad como empresa no resulta viable–, ya de reestructuración de sus deudas, si con ello se logra que siga en funcionamiento.

En el caso de empresas industriales o no financieras, tradicionalmente ha habido dos grandes «mecanismos de acción colectiva» para resolver de forma cooperativa esas crisis de solvencia o liquidez de una empresa endeudada.

El primero se basaba en un «acuerdo de caballeros» entre los acreedores, al margen de las normas jurídicas que regulan los procedimientos de insolvencia. Su arquetipo era el llamado «enfoque de Londres» (*London approach*), basado en los buenos oficios que el Banco de Inglaterra desplegó durante la crisis industrial de los años 70 para coordinar las operaciones de salvamento de empresas británicas por sus bancos acreedores.

Este mecanismo, utilizado en muchos países para resolver crisis industriales, tiene solera, como ilustra que uno de sus pioneros en Estados Unidos desde finales del siglo XIX fuera el célebre banquero John Piermont Morgan, cuyo procedimiento consistía en encerrar al deudor con sus acreedores ya fuera en su yate *Corsair* o en la biblioteca de su casa, y no dejarles salir hasta que alcanzaran un acuerdo. El procedimiento, luego aplicado para renegociar las deudas de muchos deudores soberanos, se ha utilizado también para resolver los problemas de entidades financieras, como hizo en el otoño de 1998 el presidente de la Reserva Federal, Alan Greenspan, cuando se valió de sus buenos oficios

para coordinar a los catorce bancos acreedores del fondo de inversión especulativo *Long Term Capital Management* (LTCM) y evitar que quebrara y se viera forzado a vender con precipitación la ingente cantidad de activos que atesoraba.

El *London approach* es ágil, discreto y flexible, pero exige que los acreedores constituyan un «club» con intereses parecidos, deseen mantener relaciones cooperativas entre ellos y con el deudor, y sean permeables a la presión moral de un coordinador (Banco de Inglaterra, J.P. Morgan, Alan Greenspan...). Sin duda, ciertas cláusulas de «acción colectiva» en los contratos de préstamo (por ejemplo, la obligación de compartir cualquier suma recibida en pago; la de delegar ciertas funciones en un agente de pagos; o la de adoptar decisiones por mayoría) facilitan la aplicación de este enfoque.

El segundo mecanismo es el Derecho concursal, basado en normas imperativas y en un procedimiento administrado por un juez. Aunque en muchos países esas normas estuvieron concebidos primordialmente durante muchos años para liquidar los bienes del deudor y repartirlos entre sus acreedores, existían también preceptos que buscaban restructurar las deudas y bienes del deudor en crisis y evitar su liquidación. El arquetipo de ese enfoque sigue siendo el Capítulo 11 del Código de Bancarrota estadounidense, inspirado en la solución *ad hoc* que los Tribunales estadounidenses diseñaron en el siglo XIX para hacer frente a la insolvencia de las compañías de ferrocarril. La importancia del ferrocarril y el hecho de que muchos de los préstamos tuvieran como garantía hipotecaria...¡tramos de vía!...hizo patente que la renegociación de las deudas y la «reorganización» de las compañías era preferible a su liquidación. Nació así un sistema muy favorable para los grandes deudores, que se tornó irresistible cuando la reforma de 1978 consagró el principio de que los gestores de la empresa que se acoge al Capítulo 11 siguen al frente de ella, sin ser sustituidos por un administrador judicial; además, son ellos mismos quienes elaboran la propuesta de convenio que se someterá a los acreedores.

8.2. CRISIS BANCARIAS: DE LAS AYUDAS PÚBLICAS (*BAIL-OUT*) A LA REDUCCIÓN DE DEUDAS (*BAIL-IN*)

Pero los sistemas descritos para resolver crisis de liquidez o solvencia de entidades no financieras presentan graves limitaciones cuando el deudor es un banco, pues:

- Sus acreedores serán muchos, estarán muy dispersos y ostentarán derechos de crédito de naturaleza muy diversa (depósitos, obligaciones ordinarias, obligaciones subordinadas, préstamos interbancarios…), lo que hará muy difícil su coordinación y cooperación mediante «acuerdos de caballeros».
- Los depositantes y demás acreedores a corto plazo tendrán un poderoso incentivo a retirar sus fondos del banco o no renovarle sus créditos tan pronto vean en lontananza una posible crisis del banco, lo que generará de inmediato un «pánico bancario» (*bank run*) que precipitará la crisis de la institución.
- La suspensión de pagos por el banco impedirá el cumplimiento de muchos otros contratos y provocará incumplimientos contractuales en cascada de muchos clientes y contrapartes del banco en crisis.

- Finalmente, la crisis de un banco podrá suscitar una súbita ola de desconfianza en otras muchas instituciones bancarias, lo que provocará un «efecto contagio» que afectará al conjunto del sistema bancario y tendrá, en consecuencia, «efecto sistémico».

Para hacer frente a esos problemas, a lo largo del siglo XX los sistemas bancarios de todo el mundo introdujeron dos grandes novedades:

- La existencia de un Fondo de Garantía de Depósitos que garantizara a los depositantes el pago de cierto importe de sus depósitos en caso de insolvencia del banco, siguiendo la estela de la *Federal Deposit Insurance Corporation* (FDIC), que la Administración Roosevelt creó en 1933 para restablecer la confianza de unos ahorradores que habían visto cómo la Gran Depresión acababa con miles de bancos, muchos de ellos víctimas del temor de sus depositantes a perder todos sus ahorros.
- La adopción de medidas preventivas para hacer menos probables las crisis bancarias, como fueron el establecimiento de un régimen de supervisión prudencial por una autoridad pública especializada y la exigencia de un nivel mínimo de capital o recursos propios, capaz de absorber pérdidas en caso de deterioro del valor de los activos del banco.

La experiencia mostró que tales instrumentos, aunque útiles, no siempre bastaban para impedir las crisis bancarias. Eso llevó a que se dotara a las autoridades públicas de facultades para intervenir a las instituciones en crisis e incluso sustituir a sus gestores, pero sin alterar todavía el régimen jurídico de sus pasivos ni alterar las normas mercantiles aplicables en caso de insolvencia del banco.

No es posible hacer aquí un relato pormenorizado de tales medidas –que en España se incorporaron a la Ley de Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito de 1988–, pero su insuficiencia quedó patente con ocasión de la grave crisis financiera que se inició en 2008. En esa crisis se volvió a comprobar que, como las crisis bancarias no pueden solventarse con la aplicación de la legislación concursal ordinaria, los Gobiernos, desesperados por preservar la estabilidad financiera, se veían forzados a atajar el pánico en ciernes mediante generosas ayudas financieras y «garantías universales» (*blanket guarantees*) en favor de la entidad en crisis y de sus acreedores. Pero, por desgracia, como se vió especialmente en el caso de Irlanda, cuando son muchas o muy grandes las entidades financieras en peligro, esa disposición de su Estado a salir en su ayuda terminará por poner en entredicho la calidad crediticia de éste y establecerá un diabólico vínculo entre la crisis bancaria en un país y la crisis de su deudor soberano (*sovereing-bank loop*).

La gran novedad que surgió de la crisis fue que, para minimizar el coste para las arcas públicas de esas operaciones de salvamento (*bail-outs*), las autoridades financieras internacionales, agrupadas en el *Financial Stability Board*, acordaran en octubre de 2011 establecer para los bancos y demás entidades financieras un nuevo régimen extrajudicial para abordar las crisis bancarias, denominado «resolución bancaria», gestionado por una autoridad administrativa con facultades para acordar por sí sola en

casos extremos, sin necesidad del acuerdo de los accionistas y acreedores de la entidad en crisis, la reducción de su capital y sus deudas (*bail-in*). Además, para facilitar esas eventuales quitas de deuda, el nuevo régimen de «resolución» administrativa de las entidades en crisis se complementó con la imposición de dos nuevas obligaciones a todos los bancos:

- Que preparen, aunque estén sanos, un «testamento» (*living will*) o plan de resolución que facilite la actuación de la Autoridad de Resolución si algún día entran en crisis.
- Que tengan en su pasivo un volumen suficiente de instrumentos de deuda que, a cambio de una mayor retribución, contemplen contractualmente la posibilidad de que puedan ser objeto de conversión en acciones o quita de principal cuando el banco lo precise para restablecer su solvencia. Surgieron así los conceptos de «exigencia mínima de pasivos reductibles» (*minimum requirement of eligible securities* o MREL) y de «capacidad total de absorción de pérdidas» (*total loss absortion capacity* o TLAC).

8.3. EL NUEVO MECANISMO ÚNICO DE RESOLUCIÓN

Si el acuerdo del *Financial Stability Board* se plasmó en Estados Unidos en la ampliación de las facultades que la Ley Dodd-Frank otorgó a la ya citada *Federal Deposit Insurance Corporation* (FDIC), en la Unión Europea dio pie al nuevo Mecanismo Único de Resolución (MUR o, en inglés, *Single Resolution Mechanism*, SRM) uno de los pilares, junto al Mecanismo Único de Supervisión y al Sistema Europeo de Garantía de Depósitos, de la nueva Unión Bancaria.

El nuevo Mecanismo consta de tres piezas:

- Un marco normativo común aplicable a la recuperación y resolución de bancos en dificultades, establecido en la Directiva 2014/59, de 15 de mayo, para la restructuración y resolución de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión.
- La Junta Única de Resolución (JUR), autoridad europea central responsable de la eventual resolución de los bancos europeos, especialmente de los sujetos a la supervisión centralizada del BCE. Está regulada por el Reglamento 806/2014, que entró en vigor en 2016.
- El Fondo Único de Resolución (*Single Resolution Fund*), administrado por la JUR y regulado también por el mencionado Reglamento y respaldado por un Acuerdo Intergubernamental por el que se llevará a cabo, a lo largo del período 2016-2023, la mutualización progresiva de sus «compartimentos nacionales», de forma que al final del período los recursos del Fondo puedan aplicarse, sin restricción geográfica, como instrumento de apoyo de la resolución bancaria de cualquier banco de la Unión Bancaria.

Como ya se ha indicado, el objetivo declarado de la nueva normativa es que, como en el caso de otros sectores económicos, en el sector bancario los mecanismos de mercado tengan un efecto disciplinante, de forma que en caso de crisis de una entidad absorban pérdidas no solo sus accionistas, sino también sus acreedores privados (*bail-in*) y, a diferencia de lo que ocurrió en el pasado, las pérdidas no sean sufragadas por los contribuyentes, manteniendo incólumes a los acreedores (*bail-out*).

La regla general enunciada por la Directiva es que cuando una entidad es «inviable» (*failing or likely to fail)*, si no se alcanzan soluciones privadas (por ejemplo, acuerdo privado de compra por otra entidad), la entidad sea sometida al procedimiento ordinario concursal establecido en su país, salvo que la Autoridad de Resolución considere que su resolución administrativa resulta de «interés público». Como garantía para los acreedores cuando una entidad sea objeto de resolución administrativa, las nuevas normas consagran el principio de que los accionistas y acreedores afectados no deben incurrir en pérdidas mayores que las que sufrirían si la entidad hubiera sido objeto de liquidación en un procedimiento concursal ordinario (principio de *no creditor worse off*).

Como ya se ha indicado, se exigirá que cada banco tenga cierto «nivel mínimo de fondos propios y pasivos reductibles» (*minimum requirement of own funds and eligible liabilities* o MREL), de forma que, en caso de crisis, dispongan de una «capacidad de absorción de pérdidas» formada no solo por su capital ordinario, sino también por un porcentaje mínimo de «pasivos fácilmente reducibles» (*bail-inable securities*). Ese nivel de MREL será fijado individualmente por la JUR a cada entidad de tamaño significativo y dependerá de varios factores (como perfil de riesgo de cada entidad, obstáculos a su resolubilidad o estrategia de resolución).

El procedimiento de resolución se inicia a petición del Banco Central Europeo (BCE), cuando éste considera que el banco es inviable (*failing*) o es probable que lo vaya a ser (*likely to fail*). Excepcionalmente, la JUR puede tomar la decisión si lo considera necesario y el BCE se resiste a hacerlo. Tras la petición del BCE, corresponde al Comité Ejecutivo de la JUR comprobar que no existe una solución alternativa privada (p.ej. absorción por una entidad sana) y que la resolución del banco es de interés público. En el plazo de 24 horas, la Comisión Europea puede oponerse a la decisión de resolución o solicitar que se modifique. Si la Comisión Europea objeta, corresponde al Consejo Europeo decidir, sobre una propuesta de la Comisión.

La ejecución del proceso de resolución se lleva a cabo por las Autoridades Nacionales –en España, el FROB–, siguiendo las instrucciones de la JUR, con sujeción a la normativa nacional aplicable. Si una Autoridad Nacional incumple las instrucciones de la JUR, esta puede asumir sus funciones y ejecutar por sí misma la resolución.

La financiación del Fondo Único de Resolución procede de las aportaciones efectuadas por los bancos, según una escala de contribuciones fijada por la Comisión Europea. El objetivo es que el Fondo acumule el equivalente al 1% de los depósitos cubiertos del conjunto de entidades, lo que ascendería a unos 55 millardos de euros.

Hasta que el Fondo esté suficientemente capitalizado, la JUR podrá pedir contribuciones *ex post* a las entidades de crédito y, en caso de ser preciso, solicitar financiación del mercado o de alguna institución pública. Los Estados miembros han acordado conceder ellos mismos dicha financiación puente, que se deberá devolver con las futuras contribuciones de las entidades de crédito.

La realización por el Fondo Único de Resolución de contribuciones a la entidad objeto de resolución (cuando resulte necesario, por ejemplo, porque se haya excluido a ciertos acreedores del mecanismo de reducción de deudas o *bail-in*) se sujetó a dos limitaciones muy estrictas:

- El conjunto de accionistas y acreedores de la entidad habrán tenido que sufrir antes una pérdida o quita de al menos el 8% del pasivo total de la entidad (incluido su capital).
- La aportación del Fondo no podrá superar el 5% de dicho pasivo.

Las extraordinarias facultades administrativas de resolución de un banco en dificultades que el Reglamento 806/2014 otorga a la JUR y la Directiva 2014/59 y la Ley11/2015 al FROB permiten solucionar meteóricamente las incertidumbres causadas por la crisis de un banco, proteger a sus depositantes, mantener su actividad, y preservar la estabilidad financiera, aunque sea a costa de eliminar de un plumazo los derechos de los titulares de sus acciones ordinarias o pasivos «reductibles».

Muchos juristas se escandalizarán de que, sin intervención de un juez, una autoridad administrativa pueda aprobar medidas expropiatorias, o incluso «confiscatorias», de los derechos de los titulares de activos financieros «reductibles». Pero la experiencia enseña que en el mundo financiero y bancario –en el que abundan los depósitos a la vista y los activos financieros negociables, y donde la confianza es un valor esencial–, el control por los Tribunales y la «tutela judicial efectiva» del artículo 24 de la Constitución debe efectuarse *a posteriori*, mediante los eventuales recursos en vía contencioso-administrativa contra las resoluciones administrativas de la JUR o del FROB, o mediante reclamaciones civiles (y, en casos justificados, penales) contra quienes causaron daño económico a los perjudicados.

8.4. LA RESOLUCIÓN DEL BANCO POPULAR

Para sorpresa general, poco tiempo después de su entrada en funcionamiento a principios de 2016, el flamante Mecanismo Único de Resolución se aplicó en junio de 2017 a la primera resolución por la JUR de un banco, el Banco Popular español.

8.4.1. *EL ANUNCIO DE LA RESOLUCIÓN*

Aunque parece claro que ya desde el 3 de junio la JUR venía preparando la operación, el BCE la puso en marcha oficialmente el martes 6 de junio con su comunicación a la JUR, en la que señaló que el detonante no era un problema de solvencia del banco, sino su falta de liquidez, ante la masiva fuga de depósitos y el agotamiento de la financiación extraordinaria que le había proporcionado el BCE a través de la «provisión de liquidez de emergencia» (*emergency liquidity assistance* o ELA) suministrada por el Banco de España.

Esa sangría llevó al BCE a determinar, de acuerdo con lo manifestado aquel mismo día por el propio Banco Popular, que éste no era capaz de pagar sus deudas a su vencimiento y, en consecuencia, a tenor del artículo 18.4 8 (c) del Reglamento, se encontraba «en graves dificultades» (*failing*), circunstancia que comunicó a la JUR para que ésta iniciara el procedimiento de resolución del banco.

Iniciada un procedimiento de resolución, el artículo 20 del Reglamento prevé que la JUR pida a un experto independiente que realice una «valoración razonable, prudente y realista» del activo y pasivo de la entidad. La clave está en que esa valoración deberá ser una valoración económico-financiera, no una mera valoración contable. En el caso de que la JUR pretenda vender la entidad en crisis, la valoración deberá determinar un precio razonable de adquisición «a precios de mercado» (*commercial terms*).

Pues bien, en el caso del Popular, el experto, de la consultora Deloitte, estimó que el valor económico-financiero del banco era negativo y rondaba los 2.000 millones de euros en el escenario base y los 8.000 millones en un escenario de tensión. a pesar de que el patrimonio neto contable del banco seguía siendo positivo.

Esa valoración llevó a la JUR y al FROB a decidir que, antes de vender el Popular, había que reducir a cero el valor contable de su capital ordinario y de sus «obligaciones convertibles contingentes» (*cocos*, en la terminología inglesa), así como convertir en acciones sus obligaciones subordinadas (acciones que, tras la oferta del único postor que concurrió a la subasta organizada por el FROB, el Santander adquirió por el precio simbólico de 1 euro).

El informe de valoración del experto no se ha hecho todavía público ni se reveló al Santander antes de que presentara su oferta. No es posible, pues, saber con certeza cómo llegó a ese «valor razonable» (*fair value*) negativo de entre 2.000 y 8.000 millones de euros, muy inferior al valor contable de los recursos propios del Popular (que era de unos 12.000 millones de euros). Para calcularlo no parece que, por la premura, pudiera hacer un cálculo sofisticado basado en el descuento financiero de flujos (como el «modelo de descuento de dividendos»), sino que debió partir del valor contable del banco y, a partir de ahí, efectuó ciertos ajustes a la baja (previsiblemente, ajustes del valor contable de la cartera de inmuebles y préstamos hipotecarios, pagos por indemnizaciones futuras y otras «contingencias legales», costes de restructuración –como indemnizaciones por despidos– y otros semejantes).

8.4.2. *ANTECEDENTES*

Aunque la causa invocada por el BCE para iniciar la resolución del Popular no fuera su falta de liquidez, no cabe duda de que en el origen de esa crisis estuvo la creciente desconfianza del mercado hacia la solvencia del banco, de la que fueron reflejo las sucesivas rebajas de su calificación crediticia.

Se ha señalado que, cuando el Popular rehusó en 2012 cualquier ayuda pública del FROB, el banco probablemente persiguió no solo el interés de sus gestores, sino también el del conjunto de la banca privada española y del propio Gobierno, que pudieron argumentar que el problema de solvencia de las entidades de crédito se limitaba a las cajas de

ahorro y no alcanzaba a los bancos privados, todos muy solventes. Quizás por parecido motivo, el banco tampoco quiso traspasar activos inmobiliarios dudosos a la Sareb.

El Popular quedó, pues, para sosiego de muchos, en el lado de las instituciones «sanas», a falta tan solo de que reforzara su solvencia mediante ampliaciones de capital –como las realizadas en 2012 y en el verano de 2016, cuando llevó a cabo una ampliación de capital de 2.500 millones de euros –y fuera «limpiando su balance» progresivamente mediante nuevas provisiones. Pero esa política gradualista, frecuente y posible en otras épocas, acabaría haciendo al banco vulnerable cuando entraron en vigor los cambios normativos sobre resoluciones bancarias descritos anteriormente.

Tampoco insufló confianza, probablemente, la tempestuosa remoción del antiguo presidente del banco, Sr. Ron, por un Consejo de administración dividido, que optó en diciembre de 2016 por sustituirle por el Sr. Saracho, procedente del banco de inversión J.P. Morgan, lo que ocurrió el 20 de febrero, previa Junta General Extraordinaria.

Iniciado el primer semestre de 2017, pueden señalarse varios hitos adicionales en la progresiva pérdida de confianza en el banco:

- El 3 de febrero el banco comunicó que sus pérdidas en 2016 habían ascendido a 3.485 millones de euros, cifra muy superior a los 2.000 millones previstos en el folleto de la ampliación de capital de mayo de 2016.
- El 3 de abril el banco anunció que tendría que hacer ajustes sobre las cuentas de 2016 aprobadas por la Junta apenas dos meses antes, para tomar en cuenta mayores necesidad de provisiones y los préstamos dados por el banco a algunos clientes durante la ampliación de capital de junio de 2016.
- En la Junta General del 10 de abril, el nuevo presidente, Sr. Saracho, no pudo concretar las soluciones que vislumbraba para el banco, entre las que incluyó una nueva ampliación de capital o la venta del banco a otra entidad.
- El 5 de mayo, al tiempo que informaba de una pérdidas de 137 millones de euros en el primer trimestre de 2017, el banco anunció que, aunque no necesitaría finalmente «reformular» las cuentas de 2016, necesitaría «reexpresarlas», para reflejar un aumento de las pérdidas en 2016 en 125 millones de euros, hasta 3.611 millones de euros, y para reducir el patrimonio neto del banco en 240 millones de euros, hasta 10.847.

Ese goteo de noticias desfavorables y la falta de una perspectiva clara de futuro fue una oportunidad de oro para los especuladores bajistas y terminó haciendo quimérica una nueva ampliación de capital. Fue entonces cuando la existencia del nuevo MUR agravó probablemente la «espiral de la muerte» (*death spiral*) del Popular, a través de dos vías:

- En primer lugar, el riesgo de que la resolución del banco conllevara una potencial quita o reducción (*bail-in*) de depósitos no garantizados provocó su salida masiva del banco. Fueron presa de ese «pánico bancario» muchos grandes depositantes, incluidas varias instituciones públicas.

  El pánico probablemente se aceleró el miércoles 31 de mayo de 2017, cuando a las 7:13 de la tarde un corresponsal de Reuters en Bruselas informó de que, según

un funcionario de la Comisión Europea, la presidenta de la JUR había advertido que sería preciso «resolver» el Popular si no encontraba un comprador.

Esa información de Reuters sumió lógicamente a todas las entidades –públicas y privadas– con elevados depósitos en el Popular en un «dilema del prisionero» como el descrito por Jackson, lo que les llevó a la decisión no-cooperativa pero racional de retirar sus depósitos con urgencia para evitar el riesgo de quita.

- En segundo lugar, la posibilidad de que los posibles compradores del Popular pudieran adquirirlo «a precio de saldo», sin opa, durante el proceso de resolución –como efectivamente ocurrió– redujo probablemente su interés en llegar a una «solución privada» para comprarlo.

8.5. LECCIONES DE LA CRISIS DEL POPULAR

La JUR y el FROB español lograron entre el martes 6 y el miércoles 7 de junio que el banco fuera vendido por 1 euro al Santander, tras la previa reducción a cero de los derechos económicos de los antiguos accionistas y de los titulares de «obligaciones convertibles contingentes (*Cocos*) y la conversión en acciones de sus obligaciones subordinadas.

El nuevo Mecanismo Único de Resolución (MUR) funcionó, pues, con una celeridad y eficacia admirables.

No obstante, de la experiencia de la resolución del Popular cabe sacar otras lecciones menos positivas:

- La perspectiva de que un banco pueda ser objeto de resolución puede sumirle en una peligrosa «espiral de la muerte» (*death spiral*) y generar pánicos bancarios.

  A ese peligro pueden quedar particularmente expuestos aquellos bancos cotizados pequeños y medianos que, por carecer de tamaño «sistémico», pueden ser más fácilmente abandonados a su suerte por las autoridades financieras.
- Los balances bancarios y las «pruebas de resistencia» (*stress test*) no siempre reflejan los problemas latentes de las instituciones, que no salen a la luz pública hasta que la entidad entra en crisis.
- Los mecanismos de resolución bancaria tienen que estar complementados con mecanismos adecuados de provisión de liquidez, tanto para evitar que las entidades solventes se vean arrastradas a una resolución por problemas de liquidez provocadas por pánicos bancarios (*bank runs*), como para lograr que cuando el proceso de resolución no sea tan meteórico con el del Popular la entidad objeto de resolución pueda seguir funcionando.

8.5.1. *EL PROBLEMA DE LA «ESPIRAL DE LA MUERTE»*

La posibilidad de que el MUR se active cuando una entidad afronta un problema de liquidez –incluso aunque esté bien capitalizada– y que esa resolución pueda concluir en una pérdida patrimonial para sus accionistas, acreedores o incluso depositan-

tes puede facilitar los pánicos bancarios y las oleadas especulativas contra la entidad en apuros.

El problema ya lo apuntó en noviembre de 2014, en relación con las «obligaciones convertibles contingentes» (*cocos*), un prestigioso economista británico, Avinash Persaud, cuando en su artículo *Why Bail-In Securities are Fool´s Gold* los calificó de «falso oro» (*fools gold*).

En su opinión, tan pronto surgieran temores sobre el futuro de un banco, los *cocos* tendrían un efecto desestabilizador, pues sus titulares, en un intento preventivo de evitar pérdidas, los venderían en masa y tomarían posiciones cortas sobre las acciones de la entidad (para neutralizar la eventual conversión de los *cocos* en acciones). Esa adversa tendencia en la cotización de sus acciones y obligaciones podría acabar suscitando desconfianza entre los depositantes del banco, que sacarán su dinero de la entidad y acabarán provocando un pánico bancario. No cabe pues espera que los *cocos* y demás bonos susceptibles de reducción logren aumentar, de forma pausada, los recursos propios de un banco cuando se enfrente a un problema de insuficiencia de capital, sino que tan pronto se avizore esa sombría perspectiva provocarán una aceleración de la crisis.

En mi opinión, el análisis de Persaud es atinado, pues esa «espiral de la muerte» (*death spiral*) que describe no es sino la manifestación en el sector bancario de otra espiral especulativa que se manifestó hace ya años en los mercados de divisas –cuando abundaban todavía los tipos de cambio fijos– y fue descrita en 1984 por el economista americano Maurice Obstelfd en su artículo *Rational and Self-Fulling Balance-of Payment Crises*, en el que mostraba que un país puede verse obligado a devaluar su moneda incluso aunque su tipo de cambio fijo sea razonable y no esté sobrevaluado: en ausencia de una línea ilimitada de liquidez para hacer frente a un ataque coordinado de los especuladores, la subida de tipos de interés interno que el ataque especulativo sería tan dolorosa e insostenible –especialmente en una fase recesiva– que, al final, el país tendría que claudicar y devaluar su moneda.

En la primavera de 1993 Francia logró escapar de una espiral de esa naturaleza, cuando, a pesar de que el franco francés no estaba sobrevaluado, sufrió reiterados y fuertes ataques especulativos, que se vieron favorecidos por la aparente reticencia del *Bundesbank* alemán a comprometerse públicamente a defender a ultranza la paridad entre la moneda francesa y el marco alemán.

El MUR –y, en especial, el riesgo de que la JUR pueda reducir de un plumazo el capital, e incluso otros pasivos, de un banco en dificultades víctima de un pánico bancario (*bank run*)– podría hacer más probables tales pánicos, al acrecentar la eficacia de la especulación bajista. Debemos, pues, evitar que el MUR se convierta, sin pretenderlo, en un eficaz mecanismo para resolver crisis bancarias que él mismo exacerba.

Hay que reconocer, sin embargo, que ese peligro de que el MUR exacerbe los pánicos bancarios en entidades bancarias débiles puede tener varios efectos saludables:

- En primer lugar, obligará a que los bancos sean especialmente diligentes y cuidadosos al efectuar con rapidez las provisiones necesarias para mantener un balance realista (*come clean*, en la expresión inglesa), y efectúen esa «limpieza» con carácter previo a cualquier aumento de capital.

- En segundo lugar, para evitar que una mera crisis de liquidez pueda llevarles a su resolución por la JUR, los bancos pondrán buen cuidado en que sus activos bancarios puedan servir de respaldo (*collateral*) en préstamos de emergencia (*ela*) de su Banco Central nacional, lo que les obligará a tenerlos perfectamente documentados –cosa que, al parecer, no ocurrió en el caso del Popular–.
- En tercer lugar, impedirá que los supervisores bancarios puedan permitirse una política de «tolerancia» (*forebearance*) o gradualismo excesivo con los bancos mal provisionados –basada, por ejemplo, en permitirles no provisionar de inmediato, en su integridad, el deterioro de sus activos, siempre que se comprometan a provisiones adicionales futuras con cargo a beneficios o a ampliaciones de capital–.

  En el caso de bancos cotizados, esa política de tolerancia supervisora puede resultar peligrosa, al condonar cierto «maquillaje» o, si se quiere, «engaño contable», en la medida en que el balance y las cuentas del banco cotizado no reflejen siempre por completo su «imagen fiel».

8.5.2. *EL PROBLEMA DE LA LIQUIDEZ*

Como ya se ha indicado, la creación del MUR hace preciso que en la Unión Bancaria existan mecanismos adecuados que proporcionen a los bancos suficiente liquidez en dos circunstancias distintas:

- Antes de que se desencadene un proceso de resolución, para que los bancos genuinamente solventes puedan evitarla y no se vean arrastrados a ella por una «espiral de la muerte».
- Cuando una entidad sea objeto de resolución, para que disponga de la liquidez precisa para seguir funcionando si el instrumento de resolución no resulta tan expeditivo como fue la venta del Popular al Santander.

En lo que atañe a fuentes de liquidez pre-resolución, son dos los mecanismos posibles que pueden utilizarse para socorrer a una entidad solvente amenazada por una crisis:

- La ayuda financiera pública extraordinaria que un Estado puede prestar a un banco solvente en apuros, según lo dispuesto en el artículo 32.4 d) de la Directiva.

  De acuerdo con dicho precepto, las ayudas públicas extraordinarias –que podrán consistir en una garantía estatal de los pasivos del banco o una inyección de fondos propios o adquisición de instrumentos de capital– «se limitarán a las entidades solventes, y estarán supeditadas a autorización final con arreglo a la normativa sobre ayudas de Estado. Dichas medidas tendrán un carácter cautelar y temporal y serán proporcionadas a la resolución de las consecuencias de la perturbación grave, y no se utilizarán para compensar pérdidas que la institución haya sufrido o vaya a sufrir probablemente en el futuro inmediato». En el caso particular de inyecciones de fondos propios, se limitarán a lo necesario «para hacer frente al déficit de capital establecido en las pruebas de resistencia (*stress test*), en

las revisiones de calidad de los activos (*asset quality reviews*) o en ejercicios equivalentes».

Este fue el mecanismo que, en forma de avales, utilizó el Gobierno italiano para impedir que el *Monte dei Paschi di Siena* fuera objeto de resolución.

- La «provisión de liquidez de emergencia» (*emergency liquidity assistance* o *ela*) prestada con carácter extraordinario por el BCE a través del Banco Central nacional del banco en cuestión, que es el Banco Central que asume el riesgo de crédito en caso de impago del préstamo.

  También en este caso el suministro de liquidez queda condicionado a que el banco beneficiario sea solvente, si bien en este caso la definición de «solvencia» es bastante flexible, pues la condición se entiende cumplida, aunque la entidad no tenga los recursos propios mínimos exigidos por la normativa prudencial, si hay «una perspectiva creíble de recapitalización».

Nótese que en ambos casos es el Estado nacional del banco en apuros quien, bien directamente en el caso de la ayuda pública extraordinaria, bien a través de su Banco Central nacional, debe prestarle su apoyo, sin que exista un mecanismo propio de la Unión Bancaria que cumpla esa función.

Cabe temer, además, que el deseo de las autoridades de socorrer a un banco solvente en apuros sea menor cuando el banco no tenga importancia sistémica, lo que podría hacer azarosa la vida de los bancos cotizadas medianos y pequeños y fomentar, sin pretenderlo, un proceso excesivo de concentración bancaria nacido no de consideraciones de eficiencia en la prestación de los servicios bancarios, sino de la necesidad de conjurar los pánicos bancarios que pueden provocar las nuevas normas de resolución bancaria.

Sería por eso deseable que, a medida que se consoliden la Unión Bancaria y el papel del BCE como supervisor de la solvencia de casi todos los bancos, sea el propio BCE quien asuma esa función de «prestamista en última instancia» y si considera solvente a un banco en apuros al que supervisa haga honor al dicho inglés de «*put its money were its word is*», esto es, se muestre dispuesto a concederle liquidez ilimitada, aunque sea a un tipo punitivo (*à la* Bagehot).

En lo que atañe a la provisión de liquidez a una entidad objeto de resolución mientras ésta no concluye la experiencia del Banco Popular ha puesto de manifiesto que se trata de un grave problema todavía no resuelto – que, por fortuna, no se suscitó en el caso del Popular gracias a que el Santander hizo frente desde el primer día a las cuantiosas necesidades de liquidez de su nuevo banco filial–.

Esas especiales necesidades de liquidez son precisas no solo para atender las salidas de depósitos de clientes suspicaces, sino para mantener abiertas las líneas de crédito interbancarias y hacer frente a los vencimientos y obligaciones de pago de la entidad.

Es cierto que como la entidad resultante de la resolución deberá ser solvente tendrá acceso a las fuentes de liquidez ordinarias y extraordinarias del BCE, pero cabe temer que en algunos casos no disponga de activos suficientes que ofrecer en garantía (*collateral*).

En algún momento se ha sugerido –inspirándose probablemente en el régimen típico de los procedimientos concursales– que la normativa del MUR debiera otorgar a la

JUR la facultad de declarar una suspensión o moratoria (*stay)* de las obligaciones de pago de una entidad en trance de resolución, para así mitigar el problema de liquidez. Pero la idea ha suscitado el vehemente rechazo de quienes entienden que esa drástica medida, además de dañar la reputación de la entidad –en especial entre sus clientes, que se verían encerrados en un «corralito»– podría tener efectos indirectos e incluso sistémicos al provocar otros impagos e incumplimientos contractuales en cascada.

De ahí que, abandonada la idea de la suspensión o moratoria, deba analizarse el nuevo papel que podría corresponder a la JUR y, en particular, al Fondo Único de Resolución. Si la liquidez de éste no fuera suficiente para proporcionar tesorería suficiente a la entidad en resolución, podría contemplarse que pueda refinanciarse en alguna institución europea pública, ya sea el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) –cuya lenta toma de decisión lo haría, sin embargo, poco idóneo para ese cometido– o, preferentemente, el BCE, como fuente última de liquidez de la zona euro.

8.6. CONCLUSIÓN

Con independencia del escaso acierto de quienes dirigieron los destinos del Banco Popular en los últimos tiempos, al cruel final del banco le resulta probablemente aplicable la célebre frase con la que dos economistas, Guillermo Calvo y Enrique Mendoza, resumieron la grave crisis cambiaria que sufrió el peso mejicano a principios de 1994: *Petty Crime and Cruel Punishment* («delito menor, castigo cruel»).

Curiosamente, el Informe Anual del Popular del año 2016 incluye una cita del gran biólogo británico Charles Darwin que ayuda a entender ese cruel castigo:

> «No es la especie más fuerte la que sobrevive, ni la más inteligente, sino la que mejor se adapta a los cambios».

Por desgracia, los directivos y consejeros del Popular no advirtieron a tiempo que el nuevo Mecanismo Único de Resolución, precisamente por su agilidad y espíritu draconiano, supone un cambio que agrava ciertos riesgos para los bancos cotizados –especialmente para los medianos y pequeños–. El Popular no supo adaptarse a ese cambio y, abandonado a su suerte, no sobrevivió a los «dilemas de la resolución».

9. REGLAS E INSTITUCIONES PARA LA GOBERNANZA FISCAL EN EUROPA

Pablo Hernández de Cos[1]

EXECUTIVE SUMMARY

The reform of fiscal governance in the European Union during the crisis included unquestionable progress relative to the previous situation. Inter alia, it reinforced the preventive arm of the Stability and Growth Pact (SGP) by establishing a spending rule; it gave greater relevance to the public debt criterion throughout the fiscal oversight process; it strengthened sanctioning arrangements; it made it obligatory to transpose to national legislation the obligations acquired at the European level; and it included the creation of independent fiscal authorities. However, certain weaknesses of the new governance framework cannot be overlooked, in particular from the standpoint of Economic and Monetary Union (EMU). Firstly, the framework is now more complex, which might reduce its transparency and applicability and hamper accountability, and the room for discretionality in its application remains high. Secondly, the new fiscal governance arrangements are some way off a true fiscal union, given that there is not a sufficiently large common European budget allowing for the softening of the economic impact of shocks that affect only one or few countries or of serious, common shocks that affect the Union as a whole; and nor can they count on pooled debt issues that help mitigate the vulnerability of individual issues in the face of processes involving a loss of confidence, such as those experienced during the crisis.

Against this background, this article argues that headway should be made in the simplification, automaticity and effectiveness of the framework of fiscal rules and in the creation of a common cyclical insurance mechanism that contributes to alleviating the absence of a centralised fiscal capacity in EMU. Pooled debt issues suitably designed so as not to discourage fiscal discipline might also prove key, through the creation of a common and safe asset, to reducing financial fragmentation, weakening the link between sovereign and banking risk, facilitating the implementation of monetary policy and promoting financial integration within EMU.

The latest European institutional initiatives support this course of action. Specifically, the implementation of a macroeconomic stabilisation function and the need for a safe European asset were already suggested in the Five Presidents' Report, published in June 2015, and this objective has been confirmed more recently in March 2017 by the EC in its reflection paper

---

[1] Director General de Economía y Estadística del Banco de España.

on the future of EMU. In both cases, nonetheless, it is also made clear that compliance with the EU's budgetary rules is crucial for its sound functioning, underscoring the idea that greater fiscal integration must necessarily go hand in hand with greater budgetary discipline.

9.1. INTRODUCCIÓN[2]

Desde su inicio, la Unión Económica y Monetaria (UEM) se construyó sobre la base de hacer descansar toda la responsabilidad de decisión y ejecución sobre la política presupuestaria en los Gobiernos de los países miembros. En concreto, ante la ausencia de un presupuesto común europeo al estilo del existente en los Estados federales, este entramado institucional dejaba en manos de la política fiscal nacional el posible papel estabilizar del sector público sobre la economía. De manera coherente, las consecuencias de las acciones en materia fiscal también debían de ser responsabilidad exclusiva de los países. Por ello, se incluyó en el tratado una cláusula de no rescate (no bail-out), por la que se descartaba la posibilidad de que la deuda pública de un Estado miembro fuera asumida por el conjunto del área. El principal objetivo de esta cláusula consistía en que los mercados financieros desempeñaran un papel disciplinador a través de la exigencia de primas de riesgo distintas a los países dependiendo de la situación de cada economía nacional. En paralelo, se fijaron unos límites al déficit y deuda públicos de los Estados, que fueron complementados en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC). La justificación de estos límites nacía del supuesto de que los mercados financieros no siempre actúan como elemento disuasorio de las políticas inadecuadas y que la cláusula de *no bail-out* podía no ser completamente creíble, dado que las situaciones de insostenibilidad fiscal de un país podían tener repercusiones negativas sobre el resto y generar tensiones sobre el conjunto de la unión, que acabaran haciendo más deseable para esta última acudir en ayuda de los países en dificultades.

La crisis reciente de la deuda soberana en la zona del euro fue el resultado de un conjunto de factores, que incluía, desde luego, carencias en el diseño original de la gobernanza de la eurozona, en particular la debilidad de la implementación del PEC, la ausencia de coordinación de políticas económicas y de mecanismos de gestión de crisis, y la presencia de una asimetría entre la existencia de una política monetaria única y una supervisión bancaria a escala nacional. Todas estas debilidades fueron afrontadas durante la crisis, en mayor o menor medida, con la reforma del PEC (*Six Pack*) y sus extensiones del *Fiscal Compact* y el *Two Pack*, la creación del procedimiento de desequilibrios excesivos, el Mecanismos Europeo de Estabilidad (MEDE) y la unión bancaria (Mecanismo Único de Supervisión y Mecanismo Único de Resolución), lo que debería resultar en un mejor funcionamiento de la Unión Monetaria en el futuro.

En el caso concreto de la gobernanza fiscal, las reformas[3] introducidas incorporaron indudables avances en relación con la situación previa, al reforzar el brazo preventivo del

[2] En este artículo se resumen algunos de los aspectos analizados en Banco de España (2016), «La política fiscal en la UEM», capítulo 4, *Informe Anual 2016*.

[3] Para un resumen y valoración de estas reformas, véase, por ejemplo, P. Hernández de Cos (2014), «El nuevo marco de gobernanza fiscal europeo», *Papeles de Economía Española* nº 141.

Pacto con el establecimiento de un límite al gasto público, cuyo crecimiento no puede superar el crecimiento del PIB a medio plazo, y la introducción de una mayor coordinación en los procesos presupuestarios de los países, que cuenta ahora además con una evaluación *ex ante* de la Comisión Europea (CE). Además, en el brazo correctivo se concede una mayor relevancia al criterio de la deuda pública a lo largo de todo el proceso de supervisión fiscal y se otorga a la CE de una capacidad de requerir información adicional a los países miembros bajo procedimiento de déficit excesivo. Por otro lado, se refuerza el sistema de sanciones, que se aplicarán en una fase más temprana del proceso y de una forma más automática. Asimismo, se obligó a la reforma de los marcos fiscales nacionales, que tuvieron que trasladar a la legislación nacional las obligaciones adquiridas a escala europea, incluida la necesidad de contar con un mecanismo de corrección automática en caso de desviaciones, el establecimiento de programas presupuestarios anuales y la mejora de la calidad de las estadísticas fiscales. Finalmente, el marco de gobernanza fiscal incorporó un nuevo actor al proceso presupuestario de los países miembros, las autoridades fiscales independientes, que llevan a cabo evaluaciones públicas en relación con la implementación de las reglas presupuestarias nacionales, incluidas las previsiones macroeconómicas que sirven de base a las proyecciones fiscales, evaluaciones que deberán ser atendidas (o explicar la razón de la discrepancia) por los Estados miembros.

En conjunto, se puede afirmar que la reforma se hizo eco de la literatura económica más reciente, que enfatiza que es el diseño –y no solo la mera existencia de las reglas fiscales– lo que condiciona su efectividad, de forma que aspectos tales como su definición, los mecanismos de control y aplicación o el procedimiento de corrección en caso de desviaciones resultan cruciales para alcanzar el objetivo de garantizar la estabilidad presupuestaria.

Sin embargo, no pueden obviarse algunas debilidades del nuevo marco de gobernanza. En primer lugar, este es ahora más complejo –si cabe– que el existente con anterioridad, lo que podría reducir su transparencia y aplicabilidad y dificultar la rendición de cuentas. En segundo lugar, aunque se ha logrado un mayor automatismo en la aplicación de los procedimientos, el margen de discrecionalidad sigue siendo elevado, por lo que sus resultados dependen de si se utiliza este margen con laxitud tanto por el Consejo Europeo como por la CE, que ha visto reforzada su posición.

Pero las mayores dudas sobre la efectividad de este marco tienen que ver con su suficiencia. En particular, la nueva gobernanza fiscal se encuentra alejada de una verdadera unión fiscal, dado que no cuenta con un presupuesto común europeo suficientemente potente que permita suavizar el impacto económico de perturbaciones que afecten solo a uno o a unos pocos países o de perturbaciones comunes graves que afecten al conjunto de la Unión, ni con emisiones conjuntas de deuda compartida que ayuden a mitigar la vulnerabilidad de las emisiones individuales ante procesos de pérdida de confianza como los experimentados a lo largo de la crisis.

Ante la ausencia de estos mecanismos de estabilización, se ha optado, en distintos momentos, por tratar de buscar una respuesta coordinada en materia fiscal de los distintos países. Este fue el caso de la aprobación del denominado «Plan Europeo para la Recuperación Económica» (PERE) durante la crisis, que canalizó un conjunto de actua-

ciones dirigidas al estímulo de la demanda, por un montante estimado de un 1,5 % del PIB de la UE en 2009-2010. Sin embargo, de esta magnitud un 85 % se efectuó a través de los presupuestos nacionales y solo el 15% restante a través del presupuesto comunitario. En el mismo sentido, en 2015 se aprobó el Plan de Inversión para Europa (conocido como «Plan Juncker»), que todavía está vigente, y que utiliza el presupuesto común europeo como garantía para movilizar inversiones privadas. En concreto, el plan pretendía dotar de financiación a proyectos que, dado su nivel de riesgo, no estuvieran recibiendo la financiación necesaria. Por último, a finales de 2016 la Comisión Europea publicó una comunicación sobre la necesidad de una orientación más expansiva de la política fiscal en la UEM en 2017[4], dada la situación de persistente crecimiento bajo y los reducidos tipos de interés vigentes. La CE propuso que este impulso lo aplicaran aquellos países que disponían de espacio fiscal, esto es, de margen de maniobra presupuestario suficiente para no poner en riesgo la sostenibilidad de sus finanzas públicas y cumplir con los requisitos del PEC.

La implementación práctica de estas actuaciones coordinadas de políticas fiscales discrecionales en la UEM se enfrentan, sin embargo, a distintas dificultades institucionales. La más relevante de ellas es que, ante la ausencia de un presupuesto común europeo potente, una actuación discrecional requiere asignar aquella a los distintos Estados. Su aplicación depende, además, de la voluntad de los países, dado que no existe posibilidad legal de obligarlos. Como ejemplo de estas dificultades, en relación con la recomendación mencionada de la CE de 2016, el Consejo de la Unión Europea no la tradujo en acciones concretas para los países miembros[5].

En este contexto, el presente artículo se centra en analizar dos cuestiones. En primer lugar, en la sección segunda se efectúa una valoración de las deficiencias aún existentes en el marco europeo de reglas fiscales y se realizan propuestas concretas para superarlas. En la sección tercera se evalúa la posibilidad de introducir un mecanismo de estabilización europeo y emisiones conjuntas de deuda soberana. La sección cuarta resume algunas conclusiones.

9.2. UN MARCO DE REGLAS FISCALES EUROPEO MÁS SENCILLO Y AUTOMÁTICO

Como se señalaba en la introducción, a pesar de las mejoras introducidas en el marco europeo de reglas fiscales durante la crisis, no pueden obviarse algunas debilidades del nuevo marco de gobernanza. En primer lugar, las sucesivas reformas han generado un conjunto de normas y procedimientos muy complejo, lo que dificulta su supervisión, aplicabilidad, transparencia y rendición de cuentas. Además, esta complejidad hace más probable su aplicación inconsistente entre países y a lo largo del tiempo, lo que daña su legitimidad y credibilidad[6].

---

[4] Disponible en http://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-14630-2016-INIT/en/pdf.

[5] Véase http://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2017/01/27-conclusions-annual-growth-survey/.

[6] Como ejemplo de la posibilidad de incoherencias temporales, en M. Andrle, J. Bluedorn, L. Eyraud, T. Kinda, P. Koeva Brooks, G. Schwartz, y A Weber (2015), *Reforming Fiscal Governance in the European Union*,

Esta complejidad se extiende tanto al número de reglas como a sus posibles excepciones, así como al procedimiento de seguimiento y sanción, según ilustra el contenido del manual que la CE publica regularmente sobre las reglas y procedimientos del PEC, conocido como «Vade Mecum», que cuenta en su última versión con 224 páginas[7].

En cuanto al número de reglas, L. Eyraud y R. Gómez (2014)[8] muestran que, mientras que los Estados federales cuentan habitualmente con dos reglas fiscales, en el PEC coexisten al menos seis, a las que se unen las aprobadas a escala nacional, que no siempre son exactamente idénticas a las europeas, aunque sí deben ser compatibles con ellas. En concreto, se podría decir que el marco europeo establece límites u objetivos a las siguientes variables: el nivel de déficit público, la ratio de deuda pública, el déficit estructural (objetivo de medio plazo), la senda de ajuste hacia el objetivo de medio plazo, la variación de la deuda pública y la evolución del gasto público.

Respecto a la cuantía de las excepciones, los mejores ejemplos del grado de complejidad del entramado institucional se encuentran en los condicionantes establecidos para valorar si un país ha superado los límites de déficit o deuda pública. En concreto, la valoración de si un déficit público superior al 3% del PIB se considera un déficit excesivo en el contexto del PEC, incluye dos excepciones: 1) que el déficit se haya reducido de forma sustancial y continuada y haya alcanzado un déficit cercano al 3% del PIB, 2) que el incumplimiento sea de escasa importancia, temporal y debido a circunstancias excepcionales. A su vez, para que un déficit por encima del 3% sea considerado excepcional, tiene que producirse que este sea el resultado de un acontecimiento fuera del control del país y con efectos en las finanzas públicas o que se produzca en un período de recesión económica grave, definida esta como una tasa de crecimiento interanual del PIB real negativa o una pérdida acumulada de producto durante un período prologando de crecimiento interanual del PIB real muy bajo en relación con el potencial. Por su parte, para que el incumplimiento sea considerado temporal, las previsiones de la CE deben mostrar que el déficit público se sitúa de nuevo por debajo del 3% del PIB una vez finaliza el acontecimiento inusual o el período de recesión económica grave. Pero, además, el informe que prepara la CE en el que se valora si el déficit público que supera el 3% es considerado excesivo debe tener en cuenta otros aspectos, como el hecho de si el déficit supera el gasto en inversión pública o la existencia de otros factores relevantes, que incluyen la evolución de la situación económica, presupuestaria y de endeudamiento público del país en cuestión, más allá de todos los aspectos que esgriman las autoridades, que pueden incluir, por ejemplo, la aprobación de reformas estructurales y sus efec-

---

IMF discussion papers, SDN/15/09, se argumenta que, dado que un límite al déficit público del 3% del PIB es coherente con un nivel de deuda pública del 60% en el medio plazo si el crecimiento nominal de la economía es de alrededor del 5%, la reducción del crecimiento potencial nominal del área del euro en los últimos años, que se estima en la actualidad en alrededor del 3%, llevaría a una ratio de deuda pública del 100% del PIB en el largo plazo, si se mantiene el límite del 3% del PIB de déficit público.

[7] Véase Comisión Europea (2017), *Vade Mecum on the Stability and Growth Pact – 2017 Edition*, Institutional Paper 052, Bruselas.

[8] Véase L. Eyraud y R. Gómez (2014), «Constrains on subnational fiscal policy», en C. Cotarelli y M. Guerguil (eds.), *Designing a European Fiscal Union: Lessons from the experience of Fiscal Federations*, Routledge, Londres.

tos sobre las finanzas públicas. Respecto al criterio de deuda pública, los mismos factores mencionados que tienen que tenerse en cuenta de cara a valorar si un país ha superado el límite de déficit del 3% del PIB deben ser también considerados en la valoración del límite de deuda pública.

En cuanto a su seguimiento y evaluación, además del trabajo habitual de la CE, ahora se le une el de las autoridades fiscales naciones, encargadas, entre otras funciones, del seguimiento de las reglas fiscales nacionales. Como ejemplo de las complejidades del PEC en relación con los procedimientos establecidos, se puede tomar el seguido cuando, de acuerdo con la valoración de la CE, se ha producido una desviación significativa en relación con la pauta de ajuste hacia el objetivo de equilibrio de medio plazo. En este caso, la CE debe iniciar lo que se conoce como un «procedimiento de desviación significativa». Para ello debe seguir distintos pasos. En primer lugar, la CE debe dirigir una advertencia al país en cuestión. Un mes después de esta advertencia, el Consejo examinará la situación y adoptará una recomendación sobre las políticas que debe aplicar el país, con una fecha límite para la toma de decisión por la autoridad nacional de cinco meses, que se puede reducir a tres meses si la situación es particularmente seria y requiere una acción urgente. Con posterioridad, el país debe informar sobre las acciones en el plazo establecido. Si el país no toma las acciones necesarias, la CE recomendará al Consejo la aprobación, por mayoría cualificada, de una decisión señalando que no se han adoptado estas acciones. La CE puede, además, proponer que el Consejo apruebe una recomendación revisada para la adopción de medidas. Si el Consejo no aprueba la decisión de que el país no ha efectuado acción efectiva y el Estado miembro sigue sin adoptar estas acciones, la CE puede de nuevo recomendar al Consejo que apruebe esa decisión en el plazo de un mes. Esta decisión por parte del Consejo se tomará si no hay una mayoría de los miembros en contra. Solo tras este proceso, es decir, una vez el Consejo decide que no se han tomado acciones efectivas, se puede iniciar el proceso de sanción, que, de nuevo, tiene un procedimiento establecido.

En este contexto de enorme complejidad del marco presupuestario europeo, se podría defender la simplificación del número de reglas actualmente existente y su sustitución por otro sistema que se basara únicamente en dos reglas numéricas, que se concentrarían en la deuda pública y en la evolución del gasto público. En concreto, se puede plantear definir una regla de gasto, similar a la actual, por la cual el crecimiento de esta variable, una vez que se excluyen total o parcialmente determinadas partidas, como las de inversión o las relacionadas con el desempleo, no puede superar un límite de referencia, calculado a partir del crecimiento potencial o de medio plazo de la economía, expresado en términos nominales. A este límite del gasto se le puede añadir un factor de corrección que imponga un límite más restrictivo al aumento del gasto público en caso de que la ratio de deuda supere el valor de referencia.

Además de su simplicidad, este tipo de regla dual cuenta con algunas ventajas[9]. En primer lugar, el énfasis en la deuda pública es coherente con el hecho de que esta es la

[9] Véanse P. Hernández de Cos (2011), «La reforma del marco fiscal en España: los límites constitucionales y la nueva regla de crecimiento del gasto público», *Boletín Económico*, septiembre, Banco de España, y G. Claeys, Z. Darvasy A. Leandro (2016), «A proposal to revive the European fiscal framework», *Bruegel Policy Contribution*, n.º 3.

variable clave para medir la sostenibilidad de las finanzas públicas. En cuanto a la regla de gasto, la utilidad de esta última reside en que se dirige a la fuente habitual de los déficits públicos. En concreto, la fijación *ex ante* de una cuantía máxima de gasto disciplina la elaboración de los presupuestos de cada unidad de gasto, que, así, tienen menos margen para presionar al alza sus demandas individuales. Además, si la regla está bien definida y es transparente, permite identificar los componentes de gasto que generan las desviaciones. Por otra parte, permite ahorrar, *ex post*, el aumento de los ingresos en situaciones cíclicas mejores de lo esperado. Presenta, además, una ventaja frente a la regla de déficit estructural, dado que, en períodos de expansión económica caracterizados, por ejemplo, por una expansión del mercado inmobiliario, los cálculos habituales del saldo estructural identifican como mejora estructural, y no puramente cíclica, los ingresos públicos que acompañan habitualmente a dichos episodios. La regla de gasto permite, sin embargo, disciplinar la evolución de esta partida en esos momentos, facilitando el ahorro de los ingresos extraordinarios. En Banco de España (2010)[10] se presenta un ejercicio contrafactual de cómo habría funcionado una regla de gasto como la que se incorporó al PEC durante la crisis, de haberse aplicado en el pasado. Los resultados muestra que su aplicación en el período de expansión de 1999 a 2007 habría restringido sustancialmente el gasto anual permitido, de manera que se podría haber generado un margen de maniobra significativo que hubiera limitado el deterioro de las finanzas públicas que se produjo durante la crisis.

La literatura empírica sugiere que los marcos fiscales que incorporan reglas de gasto suelen presentar mejores resultados en términos de sostenibilidad a largo plazo de las cuentas públicas, al tiempo que generan una menor volatilidad de la actividad económica. No obstante, también existe evidencia de que una regla de gasto, por sí sola, no garantiza mejoras en el marco de supervisión. Por ejemplo, Fernández *et al* (2017)[11] evalúan el impacto de la introducción de una regla de gasto sobre la evolución del gasto público en determinados países de la UE y encuentran que solo en algunos de ellos fue capaz de generar un ajuste permanente de él. En otros países, sin embargo, no se observa un comportamiento diferencial del gasto público tras la introducción de la regla, lo que estos autores argumentan que podría deberse a que la cobertura de las partidas afectadas fue limitada, o que el compromiso político para implementarla fue menor.

Más allá de esta simplificación del marco fiscal, sería necesario también avanzar hacia una mayor automaticidad en la implementación de la regla, que evite su aplicación excesivamente discrecional. La denominada regla de «freno de la deuda» suiza puede tomarse como ejemplo. En este caso, el crecimiento del gasto se liga a la evolución de los ingresos, pero teniendo en cuenta el ciclo económico, de forma que se permiten déficits públicos en recesiones y se exigen superávits en expansiones. Además, la regla se endurece automáticamente cuando se acumulan déficits públicos[12].

---

[10] Véase Banco de España (2010), capítulo 2 del *Informe Anual*.

[11] Véase C. Fernández, P. García Perea y E. Gordo (2017), Do expenditure rules boost fiscal consolidation?, Documentos Ocasionales, Banco de España, de próxima publicación.

[12] En concreto, los superávits o déficits se acumulan en una cuenta de ajuste, de forma que, cuando esta presenta un saldo negativo, la regla rebaja el límite de gasto en cuantía suficiente como para pagar la deuda que se espera que se acumule durante los tres próximos años.

Esta automaticidad se puede aplicar a la totalidad del gasto o a algunas partidas concretas, como sucede, por ejemplo, en algunos sistemas de pensiones en los que se exige el equilibrio financiero del sistema de acuerdo con algunas reglas automáticas. Este es el caso, por ejemplo, de la reforma del sistema de pensiones español aprobado en 2013, que incorporó un «índice de revalorización»[13] por medio del cual la magnitud del incremento anual de las pensiones depende de la existencia de un desequilibrio entre los ingresos y los gastos del sistema, de manera que se garantiza que automáticamente este desajuste se corrija en el medio plazo.

Por otra parte, este mayor automatismo en la operativa de la regla puede conectarse con el funcionamiento de las autoridades fiscales independientes nacionales o al recientemente creado Consejo Fiscal Europeo en relación con el PEC, de manera que se podría otorgar a estas instituciones la competencia del seguimiento y evaluación del grado de cumplimiento de las reglas y, en su caso, de la activación del mecanismo de ajuste automático, como han sugerido algunas propuestas académicas recientes[14]. Esta literatura enfatiza que la aplicación de una reforma de estas características podría ser útil para reducir de manera permanente los niveles de deuda pública de los países, de manera que se generen márgenes de maniobra mayores para posibles actuaciones discrecionales de la política fiscal que incrementen el papel de esta como estabilizador a lo largo del ciclo[15].

No obstante, esta misma literatura revela que para que estas instituciones fiscales ayuden a mejorar la credibilidad de las reglas fiscales, deben satisfacer algunos requisitos[16]. En primer lugar, el marco legal y el diseño institucional deben asegurar la independencia de la institución, protegiéndola de injerencias políticas. En segundo lugar, su mandato debe ser claro y explícito sobre las funciones que deben desempeñar. En tercer lugar, se debe proporcionar a estas instituciones el acceso a la información y los recursos suficientes para el desempeño adecuado de sus funciones.

Es importante subrayar que con este automatismo se pretende únicamente limitar el grado de discrecionalidad de los Gobiernos en relación con el cumplimiento de la regla, pero estos mantienen todas las funciones propias en los ámbitos de la estabilización macroeconómica, la redistribución de la renta y la mejora de la eficiencia económica.

Frente a esta idea de reforzar la transparencia y la implementación del marco de reglas fiscales, algunos autores han propuesto su eliminación, haciendo descansar los incentivos a la disciplina fiscal de los Estados miembros exclusivamente en la cláusula de *no bail* del Tratado y, por lo tanto, en el papel de los mercados financieros. En este caso, la evidencia previa a la crisis es clara en que el mercado no ejerció ese papel disciplina-

---

[13] Véase P. Hernández de Cos, J. F. Jimeno, y R. Ramos (2017), «El sistema público de pensiones en España: situación actual, retos y alternativas de reforma», Documento Ocasional del Banco de España nº 1701.

[14] Véase J. Costain y B. de Blas (2012), «The role of fiscal delegation in a monetary union: A survey of the political economy issues», Working Papers in Economic Theory 2012/11, Universidad Autónoma de Madrid.

[15] Véase H. S. Basso y J. Costain (2016), «Fiscal delegation in a monetary union with decentralized public spending», CESifo Economic Studies, 62 (2), pp. 256-288.

[16] Véase E. Gordo, P. Hernández de Cos y J. Pérez (2015), «Instituciones fiscales independientes en España y en la UEM», Boletín Económico del Banco de España, febrero.

dor al eliminar casi totalmente las diferencias entre las primas de riesgo de la deuda soberana de los distintos países, lo cual probablemente refleja la falta de credibilidad de la cláusula en un contexto en el que el grado de integración de los países es muy elevado[17]. La falta de credibilidad en el papel del mercado puede ser especialmente elevada cuando la indisciplina se concentra en los países de mayor tamaño económico dentro del área, con capacidad de arrastrar al resto de economías en caso de que se encuentren con problemas de sostenibilidad fiscal.

En todo caso, lo que parece evidente es que, si se pretende avanzar dentro de la UEM en alguna forma de compartición de riesgos, como se defiende en la siguiente sección de este artículo, resulta crucial resolver *ex ante* las dudas que surgen en relación con los efectos que se derivarían de una decisión de este tipo sobre el debilitamiento de los incentivos a llevar a cabo políticas fiscales disciplinadas. Esto exige garantizar el cumplimiento de las reglas fiscales, lo que, en último término, puede incluso requerir la posibilidad de pérdida de soberanía en casos de incumplimiento.

9.3. HACIA UNA UNIÓN FISCAL

Como se señaló en la introducción, más allá de las reglas fiscales, la mayor limitación de la gobernanza fiscal europea se encuentra en el hecho de que no cuenta con un presupuesto común o con emisiones de deuda pública conjunta que la asemejen a una unión fiscal. La justificación de estos elementos reside en que, como sucede en otras uniones monetarias, contar con un presupuesto común permitiría suavizar el impacto de perturbaciones económicas adversas, tanto de aquellas que afectan de forma común a todos los países –ayudando de esta manera a la política monetaria en su labor estabilizadora– como de aquellas que afectan de forma específica solo a algunos de ellos, a las cuales las política monetaria no puede responder. Las emisiones conjuntas de deuda compartida podrían ser también útiles para reducir los problemas que se generan en momentos de pérdida de confianza extrema de los mercados financieros, como los que se han observado durante la última crisis.

La experiencia de los últimos años en el seno de la UEM es un buen ejemplo de las limitaciones del marco actual. En un contexto de bajo crecimiento e inflación, el único instrumento disponible para revitalizar la economía europea ha venido de la mano de la política monetaria del Banco Central Europeo. La política fiscal, por el contrario, ha mantenido en el conjunto de los últimos años una orientación contractiva, condicionada en muchos países por las necesidades de consolidación fiscal que se derivaban de unos déficits y niveles de deuda pública muy elevados. Ello a pesar de que existían distintos argumentos que hubieran justificado un papel más activo de la política fiscal del conjunto del área para apoyar la recuperación económica. En particular, el tono expansivo de la política monetaria favorecía la efectividad de un eventual estímulo fiscal, en la

[17] Véase C. Allard, P. Koeva Brooks, J. Bluedorn, F. Bornhorst, K. Christopherson, F. Ohnsorge y T. Poghosyan (2013). «Towards a Fiscal Union for the Euro Area», Staff Discussion Note 13/09, International Monetary Fund, Washington.

medida en que, en un escenario de inflación moderada, era menos probable que dicho estímulo fuera contrarrestado por un endurecimiento de la política monetaria. Además, dentro de una unión monetaria, un estímulo fiscal, incluso en un número limitado de países, tiene efectos amplificadores expansivos significativos sobre el resto de las economías, en particular si se aplica sobre los instrumentos adecuados, como, por ejemplo, la inversión pública[18].

Sin embargo, la arquitectura institucional actual de la UEM no favorece este tipo de actuaciones coordinadas en materia presupuestaria, dado que, como se ha señalado, no se dispone de una capacidad fiscal centralizada que permita una reacción automática ante perturbaciones económicas, y tampoco existen instrumentos para incentivar esas políticas expansivas en los países que, en un momento determinado, cuentan con los márgenes de maniobra para realizarlos.

En efecto, con carácter general, las uniones monetarias cuentan con una serie de canales, públicos y privados, para hacer frente a las perturbaciones económicas adversas que se producen en solo un país o región y, de esta forma, compartir los riesgos con el resto de economías de la unión monetaria. En primer lugar, existe el denominado «canal de rentas» por el que los agentes del país/región afectado pueden afrontar los efectos de la perturbación negativa si obtienen o están en condiciones de obtener rentas financieras o laborales en otros países o regiones no afectados por la perturbación. En segundo lugar, las empresas y hogares de la economía afectada pueden recurrir a suavizar su impacto acudiendo a su ahorro o a los mercados de capitales a través del crédito. Finalmente, el efecto negativo de la perturbación puede suavizarse con transferencias fiscales procedentes del presupuesto central o federal, como en el caso de Estados Unidos.

La evidencia disponible muestra que el papel de estos canales es relevante en todos los Estados federales, siendo particularmente importantes los derivados de los mercados de capitales y de los mercados de crédito, pero también es significativo el efecto de las transferencias fiscales. Como resultado de todo ello, en otras uniones monetarias estos canales son capaces de absorber alrededor del 80 % de las perturbaciones idiosincrásicas de las regiones o Estados, mientras que en la UEM este porcentaje es muy inferior. En concreto, en la Unión Monetaria Europea[19] se producen distintos fallos en el funcionamiento de estos canales que los hacen menos potentes. En el caso del de rentas, el grado de aseguramiento es mucho menor, debido a que, entre otros factores, todavía existe un sesgo nacional en las inversiones[20] y una mayor concentración de las inversiones transfronterizas en unos pocos países. Por su parte, el porcentaje de riesgo compartido a través del canal crediticio también es reducido en relación con otros países federales y el canal presupuestario es prácticamente inexistente. Además, la potencia de los canales

[18] Véase M. Alloza, P. Burriel y J. J. Pérez (2017), «Coordinated Fiscal Policies in the Euro Area: Revisiting the Size of Spillovers», Documentos de Trabajo, Banco de España, de próxima publicación.

[19] Véase E. Gordo (2017), Mecanismos de Risk-sharing en la UEM, Documentos Ocasionales, Banco de España, de próxima publicación.

[20] Véase D. Valiante, A. Wambach, E. L. von Thadden, S. Steffen y P. Hartmann (2016), *Europe's Untapped Capital Market: Rethinking integration after the great financial crisis*, Centre for European Economic Research, Policy Report.

privados se redujo durante la crisis, lo que refleja, entre otros factores, los procesos de fragmentación financiera que se produjeron es esos momentos derivados de la pérdida de confianza inversora en algunos de los países del área y en sus sistemas bancarios.

La solución a este problema requiere actuaciones en diversos ámbitos. Por un parte, el desarrollo de los canales de renta y de crédito exige una unión bancaria completa, instrumentos de gestión de crisis que eviten la fragmentación de los mercados financieros y la integración de los mercados de capital. Por ello, completar la unión bancaria (lo cual requiere la creación de un fondo de seguro de depósito europeo y un *backstop* para el Mecanismo de Resolución Europeo) y desarrollar la unión del mercado de capitales europeo resultan también cruciales desde este punto de vista. Pero los canales privados pueden no ser suficientes, dado que los agentes no internalizan suficientemente las ventajas de la estabilidad macroeconómica[21], de manera que un mecanismo de seguro fiscal podría llevar a un sistema más eficiente. La existencia de un canal público fiscal puede ser, además, crucial para favorecer el desarrollo de los canales privados, dado que los inversores privados pueden estar más dispuestos a aceptar el papel estabilizador en situaciones de crisis de confianza cuando saben que el sector público también asumirá una parte de ese papel.

9.3.1. *LA CREACIÓN DE UN MECANISMO DE ESTABILIZACIÓN*

La pregunta es cómo concretar esta función estabilizadora dentro de la Unión Monetaria Europea. Diversas opciones se han planteado en la literatura. En primer lugar, se ha propuesto la creación de un fondo de estabilización automático que tomara, por ejemplo, la situación de holgura cíclica o el nivel de desempleo de los países como el criterio para realizar aportaciones y reembolsos el fondo. En concreto, el fondo acumularía ingresos de todos los países del área del euro en las situaciones de bonanza económica o bajo desempleo, fondos que se revertirían a los países cuando experimentaran recesiones económicas o situaciones de desempleo elevado. Su financiación podría realizarse mediante aportaciones directas de los Gobiernos, con fondos procedentes de impuestos específicos, o se podría incluso permitir que pudiera pedir prestado, con la garantía explícita de los países, para cubrir eventuales desajustes entre los ingresos acumulados y las transferencias pagadas.

Es importante subrayar que en estos esquemas no solo se proporciona un seguro a los países ante eventuales perturbaciones idiosincrásicas, sino que también se aumenta en general la potencia de los estabilizadores automáticos ante perturbaciones comunes a la unión monetaria, al menos siempre que este mecanismo no sustituya a los existentes a escala nacional.

Distintas estimaciones muestran que un mecanismo de estas características, con un tamaño relativamente moderado, permitiría alcanzar en la UEM una potencia de esta-

[21] Véase E, Fahri e I. Werning (2012), *Fiscal Unions*, MIT Department of Economics Working Paper No. *12-20*.

bilización similar a la de las transferencias del presupuesto federal en Estados Unidos. Gordo (2017), por ejemplo, muestra que aportaciones presupuestarias de, en promedio, alrededor de 0,5 puntos porcentuales del PIB en las expansiones permitirían absorber entre un 10 % y un 20 % de las perturbaciones adversas de los países.

Esta alternativa tiene la ventaja de que podría diseñarse sin grandes cambios en la estructura institucional de la UEM. Su carácter automático y simétrico a lo largo del ciclo económico tendría, además, indudables ventajas desde el punto de vista tanto de su implementación como de su eficacia. En efecto, un instrumento fiscal automático tiene la ventaja de ser un mecanismo estabilizador de las rentas de los agentes y, por consiguiente, de la demanda agregada, que opera de manera oportuna (cuando se produce la pérdida de renta de los agentes) y focalizada (solo reciben la compensación del sector público aquellos agentes que han sufrido las consecuencias de la crisis). El hecho de que el instrumento opere de forma simétrica a lo largo del ciclo limitaría, además, sus posibles efectos negativos sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas.

Por otra parte, esta herramienta puede diseñarse de forma que se preserven los incentivos a implementar políticas económicas disciplinadas. Este objetivo se puede conseguir definiéndolo de manera que no genere transferencias permanentes de renta entre países, esto es, que sea neutral en términos de sus implicaciones presupuestarias en un horizonte temporal amplio.

Una segunda alternativa pasaría por utilizar el presupuesto europeo, de forma que, en situaciones de crisis, se permitieran actuaciones discrecionales estabilizadoras, por ejemplo, a través del gasto en infraestructuras. Esta propuesta puede verse también como complementaria a la creación de los fondos de estabilización mencionados con anterioridad, dado que, en situaciones de crisis severa, es razonable pensar que el fondo de estabilización automático puede no ser suficiente para equilibrar la economía, por lo que en esos casos se podría complementar su actuación con intervenciones discrecionales a través del presupuesto europeo.

9.3.2. *LOS EUROBONOS*

Se han formulado también otras propuestas, consistentes en la creación de un gobierno económico para la UEM, con un presupuesto propio, que contaría también con impuestos para su financiación y con la posibilidad de emitir deuda conjunta. La emisión de estos eurobonos plantea, sin embargo, un fuerte rechazo en algunos países, por el riesgo de debilitamiento de los incentivos a establecer políticas fiscales disciplinadas.

La justificación para la implantación de los eurobonos descansa en distintos motivos[22]. En primer lugar, en un área de libre movilidad de capitales como la UEM, la inexistencia de un activo seguro (ligado a la deuda pública) genera fragmentación financiera, en la medida en que las decisiones de localización de los flujos de capital se

[22] Véase Comisión Europea (2011), *Green Paper on the feasibility of introducing Stability Bonds*, COM (2011) 818 final.

efectúan tomando en consideración si el país en cuestión es considerado con mejores o peores fundamentos. Esta fragmentación financiera incluso se exacerba en los momentos de crisis económica o de fuerte incertidumbre, en los que se extrema la inversión en los activos considerados como más seguros, convirtiéndose en un desestabilizador del funcionamiento del área del euro en su conjunto. En otras palabras, la existencia de los eurobonos podría aliviar los efectos de las crisis, de forma que los países que sufren primas de riesgo de crédito más elevado se beneficiarían de los países que las tienen más reducidas. En segundo lugar, en la medida en que los eurobonos emitidos conjuntamente por los países del área del euro fueran utilizados por los bancos como inversión, sustituyendo el sesgo que existe actualmente hacia la deuda pública nacional, podría ayudar a reducir los vínculos entre los riesgos soberanos y los riesgos bancarios, vínculos que han sido uno de los principales mecanismos de propagación de la última crisis financiera en Europa. En tercer lugar, la fragmentación financiera provocada por la inexistencia de un activo seguro dificulta la ejecución de la política monetaria, que se vería facilitada con la existencia de este tipo de activo que proporcionaría una curva de tipos de interés única sin riesgo para todos los Estados. Este activo seguro, con un mercado extenso y muy líquido, mejoraría, además, el funcionamiento del mercado y podría ser un catalizador de una mayor integración financiera en Europa, que generara menores costes de financiación para el sector público y privado del área. Finalmente, la existencia de eurobonos podría favorecer el papel del euro como moneda de reserva internacional.

Distintas opciones se han propuesto en la literatura para la creación de activos seguros.

En primer lugar, en los foros europeos se está discutiendo en la actualidad la creación de los denominados Sovereign Bond Backed Securities[23], que consistirían en la titulización de los bonos soberanos actualmente en circulación, convirtiéndose así en un nuevo activo negociable que no podría ser identificado con un solo país. El activo tendría distintos tramos en función del orden de prelación de los pagos. El primer tramo (tramo preferente o sénior) se correspondería con el del activo seguro, al que se le añadirían otros tramos con bonos júniores subordinados a los primeros. Es decir, el tramo júnior acumularía las pérdidas iniciales, de forma que la subordinación es la que permitiría que el tramo sénior adquiera la máxima calidad crediticia. Para ello, este tramo sénior debería también tener un tamaño suficiente que le permita alcanzar la liquidez propia de los activos seguros. La titulización requeriría de una entidad instrumental encargada de la adquisición de los bonos soberanos nacionales y su empaquetamiento en el nuevo activo. La deuda soberana nacional podría ser adquirida en los mercados primarios o secundarios. Se podría exigir, que para poder formar parte de la titulización, la deuda pública del país respectivo debiera tener acceso al mercado, de forma que se evitaría el uso de este instrumento como mecanismo de gestión de crisis. La entidad encargada de la titulización podría ser pública o privada y operaría de forma que su riesgo de quiebra fuera mínimo, tratando de comprar solo aquella deuda soberana que se adecúe a sus

[23] La propuesta inicial se encuentra en M. Brunnermeier, L Garicano, P Lane, M Pagano, R Reis, T Santos, S Van Nieuwerburgh y D Vayanos (2011), «European Safe Bonds: ESBies», euronomics.princeton.edu.

estimaciones de demanda del nuevo activo. Un requisito necesario para que este activo tuviera suficiente atractivo entre los inversores sería otorgarle un tratamiento regulatorio prudencial similar al de la deuda soberana, al menos en el tramo sénior. En este caso, por tanto, no se produce una mutualización de riesgos, simplemente se crea un activo representativo del conjunto de la zona del euro, que podría ser utilizado como vehículo de inversión, en particular de las instituciones financieras, lo que facilitaría el debilitamiento del vínculo entre el riesgo soberano y el bancario.

Una segunda alternativa, más ambiciosa, consiste en la creación de eurobonos con mutualización de riesgos, pero solo de carácter parcial. En concreto, en la denominada propuesta de creación de «bonos azules», la deuda pública de los países del área del euro tendría dos partes diferenciadas. En la primera (los «bonos azules»), se produciría una mutualización de riesgos hasta un determinado nivel. Este nivel podría fijarse ex ante: por ejemplo, se podría decidir mutualizar solo las emisiones de deuda hasta el límite del 60 % de la ratio de deuda pública sobre PIB de cada país[24]. Alternativamente, el límite se podría fijar en cada momento, dependiendo del grado de cumplimiento del país con los requerimientos y recomendaciones del marco de gobernanza europeo. En otras palabras, las sanciones del incumplimiento serían la pérdida de acceso a la deuda mutualizada. El resto de las emisiones nacionales por encima de ese nivel mantendría la responsabilidad individual de cada país («bonos rojos»).

Esta opción tendría la doble ventaja de permitir la creación de un mercado de deuda pública puramente europeo con un activo seguro y líquido y, al mismo, de no alterar los incentivos a la disciplina fiscal a escala nacional, en la medida en que la deuda por encima del 60 % del PIB no se mutualizaría. De hecho, se podría decir que esta propuesta incluso promueve la disciplina fiscal al incrementar el coste de marginal de las emisiones que se encuentran por encima del límite establecido. La cuestión es si el valor de estos bonos sin garantía, que es razonable pensar que se incrementaría precisamente para hacer frente a perturbaciones económicas con efectos adversos en las cuentas públicas, podría llevar en esos momentos de crisis a unos costes de financiación de la deuda soberana elevados o inaceptables, que podrían incluso derivar en presiones políticas para modificar el límite establecido para la deuda mutualizada, que en caso de modificarse generaría problemas de credibilidad y desincentivos a las políticas fiscales disciplinadas.

Finalmente, se encuentra la propuesta de máximos, que defiende que todas las emisiones de deuda pública cuenten con plena mutualización, es decir, con el respaldo por la garantía común de todos los Estados. Estas emisiones podrían hacerse a través de una agencia europea común o se podrían mantener las agencias de emisión nacionales, que deberían trabajar coordinadas. Este sistema sería el que mayores beneficios generaría en términos de garantizar la financiación de los Estados con independencia de su situación macroeconómica y fiscal, incremento de la liquidez, creación de una referencia común europea de activo seguro, mejora de la transmisión de la política monetaria y promoción del papel internacional del euro. Sin embargo, esta propuesta también es la que mayores riesgos generaría en relación con la reducción de los

[24] Véase Weizsäcker y Delpla (2010), Brueguel.

incentivos a la disciplina fiscal. Además, requeriría de modificaciones del tratado de la Unión Europea, dado que no parece compatible con la cláusula de no bail-out. Por tanto, solo parece posible plantear esta opción en un contexto de una mayor integración fiscal entre los países del área del euro.

En todo caso, es importante subrayar que los mecanismos de estabilidad y de emisiones conjuntas comentados anteriormente no eliminan la necesidad de mantener el mecanismo permanente de gestión de crisis ya creado, el MEDE, que seguiría proporcionando asistencia financiera a los países del área, sujeta a condicionalidad, ante crisis de gran magnitud. De hecho, como se ha señalado, este mecanismo debería completarse con la creación de un fondo común europeo que permita hacer frente a dificultades específicas de entidades financieras, así como con un mecanismo europeo de garantía de depósitos. De esta forma, se reducirían de forma significativa los riesgos de contagio de la situación del sector bancario al riesgo soberano, elemento esencial de propagación de la última crisis económica en Europa.

CONCLUSIONES

La reforma de la gobernanza fiscal en la Unión Europea llevada a cabo durante la crisis incorporó indudables avances en relación con la situación previa, al reforzar el brazo preventivo del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) con el establecimiento de un regla de gasto, conceder una mayor relevancia al criterio de la deuda pública a lo largo de todo el proceso de supervisión fiscal, reforzar el sistema de sanciones, obligar a trasladar a la legislación nacional las obligaciones adquiridas a escala europea e incorporar la creación de las autoridades fiscales independientes, entre otros.

Sin embargo, no pueden obviarse algunas debilidades del nuevo marco de gobernanza, en particular desde la perspectiva de la Unión Monetaria Europea (UEM). En primer lugar, este es ahora más complejo, lo que podría reducir su transparencia y aplicabilidad y dificultar la rendición de cuentas, y el margen de discrecionalidad en su aplicación sigue siendo elevado. En segundo lugar, la nueva gobernanza fiscal se encuentra alejada de una verdadera unión fiscal, dado que no cuenta con un presupuesto común europeo suficientemente potente que permita suavizar el impacto económico de perturbaciones que afecten solo a uno o a unos pocos países o de perturbaciones comunes graves que afecten al conjunto de la Unión, ni con emisiones conjuntas de deuda compartida que ayuden a mitigar la vulnerabilidad de las emisiones individuales ante procesos de pérdida de confianza como los experimentados a lo largo de la crisis.

En este contexto, en este artículo se defiende que se debería avanzar en la simplificación, automatismo y efectividad del marco de reglas fiscales y en la creación de un mecanismo común de aseguramiento cíclico que contribuya a paliar la ausencia de una capacidad fiscal centralizada en el seno de la UEM. Las emisiones de deuda compartida diseñadas adecuadamente para no desincentivar la disciplina fiscal podrían ser también claves para, a través de la creación de un activo seguro común, reducir la fragmentación financiera, debilitar el vínculo entre riesgo soberano y bancario, facilitar la implementación de la política monetaria y favorecer la integración financiera en la UEM.

Las iniciativas institucionales europeas más recientes apoyan esta línea de actuación. En concreto, la puesta en marcha de una función de estabilización macroeconómica y la necesidad de disponer de un activo seguro europeo se sugería ya en el Informe de los Cinco Presidentes, publicado en junio de 2015[25], y este objetivo se ha confirmado, más recientemente, en marzo de 2017, por la CE en su documento de reflexión sobre el futuro de la UEM[26]. En ambos casos, no obstante, se deja también claro que el cumplimiento de las normas presupuestarias de la UE resulta crucial para su buen funcionamiento, subrayando la idea de que una mayor integración fiscal debe ir necesariamente de la mano de una mayor disciplina presupuestaria.

[25] Véase el llamado «Informe de los Cinco Presidentes», *Realizar la Unión Económica y Monetaria*, publicado en 2015 y disponible en http://www.consilium.europa.eu/es/european-council/president/pdf/5-presidents-report-es_pdf/.

[26] Véase Comisión Europea (2017), «Reflection paper on the deepening of the economic and monetary union» en https://ec.europa.eu/commission/sites/beta-political/files/reflection-paper-emu_en.pdf.

10. REFLEXIONES SOBRE LA DIMENSIÓN SOCIAL DE LA UE[1]

Javier Andrés[2], Rafael Doménech[3]

EXECUTIVE SUMMARY

In this chapter we analyse the social dimension of the EU and its implications for the future of the European project. The EU will have to deal with common challenges in the coming decades, going beyond the fiscal, banking and economic union, and ensure that Europe moves towards a more inclusive growth, perceived as fair by a broad social majority. To increase the political and social legitimacy of the European project, it is essential that its citizens perceive tangible benefits in terms of welfare and social inclusion, which go beyond those provided by financial and fiscal stability itself.

The evidence analysed in this chapter shows that the EU has favoured the convergence of different indicators that measure the well-being and prosperity of its population. Despite these achievements, differences between countries in equal opportunities and other social development indicators remain significant. In addition, social progress in some areas has slowed down or even reversed, due to rising unemployment in many EU countries. The crisis has generated a pessimism that is still latent in large sectors of the population. All this has been reflected in a loss of confidence in the European project, which the recovery of recent years has not managed to return to the levels prior to 2007.

Convergence at the level of the welfare state between countries must be achieved while respecting different social preferences and without jeopardizing economic growth. As unemployment and low quality of employment are the main cause of inequality and social exclusion in many countries, a necessary and absolute priority of any national or EU social policy should be not have any harmful effect on the creation of stable jobs, particularly among the most disadvantaged segments of the labour market. On the contrary, these policies must seek to simultaneously reduce income inequality and increase efficiency, growth and social mobility.

The best strategy is to advance the EU's social dimension by doing much more together, by setting common objectives on social indicators, closely monitoring their follow-up, advising and recommending best international practices, and implementing

[1] Los autores agradecen los comentarios y sugerencias de J. Cubero y la ayuda de los proyectos CICYT ECO2014-53150 y GVPROMETEO2016-097.

[2] Universidad de Valencia.

[3] BBVA Research y Universidad de Valencia.

common policies in specific areas that are designed, financed and fully implemented at European level. In the latter case (e. g., the European unemployment insurance), these policies must be preceded by a convergence of regulations and factors that determine the risks to be covered by these benefits, with the objective that the reduction and mutualisation of social risks between countries progress in parallel.

RESUMEN

En este capítulo se analiza la importancia de la dimensión social de la UE para el futuro del proyecto europeo. La integración europea ha favorecido la convergencia de distintos indicadores que aproximan el bienestar y la prosperidad, como la renta per cápita, la desigualdad o el gasto social. Sin embargo, las diferencias entre países siguen siendo importantes y en algunos casos se han ampliado como consecuencia de la crisis, dando lugar a una pérdida de confianza en las instituciones europeas. Aumentar el apoyo social al proyecto europeo requiere potenciar un crecimiento más inclusivo y socialmente sostenible, sobre todo ante retos comunes que tienen que afrontar los países europeos, como la interacción entre globalización y transformación tecnológica y digital, el envejecimiento de la población o los movimientos migratorios. La convergencia en el nivel del Estado del bienestar entre países debe hacerse respetando las diferencias en preferencias sociales y priorizando el aumento de las tasas de empleo y su calidad. La mejor estrategia es avanzar en la dimensión social de la UE haciendo mucho más conjuntamente, mediante la fijación de objetivos comunes en indicadores sociales, la monitorización estrecha de los mismos, el asesoramiento y la recomendación de buenas prácticas internacionales, y mediante la aplicación en ámbitos concretos de políticas que estén diseñadas, financiadas y ejecutadas íntegramente a nivel europeo, asegurando que la convergencia económica y la reducción y mutualización de riesgos sociales entre países avanzan de manera paralela.

Palabras clave: convergencia, desigualdad, políticas sociales.
JEL codes: F55, F62, H5,

10.1. INTRODUCCIÓN

La crisis económica internacional iniciada en 2007 ha dejado una profunda huella en Europa, con consecuencias muy desiguales entre los países de la Unión Europea (UE). Diez años después de iniciada la crisis la renta per cápita ha aumentado un 28 por ciento en Lituania o un 8 por ciento en Alemania, pero ha disminuido un 23 por ciento en Grecia, mientras que se espera que España vuelva a finales de 2017 o principios de 2018 a los niveles de 2007, lo que representa una década perdida. En términos de desempleo las diferencias son igualmente significativas. Mientras que en Alemania el desempleo a finales del segundo trimestre de 2017 se situaba en el 3,8 por ciento de la población activa, en Grecia lo hacía en el 21,3 por ciento y en España en el 17,1 por ciento. Como consecuencia de estas diferencias, la UEM presenta una dispersión en las tasas de paro entre

sus 19 países que es superior a la que se observa entre los 50 estados de Estados Unidos.

Como argumentan Andrés y Doménech (2015), la crisis demostró que el proceso de crecimiento de algunos países tras la creación de la Unión Económica y Monetaria (UEM) se había sustentado en unas bases inadecuadas, que dieron lugar dinámicas insostenibles a largo plazo y con elevados costes sociales durante la recesión. El debate que se ha producido en los últimos años ha puesto de manifiesto la necesidad de avanzar hacia una unión fiscal, bancaria, económica y política más completa, para que no vuelvan a ocurrir muchos de los problemas acumulados antes y durante la crisis.

En los últimos años se han producido avances muy significativos en todos estos frentes (véase el detalle descrito en el Anexo 2, Comisión Europea, 2017b), que de haberse aplicado con anterioridad a la crisis soberana en Europa hubieran evitado muchos de sus efectos más negativos (Doménech y González-Páramo, 2017). Pero estas reformas en la arquitectura de la política económica en la UE no serán suficientes para reducir de forma rápida y sostenida las diferencias existentes en términos de bienestar entre los miembros de la UE, y para aumentar la cohesión social y política en su seno. Con la mayor integración se pueden mitigar tensiones y desequilibrios comerciales, fiscales y financieros, pero ello no asegura la convergencia económica y social entre sus miembros, que es el objetivo último de la Unión Europea.

Para aumentar la legitimidad política y social del proyecto europeo es fundamental que sus ciudadanos perciban que estar dentro de una unión económica y monetaria tiene beneficios tangibles en términos de bienestar e inclusión social, beneficios que van mucho más allá de los que proporciona la propia estabilidad macroeconómica que se trata de asegurar con el semestre europeo (véase Comisión Europea, 2015). Conseguir una mayor integración fiscal o financiera no puede ser un objetivo en sí mismo, sino parte de una estrategia más amplia y ambiciosa a escala europea con la que afrontar retos comunes en las próximas décadas, mejorar los niveles de progreso y bienestar, distribuirlo de manera más homogénea y equitativa, y convertir a la UE en una referencia política, económica y social para el resto del mundo.

La dimensión social avanza, pero va mucho más lenta de lo que esperan los ciudadanos europeos. Para afrontar con éxito este reto de progreso económico y social compartido es necesario aspirar a largo plazo a un mercado único de trabajo con regulaciones e instituciones comunes, a un Estado de bienestar que mejore la igualdad de oportunidades en educación, sanidad, pensiones o dependencia, y a una estructura fiscal con impuestos, presupuesto, tesoro y bonos europeos.

Esta Unión Europea de máximos puede tardar décadas en alcanzarse e incluso no producirse nunca. Pero es preciso plantear objetivos ambiciosos que suponen un desafío y poner los medios para afrontarlo. La eurozona y Europa en su conjunto se ven sometidas a fuerzas subyacentes que constituyen una oportunidad única de progreso, al tiempo que plantean enormes retos de toda índole. La globalización y la transformación tecnológica y digital en que está inmersa la actividad productiva en el mundo contribuirán al progreso y la prosperidad de amplias capas de la población también en Europa. Pero si no se gobiernan adecuadamente pueden tener efectos negativos sobre algunos grupos sociales, empeorando la distribución de la renta. Estos efectos negativos son como los

movimientos de placas tectónicas, que la mayor parte del tiempo no se notan pero que de manera recurrente producen intensos terremotos en forma de pesimismo sobre el futuro, movimientos antisistema de distinto signo político, populismos, proteccionismo, rechazo a la inmigración, e incluso pérdida de la confianza en la democracia (véase, por ejemplo, Muñíz, 2017, Dustmann, 2017, o Rodrik, 2017). Movimientos a veces locales y regionales, y en otras ocasiones de ámbito nacional que, a pesar de sus diferencias, en el caso de Europa tienen en común el objetivo de debilitar los mecanismos de solidaridad interna dentro de la unión, incluso propugnando el abandono de la misma. Este debilitamiento se aprecia tanto en los países más avanzados, donde algunos propugnan la reducción de la contribución a la solidaridad, como en los menos avanzados en los que parte de la opinión pública se rebela contra la necesaria condicionalidad que las ayudas recibidas comportan. Estas actitudes comparten una evaluación incorrecta, cuando no intencionadamente sesgada, de los beneficios de la unión y de los enormes costes a largo plazo asociados a una UE más frágil (véase Guiso et al, 2017).

Aunque es probable que el crecimiento económico durante los últimos años, con la consiguiente reducción de las tasas de desempleo que se observa de forma sostenida en Europa, mitigue estas tensiones y el respaldo de los movimientos antieuropeos, sería poco prudente pensar que el riesgo está controlado y el apoyo del proyecto europeo asegurado. Este apoyo será la consecuencia de una acción decidida coordinada y eficaz de los gobiernos nacionales y de las instituciones europeas para conseguir que los beneficios del crecimiento económico y del progreso alcancen de manera homogénea al conjunto de la sociedad. Los líderes europeos parecen haber empezado a entenderlo así, como se refleja en la reciente iniciativa de la Comisión Europea (2017c) para reflexionar sobre la dimensión social en Europa, dentro del debate abierto por el *Libro Blanco sobre el Futuro de Europa* (Comisión Europea, 2017a). Es preciso que este debate se concrete en un diagnóstico acertado, unas políticas adecuadas, y un seguimiento y evaluación rigurosos de sus efectos.

Este capítulo tiene como objetivo contribuir a este debate, poniendo de manifiesto la importancia de ir más allá de la unión fiscal, bancaria y económica para asegurar que la UE avanza hacia un crecimiento y bienestar más inclusivos. En la segunda sección analizamos la evidencia sobre convergencia, desigualdad y bienestar social en Europa. En la tercera sección se discuten las principales políticas para avanzar hacia una Unión Europea más integrada y cohesionada socialmente, que tengan como efecto colateral proporcionar un mayor apoyo y legitimidad a la eurozona. En la cuarta y última sección presentamos las principales conclusiones del capítulo.

10.2. LA DESIGUALDAD EN LA UNIÓN EUROPEA

La medición del grado de inclusión social y la comparación internacional en el desarrollo del estado de bienestar requieren el análisis de una gran cantidad de variables cuyo contenido informativo es muy dispar. La Comisión Europea (2017d) ha concentrado el estudio de la convergencia en bienestar social en la UE en un conjunto de indicadores que tienen las siguientes propiedades: 1) Proporcionan información adecuada sobre el problema que intentan reflejar y tienen un claro contenido normativo; 2) son validables y

homogéneos estadísticamente para garantizar la comparabilidad internacional; 3) se construyen con información disponible y revisable de forma regular; y 4) no pueden ser manipulados en su cálculo y reflejan el efecto de medidas de políticas económicas y sociales. Con estos criterios se han seleccionado un amplio conjunto de indicadores sociales que evalúan la pobreza y el riesgo de exclusión social, desigualdad, esperanza de vida, acceso al sistema de salud, suficiencia de las pensiones, abandono escolar temprano, empleo, desempleo, personas que viven en familias con todos sus miembros en paro o el gasto público en políticas sociales, entre otros (véase Comisión Europea, 2015b).

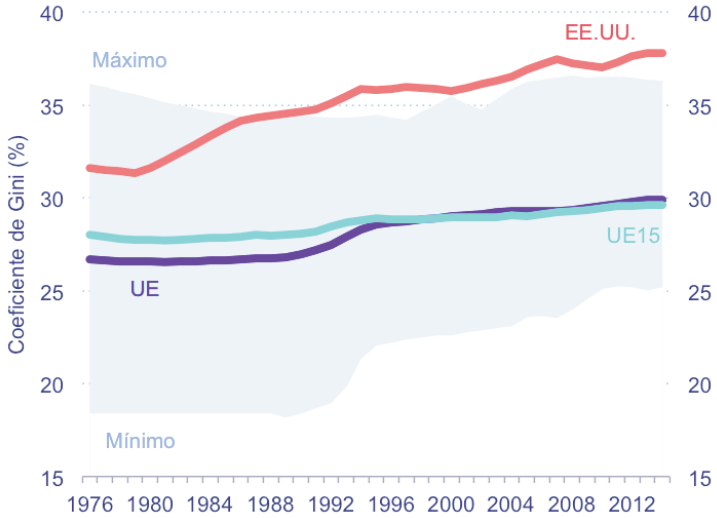
En esta sección no realizamos un análisis exhaustivo de cada uno de estos indicadores cuyo comportamiento por países ha empezado a ser objeto de un seguimiento por parte de la propia Comisión Europea en el Semestre Europeo. Nos centramos en los que consideramos más ilustrativos de la dinámica reciente de la inclusión social en la UE y que mejor reflejan las dificultades a las que esta se enfrenta para consolidar su proyecto integrador.

Uno de los indicadores utilizados con más frecuencia es el de desigualdad en la distribución de la renta, de cuyo análisis se pueden extraer algunos rasgos principales. En primer lugar, la desigualdad en Europa es la más baja del mundo entre las grandes áreas económicas. De acuerdo con los datos de Banco Mundial (2017) y Solt (2017), el coeficiente de Gini en la UE era 29,9 en 2013, frente al 37,8 de EE.UU., 48,7 de América Latina, 41,4 del África Subsahariana, 37,8 de Extremo Oriente y Pacífico, 36,8 de Oriente Medio y Norte de África, 35,7 del sudeste de Asia, o el 31,3 de Europa del Este y Asia central. Segundo, aunque el nivel de desarrollo alcanzado por los países de la UE es un factor importante para explicar este bajo nivel de desigualdad, esto se ha logrado en buena medida gracias a la actuación del Estado del bienestar, en general, y de las transferencias y del sistema impositivo, en particular. Tercero, existe una enorme heterogeneidad en la desigualdad entre los países europeos: mientras que en 2014 el coeficiente de Gini de Dinamarca era 25,2, en Letonia era de 36,3, seguido de cerca por otras repúblicas bálticas y los países del sur de Europa. Estas diferencias reflejan una importante división entre el centro y norte de Europa y la periferia. Por último, la desigualdad de la renta disponible, después de impuestos o transferencias se ha mantenido relativamente constante o incluso ha disminuido en la UE, mientras que ha crecido de manera significativa en EE.UU., como han puesto de manifiesto Darvas (2016) y Darvas y Wolf (2016).

En el Gráfico 1 se representa el promedio de la desigualdad a nivel nacional para el conjunto de la UE y para quince países miembros anteriores a la ampliación de 2004. Como puede observarse el aumento es muy reducido (apenas un punto y medio en el coeficiente de Gini durante casi cuatro décadas) comparado con el incremento de seis puntos en EE.UU. Si en lugar de utilizar el coeficiente de Gini para la UE como la media de los coeficientes de cada país se calcula directamente para el conjunto de la población europea sin distinguir entre países (tal y como se mide en EE.UU.), se observa incluso una disminución de la desigualdad desde 1993 hasta 2015, tal y como muestra el Gráfico 2. Esta reducción se explica por el hecho de que, aunque la desigualdad interna en cada país en promedio aumentó ligeramente (como muestra el Gráfico 1), se produjo una convergencia en la rentas per cápita promedio entre los países europeos. En otras palabras, la convergencia internacional fue más intensa que la divergencia dentro de cada

país. Este proceso de reducción de la desigualdad para el conjunto de la UE se detiene con la crisis e incluso revierte parcialmente.

GRÁFICO 1.
COEFICIENTES DE GINI EN EL PROMEDIO DE LA UE Y UE14, Y EN EE.UU., 1976-2014



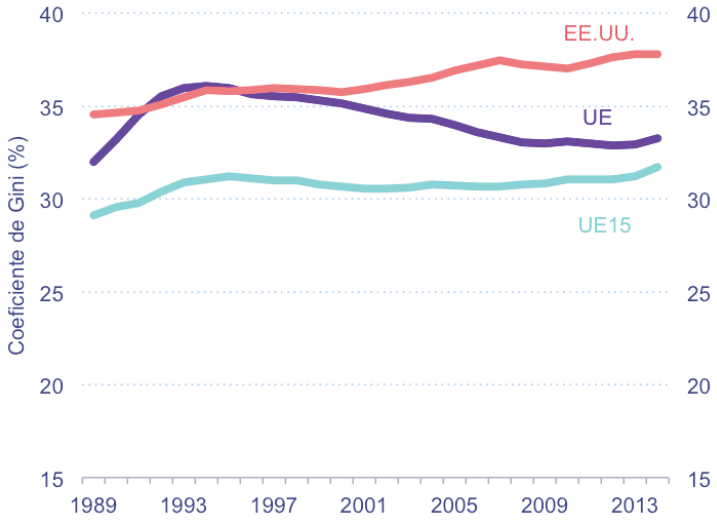
Fuente: elaboración propia a partir de Solt (2016).

El Gráfico 1 también pone de manifiesto las importantes diferencias entre los coeficientes de Gini de cada país. El máximo nivel de desigualdad se ha situado alrededor del 35 por ciento, sin una clara tendencia temporal. Sin embargo, el mínimo presenta una clara tendencia creciente, desde el 18 al 25 por ciento. Esta dinámica se explica por la adhesión de los países del este de Europa, que partían de bajos niveles de renta y desigualdad, y han visto como la integración de su sistema productivo con el del conjunto de la UE ha favorecido un rápido proceso de convergencia de sus niveles medios de renta a los observados en la UE que, sin embargo, no ha sido homogéneo ni geográfica ni individualmente, aumentando la desigualdad interna.

Se observa, por tanto, una importante heterogeneidad en la evolución de la desigualdad entre EE.UU. y la UE, y entre los países europeos. Sin embargo hay un patrón bastante claro en los extremos de la distribución que conviene destacar (véase, por ejemplo, OCDE, 2017, y FMI, 2017). En los países en los que la desigualdad ha aumentado de forma tendencial en las últimas décadas, como es el caso de EE.UU., se observa un claro aumento de la participación de la renta del 1 por ciento de individuos con mayores niveles de renta. En el otro extremo de la distribución se encuentra la población en riesgo de exclusión social. En muchos países europeos (entre ellos España) lo que ocu-

rre con este grupo de población caracteriza mucho mejor la evolución de la desigualdad en lugar del 1 por ciento en la parte alta de la distribución.

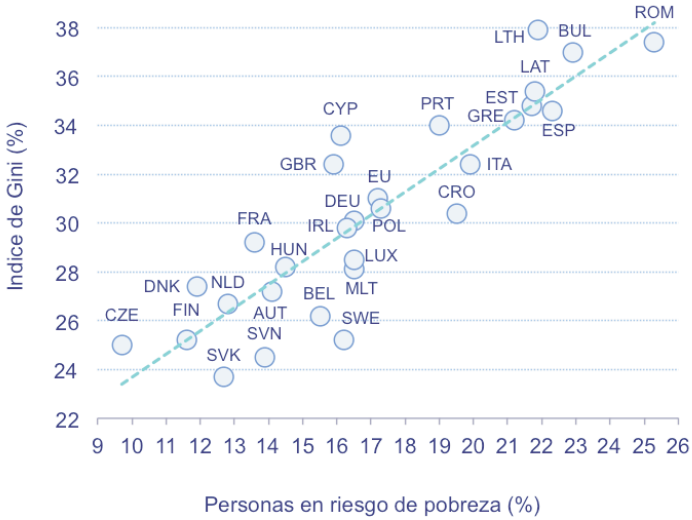
GRÁFICO 2.
COEFICIENTES DE GINI EN EL CONJUNTO DE LA UE Y UE14, Y EN EE.UU., 1989-2015



Fuente: elaboración propia a partir de Darvas y Wolf (2017).

La pobreza extrema en términos absolutos es poco relevante en la UE y por esta razón el riesgo de pobreza y exclusión social se mide en términos relativos. Así, el indicador de personas en riesgo de pobreza que monitorizan las instituciones europeas son aquellas que viven en hogares con una renta disponible (después de impuestos y transferencias) por debajo del 60 por ciento de la mediana a nivel nacional que, por lo tanto, varía entre países. Para el conjunto de la UE la correlación entre esta variable y el índice de Gini en 2015 era igual a 0,89, confirmando que el indicador de riesgo de pobreza es una medida relativa que aproxima muy bien la desigualdad a través de lo que ocurre en la parte baja de la distribución. En cualquier caso, también en este indicador las diferencias entre los países miembros de la UE son muy significativas, tal y como muestra el Gráfico 3. En el extremo de mayor riesgo de pobreza relativa se encuentran Rumanía, las repúblicas bálticas y los países del sur de Europa, duplicando los porcentajes de los países nórdicos y de algunos centroeuropeos como la Chequia o Eslovaquia.

GRÁFICO 3.
PORCENTAJE DE PERSONAS EN RIESGO DE POBREZA RELATIVA Y DESIGUALDAD, EU 2016.



Fuente: elaboración propia a partir Eurostat.

Una manera alternativa de medir la pobreza es mediante un conjunto de indicadores que reflejen la exposición a carencias materiales severas. Por ejemplo, Eurostat ofrece información del porcentaje de personas que experimentan al menos cuatro de las nueve carencias siguientes: retrasos en los pagos del alquiler o hipotecas, capacidad para mantener la casa caliente, capacidad de hacer frente a gastos imprevistos, comer carne, pescado o proteínas equivalentes al menos una vez cada dos días, disfrutar de una semana de vacaciones fuera de casa, y disponer de coche, lavadora, TV en color y teléfono. La correlación entre este indicador de carencia material severa y la desigualdad es inferior a la que existe entre el porcentaje de personas en riesgo de pobreza y la desigualdad. Además, el indicador de carencia material severa muestra mayor relación con la renta per cápita que con la desigualdad. De hecho, en algunos países como España, con una desigualdad elevada, el porcentaje de personas expuestas a carencias materiales severas no es más alto que el observado en países con niveles de desigualdad más bajos, como es el caso de Bélgica, y es incluso inferior al de Eslovaquia, el país con menor desigualdad en la UE. Sin embargo, independientemente del indicador utilizado, las diferencias en la distribución de la renta entre los países de la UE son todavía muy importantes. Además estas diferencias son más acusadas si nos centramos en la población infantil, lo que indica que en ausencia de medidas correctivas rápidas y eficaces, pueden seguir observándose durante mucho tiempo.

Uno de los factores que mejor explica la desigualdad en un país es el funcionamiento del mercado de trabajo y las diferencias en las tasas y calidad del empleo entre gru-

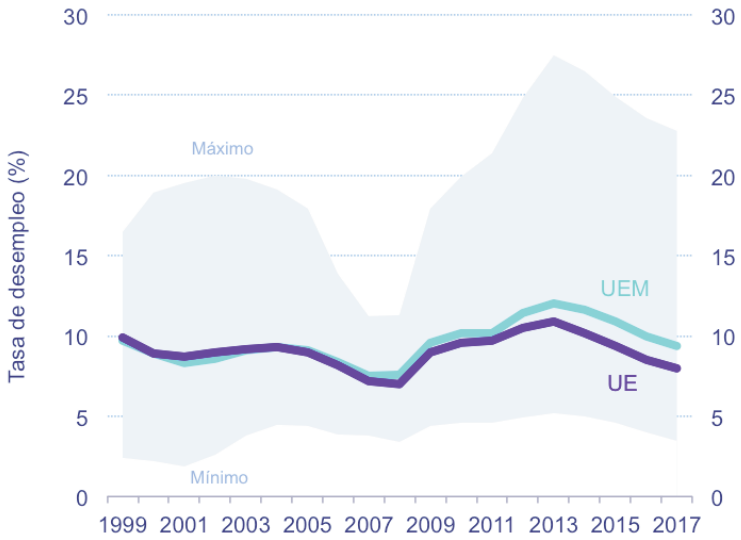
pos sociales. Aunque, como se mostraba en el Gráfico 2, en el conjunto de la UE el índice de Gini se redujo de forma sostenida desde 1994 hasta 2008, el proceso se ha detenido desde entonces debido en parte al aumento del desempleo consecuencia de la crisis. La evolución de la renta per cápita y del empleo ha sido muy desigual entre países y regiones, y se ha producido un aumento de la polarización entre países del Norte y la periferia de la UE. En muchos casos se ha ampliado la distancia en renta entre las generaciones más jóvenes (expuestas a un elevado desempleo juvenil y al riesgo de exclusión del mercado laboral) y las de mayor edad (mejor protegidas gracias a la cobertura de los sistemas de pensiones).

Aunque las brechas de empleo a las que dio lugar la crisis se han cerrado en el conjunto de la UE, las diferencias entre países son enormes. En algunos de ellos, los niveles de empleo sobrepasan ampliamente los anteriores a la crisis (por ejemplo en Alemania), mientras que en otros (por ejemplo, España y Grecia) serán necesarios varios años más de crecimiento sostenido para recuperar los niveles de empleo de principios de 2008. Como resultado de esta heterogeneidad, la dispersión en las tasas de desempleo es muy elevada, tal y como muestra el Gráfico 4. Algunos países han sufrido tasas de desempleo cinco y seis veces superiores a las de aquellos con las tasas más bajas. A pesar de la recuperación de los últimos años, las diferencias siguen siendo enormes. Mientras Chequia tenía a mediados de 2017 una tasa de desempleo del 2,9% en Grecia era del 21,2% (véase Eurostat, 2017b). Esta gran dispersión contrasta ampliamente con las diferencias mucho más reducidas que se observan en EE.UU.: mientras que el desempleo en Dakota del Norte era del 2,4 por ciento, en el otro extremo alcanzaba el 7,2 por ciento en Alaska, una diferencia inferior a los 5 puntos porcentuales (véase US Bureau of Labour Statistics, 2017). El desigual comportamiento del mercado de trabajo en Europa se agudizó durante la crisis y ha tenido efectos también en la fase de recuperación en forma de desaceleración de los salarios o la devaluación interna. Las diferencias entre países no sólo se circunscriben a los distintos niveles de desempleo, sino que también son enormes en términos de calidad del empleo, en concreto en lo relativo a tiempo parcial y temporal.

Aunque el funcionamiento ineficiente y poco equitativo de los mercados de trabajo de cada país sea consecuencia de las políticas bajo responsabilidad de las autoridades nacionales, sus sociedades no siempre lo entienden así, de manera que las instituciones europeas no escapan a la crítica de los ciudadanos En el anterior periodo de expansión los salarios en muchos países crecieron muy por encima de la productividad, y la demanda agregada más que la oferta, generando abultados déficits de la balanza por cuenta corriente que se financiaban sin problemas bajo unas condiciones muy favorables. Como resultado de ello, el consumo (privado y público) aumentó por encima de la capacidad de producción de los países, a costa de un endeudamiento creciente y, por lo tanto, de traer renta del futuro al presente, dando lugar a un espejismo de prosperidad y a unas expectativas de crecimiento insostenibles. Lamentablemente la gobernanza de la UE no sirvió para evitar estos desequilibrios crecientes. Cuando se produjo la crisis, particularmente la de deuda soberana a partir de 2011, estas economías sufrieron un significativo *sudden stop* de la financiación privada internacional. La interacción entre una actuación lenta y poco decidida por parte de las instituciones europeas, y unas políticas inapropiadas, ajustes tardíos y reformas insuficientes de los gobiernos nacionales provocó un aumento excesivo del desempleo.

No obstante, la pertenencia a la UE permitió que muchos países pudieran financiar durante años mediante diversos instrumentos europeos unos abultados déficits. Además fue posible ir reduciendo estos déficits de una manera gradual en lugar de hacerlo de forma drástica, como hubiera ocurrido si el gasto hubiera estado totalmente limitado por los ingresos públicos de cada país. Las ayudas europeas permitieron que se pudieran llevar a cabo las reestructuraciones de entidades bancarias insolventes inyectando dinero de la UE, evitando así su quiebra y la consiguiente pérdida de ahorro de millones de ciudadanos y pequeños ahorradores. Sin embargo, en lugar de entender adecuadamente los beneficios de estas ayudas europeas, en muchos casos se construyó la narrativa contraria. Frente a las expectativas y aspiraciones del periodo de crecimiento que se vieron defraudadas con la crisis, se destacaron los costes de la condicionalidad asociada a las ayudas financieras, en lugar de sus innegables beneficios. Europa y sus instituciones pasaron a ser los villanos, y en muchas ocasiones acusadas de ser las culpables de que los países tuvieran que hacer frente a ajustes que algunas voces tildaban de injustos e innecesarios.

GRÁFICO 4.
TASAS DE DESEMPLEO EN LOS PAÍSES DE LA UE, 199-2017

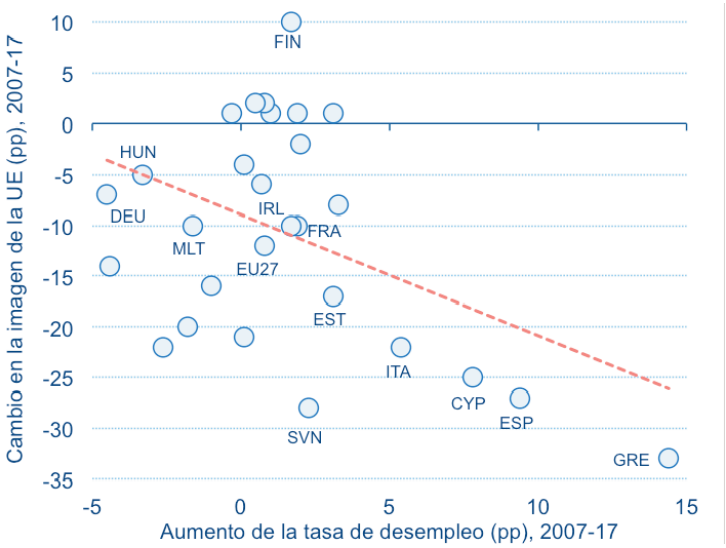


Fuente: elaboración propia a partir de AMECO.

En estas condiciones no resulta extraño que en los países en los que más aumentó la tasa de desempleo también empeorase la imagen y confianza de sus ciudadanos en la Unión Europea. A partir de los resultados del Eurobarómetro, el Gráfico 5 muestra la relación en los países de la UE entre el aumento de las tasas de desempleo de 2007 a 2017, y el cambio en el porcentaje de ciudadanos con una imagen positiva o muy posi-

tiva de la UE.[4] Esta caída en la confianza en la UE ha sido más acusada en Grecia, España, Chipre o Italia, países en los que más ha aumentado el desempleo durante la última década. En el extremo opuesto se encuentra Alemania. El Gráfico 5 también muestra que la relación entre estas dos variables dista de ser homogénea en todos de los países de la UE, lo que indica que otros factores son también importantes a la hora de entender la confianza de los ciudadanos en el proyecto europeo. Por ejemplo, Eslovenia y Finlandia tuvieron un comportamiento similar de su mercado de trabajo durante la última década, pero la imagen de la UE empeoró de manera significativa en el primer país y mejoró mucho en el segundo.

GRÁFICO 5.
AUMENTO EN LA TASA DE DESEMPLEO ENTRE 2007 Y 2007, Y CAMBIO EN LA IMAGEN DE LA UE



Fuente: elaboración propia a partir de AMECO y Eurobarómetro, primavera de 2007 y 2017.

La evidencia que muestra el Gráfico 5 es consistente con otras investigaciones sobre cómo las condiciones económicas y sociales conforman la opinión política de las sociedades, en especial en situaciones de crisis severa como la que hemos sufrido. Por ejemplo, Algan et al (2017) encuentran que, incluso controlando por otros factores, el aumento de la tasa de desempleo entre 2009 y 2012 ayuda a explicar el auge de los populismos en las regiones europeas, la distribución regional del voto en favor del *brexit*, y la pérdida de la confianza en las instituciones nacionales, el sistema judicial o en el parlamento

[4] La pendiente de la recta de regresión en el Gráfico 5 es estadísticamente significativa al 1 por ciento.

europeo. Utilizando datos de las siete oleadas de resultados entre 2002 y 2014 de la Encuesta Social Europea, Guiso *et al* (2017) también encuentran que la inseguridad económica ayuda a explicar la demanda de populismos, que se caracterizan por ofrecer protección a corto plazo y una retórica anti-elitista, al tiempo que ocultan los costes a largo plazo de sus propuestas políticas. Dustmann et al (2017) muestran que las perturbaciones económicas tienen efectos sobre la confianza en los parlamentos nacionales y en el apoyo a la Unión Europea, y en la probabilidad de votar por partidos populistas.

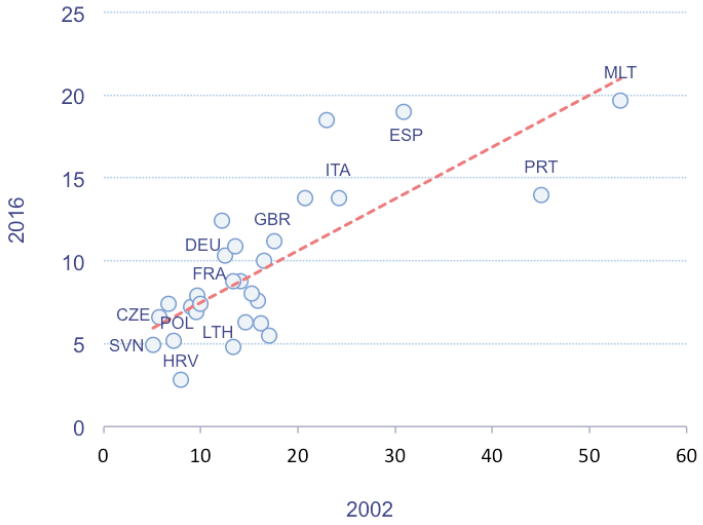
La respuesta del mercado de trabajo a los cambios que están ocurriendo como consecuencia de la transformación tecnológica y digital en curso (véase Doménech et al, 2017) difiere entre los países de la UE. Aunque, en general, se observa que aquellos en los que el proceso de robotización o transformación digital está más avanzado muestran menores tasas de desempleo, la tendencia subyacente es la polarización en el empleo hacia los extremos de la distribución de habilidades de los trabajadores, en contra de ocupaciones y tareas más rutinarias y estandarizadas (Autor, 2015), y el aumento de la prima salarial de los trabajadores más cualificados (Castelló y Doménech, 2017). Estas dos tendencias combinadas pueden dar lugar al crecimiento de la desigualdad, salvo que acertemos con las políticas económicas correctoras adecuadas. En el caso de la prima a las habilidades, lo importante es su causa, en la medida que pone de manifiesto la incapacidad de la oferta de capital humano para crecer al mismo ritmo que la demanda de nuevas habilidades. Las diferencias en el acceso a educación de calidad son, por lo tanto, una causa más de la desigualdad de oportunidades, que puede ampliarse si no se abordan rápida y eficazmente los cambios necesarios en la regulación económica y laboral.

Estos retos no afectan solo a los países europeos, sino también a otros desarrollados, como EE.UU., y a los países emergentes. Atender a las nuevas necesidades del mercado de trabajo tiene una enorme importancia en un diseño inclusivo de las políticas de educación en favor de potenciar la inteligencia creativa, social y asociativa y la capacidad de convivir y aprovechar adecuadamente los desarrollos tecnológicos, más que de competir con ellos. Una de las principales causas de la desigualdad de la renta es que los individuos acceden a la actividad económica con dotaciones de capital humano muy distintas. El problema en la UE no es solo la heterogeneidad existente en el nivel medio de cualificación de la población adulta entre países, además existen importantes diferencias en su distribución entre la población de cada país. España es un buen ejemplo de ello. Su capital humano medio es inferior al de otros países del centro y norte de Europa y además está desigualmente distribuido: mientras que hay un porcentaje de la población que obtiene estudios universitarios igual o superior al de los países europeos más avanzados, la población sin educación secundaria o que ha abandonado sus estudios al acabar la educación obligatoria es mucho más elevada.

En el Gráfico 6 se representan las tasas de abandono temprano de la educación y formación para 2002 (primer año para el que disponemos de información para todos los países de la UE) y 2016. Aunque las diferencias se han reducido y algunos países (particularmente Portugal y Malta han hecho avances muy importantes en la reducción de sus tasas de abandono escolar temprano) siguen siendo enormes. De hecho, el valor de esta tasa en 2002 explica un 60 por ciento de las diferencias observadas en 2016, de manera que la convergencia ha sido parcial. Mientras que algunos países (entre ellos España)

todavía mantienen tasas cercanas al 20 por ciento, Chequia, Eslovenia, Polonia o Lituania se mueven alrededor del 5 por ciento. La desigualdad en la educación y en la formación continua es, por lo tanto, un factor muy relevante de la desigualdad de oportunidades que está detrás de las elevadas tasas de jóvenes poco cualificados, sin empleo ni formación, cuyos efectos tienden a perpetuarse en los hogares más desfavorecidos, limitando la movilidad social.

GRÁFICO 6.
TASA DE ABANDONO TEMPRANO DE LA EDUCACIÓN Y FORMACIÓN, DE LA POBLACIÓN ENTRE 18 Y 24 AÑOS



Fuente: elaboración propia a partir de Eurostat.

La evidencia muestra una clara correlación negativa en las economías avanzadas entre desigualdad y movilidad social (véase, por ejemplo, Andrés y Doménech, 2015, o Kearney y Levine, 2016), y una estrecha relación positiva entre educación y movilidad social. Las diferencias en formación y en los niveles educativos no sólo se trasladan al mercado de trabajo y a las rentas salariales, sino que también se reflejan en la desigualdad en la esperanza de vida y en la salud. Por ejemplo, la correlación entre nivel de renta y esperanza de vida es positiva y muy significativa, el nivel educativo también está positivamente correlacionado con la esperanza de vida y negativamente con factores de riesgo como la obesidad (OCDE, 2017a). Todas estas características tienden a agudizarse además entre la población inmigrante. En la medida que estos factores tienden a transmitirse de unas generaciones a otras, en las sociedades en las que la desigualdad es mayor, la renta y nivel formativo de los padres termina siendo el determinante más importante de los resultados escolares de los hijos.

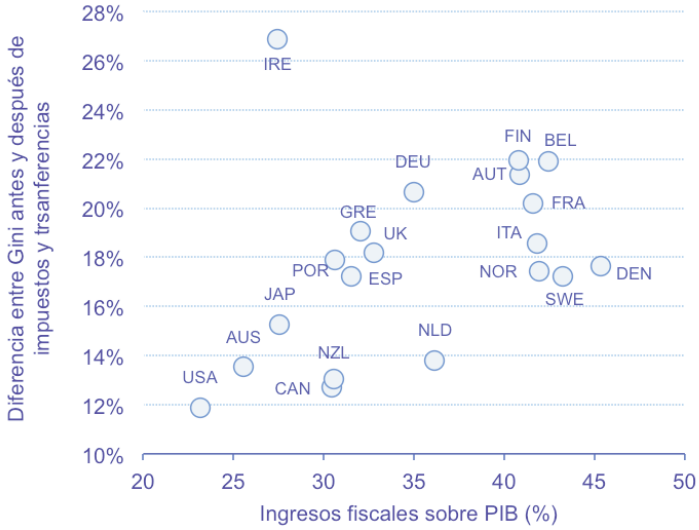
La disparidad en los niveles de formación y cualificación profesional, y en la probabilidad de estar desempleo u ocupar empleos temporales y de baja calidad determinan la desigualdad de la renta de mercado. Por su parte la redistribución vía impuestos y transferencias (por ejemplo, las pensiones), reducen la desigualdad al pasar de la renta de mercado a la renta disponible, mientras que las políticas sociales, como la sanidad y otros instrumentos redistributivos, reducen aún más la desigualdad en términos del consumo realmente efectivo. Sin embargo, no disponemos de información detallada y de calidad para conocer la desigualdad más allá de la que se mide mediante la renta disponible, por lo que no es posible valorar adecuadamente los efectos redistributivos completos del Estado de bienestar.

Por lo que respecta a la redistribución vía impuestos y transferencias, su impacto depende del nivel de presión fiscal, de la estructura fiscal y su progresividad, y del diseño de las transferencias. La redistribución conjunta que se consigue por ambas vías es muy potente. ya que la acción de impuestos y transferencias puede llegar a reducir la desigualdad entre un 15 y un 20 por ciento en los países Europeos. A modo de ejemplo, en España al pasar de la renta de mercado a la renta disponible la desigualdad, medida por el índice de Gini, cae en casi 18 puntos porcentuales, como muestra el Gráfico 7. Este efecto redistributivo es similar al de países como Dinamarca, Noruega o Suecia, con un nivel de ingresos fiscales sobre el PIB más de diez puntos superior al de España. La evidencia que muestra este gráfico pone de manifiesto que, aunque con diferencias significativas entre países, la mayor presión fiscal ayuda significativamente a reducir la desigualdad antes y después de impuestos y transferencias.

Más allá de la redistribución vía impuestos y transferencias, las diferencias en el alcance y eficacia de los sistemas de protección social y del Estado del bienestar entre los países de la UE son todavía muy sustanciales debido a que su diseño es básicamente nacional y a que no se ha llevado a cabo un esfuerzo homogeneizador significativo con ayuda del presupuesto comunitario. Por esta razón, los programas de los distintos países para mantener o incluso ampliar los recursos del Estado de bienestar durante la crisis y el proceso de consolidación fiscal han sido muy diferentes.

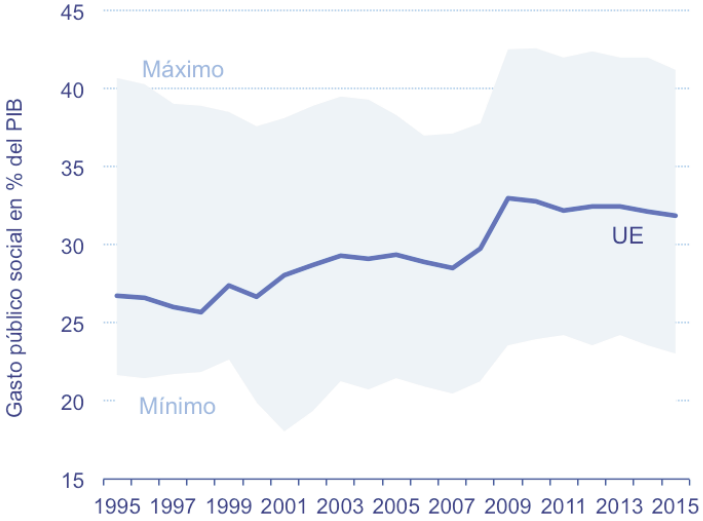
La evidencia sobre la evolución del gasto social en la UE en las últimas dos décadas muestra cierto patrón de convergencia, aunque de manera limitada tanto en el esfuerzo que hacen los países en términos de PIB como en las condiciones de accesibilidad y generosidad de las prestaciones. En el Gráfico 8 se muestra la evolución del gasto social (sanidad, educación, pensiones, desempleo, vivienda y otras políticas sociales) como porcentaje del PIB, que sirve para medir el esfuerzo relativo realizado por los países. El promedio para la UE se mantuvo relativamente estable desde 1995 hasta 2007 y aumentó unos cuatro puntos porcentuales con la crisis (unos cinco puntos en España). La crisis aumentó el gasto social en el conjunto de la UE y se ha producido una cierta convergencia en términos de gasto social, de manera que los países que partían con niveles de gasto más bajos han ido aumentando gradualmente su esfuerzo durante las dos últimas décadas, reduciendo la dispersión (medida a través del coeficiente de variación del porcentaje de gasto respecto al PIB) en más de un 60 por ciento. No obstante las diferencias siguen siendo importantes: mientras que el gasto social en Dinamarca supone un 43 por ciento del PIB, en Eslovaquia apenas supera el 23 por ciento.

GRÁFICO 7.
INGRESOS FISCALES Y REDUCCIÓN DEL ÍNDICE DE GINI ANTES Y DESPUÉS DE IMPUESTOS Y TRANSFERENCIAS, OCDE, 2010



Fuente: elaboración propia a partir de la OCDE.

GRÁFICO 8.
GASTO PÚBLICO SOCIAL SOBRE EL PIB, UE, 1995-2015



Fuente: elaboración propia a partir de Eurostat.

Esta evidencia viene a confirmar resultados previos de investigaciones que han analizado la convergencia en políticas sociales en Europa *hacia arriba*, incluso cuando se controla por factores cíclicos, socioeconómicos y demográficos. Sin embargo, la convergencia en políticas sociales acaba prácticamente aquí. Más allá del mayor esfuerzo en gastos social sobre PIB, las diferencias entre países en cuanto al diseño y generosidad de las políticas sigue siendo enorme. Esto es especialmente cierto en dos ámbitos relevantes: desempleo y pensiones (Paetzold, 2013).

Por lo que respecta al desempleo, no es solo un problema de disparidad en las tasas de reemplazo (prestación por desempleo sobre último salario), sino también de ausencia de un sistema europeo de prestaciones, legislación laboral y políticas activas. En todos estos ámbitos las políticas son nacionales y las diferencias en su efectividad enormes, contribuyendo a generar la variabilidad en las tasas de desempleo que se aprecian en el Gráfico 4.

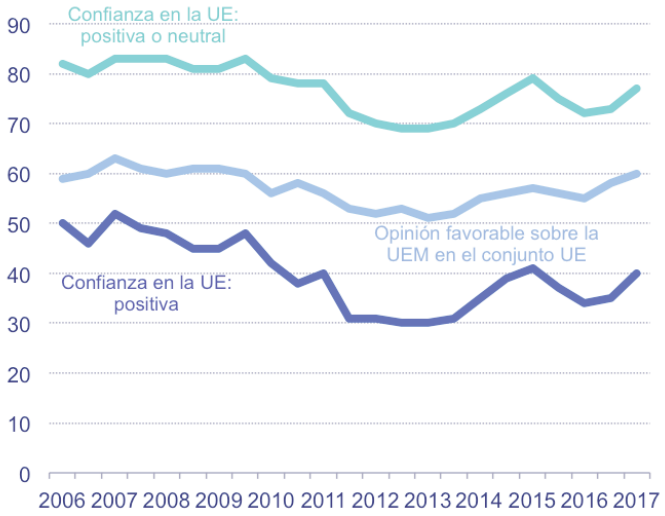
Algo parecido ocurre con las pensiones. Las diferencias entre las tasas de reemplazo efectivas (pensión pública contributiva media sobre salario medio) oscilan entre valores superiores al 60 por ciento de España o Chipre, y valores por debajo del 40 por ciento en países como Suecia, Holanda, Reino Unido o Irlanda (véase, por ejemplo, Doménech, 2017). Además el diseño de los sistemas muestra enormes diferencias. Mientras algunos países (por ejemplo, Suecia, Italia, Polonia o Letonia) ya han implementado sistemas de reparto basados en cuentas nocionales, otros han optado por fortalecer los sistemas complementarios de cuentas de capitalización (por ejemplo, Reino Unido), transitar a un sistema de contribución definida, o incluso mantener el de prestación definida (véase OCDE, 2016).

En resumen, la UE ha favorecido la convergencia macroeconómica y en renta per cápita entre países, mediante el proceso de integración de mercados y una relativa homogeneización institucional y en la gobernanza de las políticas nacionales de estabilización. Sin embargo, estos logros no se han reflejado todavía en una mejora de la prosperidad e igualdad de oportunidades de todos los ciudadanos y grupos sociales. Además, los avances sociales se han frenado, e incluso revertido en algunos indicadores como el empleo, a consecuencia de la crisis. Una crisis que puede suponer el riesgo de un retroceso en los niveles de vida de muchos ciudadanos, si no se adoptan las políticas adecuadas. Estamos ante un fenómeno inédito en Europa. Ahora que las economías están recuperando parte del terreno perdido durante la crisis, es un buen momento para potenciar un crecimiento más inclusivo y con ello socialmente sostenible.

A pesar de los esfuerzos realizados para salvaguardar o incluso mejorar el Estado de bienestar, la crisis ha generado un pesimismo que todavía sigue latente en amplios sectores de la población europea: desempleo, expectativas que no se han materializado y que han sido sustituidas por la realidad de una caída de la renta per cápita en una parte de la población, elevado endeudamiento de muchos hogares en viviendas que se han depreciado, ralentización del proceso de convergencia en Europa y aumento de la incertidumbre sobre el futuro del empleo ante los cambios a los que puede dar lugar la globalización y el progreso tecnológico y digital. Todo ello se ha reflejado en una pérdida de confianza en el proyecto de construcción europea que la recuperación de los últimos años no ha conseguido devolver a los niveles anteriores a la crisis, como pone de mani-

fiesto el Gráfico 9. La satisfacción, legitimidad social y confianza en la Unión Europea se verán amenazadas si no logramos restaurar la convicción generalizada de que este proyecto proporciona una prosperidad equitativa e inclusiva a todos los ciudadanos europeos.

GRÁFICO 9.
CONFIANZA EN LA UNIÓN EUROPEA Y EN LA UNIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA



Fuente: elaboración propia a partir de Eurobarómetro, Mayo 2017.

10.3. LAS POLÍTICAS PARA UNA UE MÁS INTEGRADA Y COHESIONADA SOCIALMENTE

El crecimiento inclusivo es algo más que crecimiento sin aumento de la desigualdad en la renta per cápita. Requiere también medidas específicas para lograr mejoras en el bienestar del conjunto de la sociedad en ámbitos tan importantes como la educación, la salud o el empleo de calidad, asegurando la igualdad de oportunidades y la movilidad social. En un mundo rápidamente cambiante como el actual, el diseño de las políticas sociales debe estar en continuo escrutinio, evaluación y revisión, ya que su eficacia depende de un amplio conjunto de factores económicos, culturales y sociales.

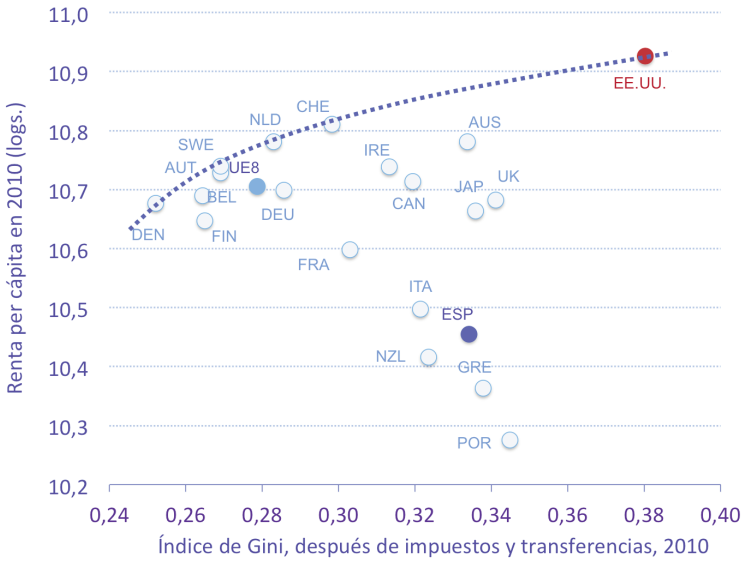
En el plano demográfico, la sociedad europea se enfrenta a un proceso de envejecimiento que no es homogéneo por países, a la desigualdad en el aumento de la esperanza de vida y de las condiciones salud, y a dinámicas poblacionales en nuestros países vecinos que, junto a las condiciones económicas y geopolíticas, están determinando los flujos migratorios y lo seguirán haciendo en el futuro. Asegurar la integración

de la población inmigrante resultará crucial para no poner en riesgo la cohesión social en Europa. Por su parte, los cambios en la organización de la actividad productiva, la deslocalización de empresas, la evolución de las cadenas de producción de valor añadido mundial, la automatización, la inteligencia artificial, o la economía digital y colaborativa exigen ya una adaptación continua de los sistemas educativos y formativos, del mercado de trabajo y de las políticas redistributivas para que muchos trabajadores y empresas no corran el riesgo de perder la carrera frente a las nuevas tecnologías y la globalización.

De la misma forma que el mercado interior y la unión monetaria se han mostrado por sí mismos insuficientes para acelerar la convergencia económica, tampoco la armonización de instituciones y los avances políticos a nivel europeo serán suficientes para lograr el crecimiento inclusivo en el conjunto de la UE. Es necesario aplicar políticas específicas orientadas a lograr este objetivo. Las diferencias actuales de renta per cápita, empleo y bienestar entre ciudadanos dentro de la UE pueden constituir el caldo de cultivo de futuras crisis de legitimidad de la propia Unión. En unos países porque el proyecto europeo podría no satisfacer las expectativas de aquellos que todavía tienen un largo camino para superar las secuelas de la crisis. En otros, porque sus ciudadanos no quieran compartir riesgos con países de los que desconfían de su capacidad de llevar a cabo las reformas y políticas que todavía necesitan. Y en todos, porque algunas medidas destinadas a completar el proyecto de mercado único o las tendencias tecnológicas en un mundo más globalizado pueden aumentar la desigualdad temporal o permanentemente, o al menos ser percibidas de esa forma por sus sociedades. Por todo ello es preciso llevar a cabo de manera coordinada medidas nacionales y supranacionales para reforzar la dimensión social de la UE.

En la medida que la relación entre crecimiento y redistribución es compleja y no lineal (véase Andrés y Doménech, 2015) es necesario que estas políticas contribuyan simultáneamente a reducir la desigualdad y a elevar la renta per cápita. En términos del Gráfico 10, utilizando la evidencia de Andrés y Doménech (2015), esta condición requiere considerar estrategias de crecimiento que satisfagan dos tipos de condiciones. Para países como Dinamarca, Suecia, Holanda o Austria, que se encuentran cerca de la frontera en la que se observa una correlación negativa entre nivel de renta y desigualdad, el objetivo debe ser aumentar el nivel de renta medio sin incrementar la desigualdad, es decir, desplazar la frontera hacia arriba (Anderson y Maibom, 2016, obtienen resultados similares para la OCDE y Aghion et al., 2015, para los estados de EE.UU.). Para otros países, como España, Italia, Portugal o Grecia, no hay dilema alguno entre reducir la desigualdad y aumentar la renta per cápita. De hecho, las políticas que aseguran la igualdad de oportunidades, que mejoran los resultados del sistema educativo y de formación continua, o que aumentan la eficiencia y equidad del mercado de trabajo (como muestra la OCDE, 2017b) permitirían simultáneamente reducir la distancia de estos países con la frontera, moviéndolos hacia la esquina superior izquierda del Gráfico 10.

GRÁFICO 10.
RENTA PER CÁPITA DISPONIBLE E ÍNDICE DE GINI DE LA RENTA DISPONIBLE, OCDE 2010



Fuente: Andrés y Doménech (2015) a partir de la OCDE.

Paetzold (2013) plantea distintas hipótesis sobre cómo puede evolucionar en el futuro dicha convergencia en la eficacia del estado del bienestar entre países europeos. La peor de las opciones para Europa sería sin duda la convergencia a los niveles más bajos de protección social entre los países de la UE (*race to the bottom)*, como consecuencia de una respuesta pasiva a la competencia internacional y a la globalización. El modelo social europeo debe encontrar un camino para aumentar la eficiencia de su sistema productivo que no pase por disminuir los niveles de inclusión social ya alcanzados en cualquiera de sus países miembros, ya que la asociación entre la presión por la competitividad y un Estado del bienestar débil sería el peor de los incentivos para la integración. El mantenimiento de la dispersión actual como segunda opción, bien debido a las rigideces institucionales que dificultan los cambios en cada país o a la distinta orientación política de sus gobiernos, tampoco sería una situación deseable porque perpetuaría la falta de cohesión social en el conjunto de la UE. La convergencia gradual hacia los mejores estándares de protección social (*convergence to the top*) sería deseable, pero es difícil de alcanzar en todos y cada uno de los indicadores sociales dada la diversidad de preferencias sociales existentes. Además podría dificultar el crecimiento de la renta y del empleo de las economías más atrasadas si no se hace de manera gradual acompañando a los avances en productividad y a las reformas sustanciales en sus estructuras productivas y marcos regulatorios.

Por todo ello, posiblemente la opción más razonable y realista a corto y medio plazo consista en aspirar a un acercamiento del nivel del Estado del bienestar entre países, con

una mejora del promedio en la UE, que respete las diferentes preferencias sociales y que no ponga en peligro la convergencia de otras variables. En este sentido, es imprescindible aproximarse a esta cuestión con una visión global y no con objetivos parciales, que no tengan en cuenta los posibles efectos secundarios a lo largo del tiempo. En la medida en que en muchos países el desempleo y la calidad del empleo son la principal causa de desigualdad y exclusión social, una condición necesaria y absolutamente prioritaria de cualquier política social nacional o comunitaria (por ejemplo, el objetivo de salarios mínimos adecuados del Pilar Europeo de Derechos Sociales de la Comisión Europea, 2017e) es que, como mínimo, no tenga ningún efecto adverso sobre las tasas de empleo, particularmente de aquellos grupos más desfavorecidos en el mercado de trabajo. En muchos casos, esta condición implicará que estas políticas se establezcan en términos relativos, teniendo en cuentas las diferencias de productividad y de precios relativos entre países o, incluso, regiones europeas.

Para ello, la UE se enfrenta básicamente a tres posibles estrategias de promoción de la cohesión social. La menos ambiciosa es limitar la convergencia a la libre movilidad de factores y la culminación del mercado interior homogéneo, es decir, el escenario que en el *Libro Blanco sobre el Futuro de Europa* se denomina «sólo el mercado único». Alternativamente se puede optar por potenciar las políticas de carácter social en el plano nacional y dejar que cada país diseñe el grado de protección e inclusión que prefiera. Este escenario sería el equivalente del *Libro Blanco* a «seguir igual» que hasta ahora.

Estas estrategias pueden ser claramente insuficientes por lo que sería deseable optar por una más ambiciosa consistente en potenciar la coordinación en el plano europeo con políticas conjuntas, para lograr a largo plazo niveles comparables de Estado del bienestar en los diferentes países y áreas de actuación. Para ello más que optar por el escenario del *Libro Blanco* de «los que desean hacer más, hacen más», sería avanzar hacia el escenario de «hacer mucho más conjuntamente». Esto a su vez puede lograrse bien mediante ayudas presupuestarias europeas que faciliten la aplicación de políticas nacionales, mediante la fijación de objetivos comunes a los países de la UE en una amplia gama de indicadores sociales y una monitorización estrecha en el seguimiento de los mismos, o, en casos excepcionales, mediante la aplicación de políticas diseñadas, financiadas y ejecutadas íntegramente a nivel europeo.

Los desafíos de esta estrategia social más ambiciosa para el conjunto de la UE son los siguientes:

1. Aplicar políticas que tengan como objetivo fundamental la reducción del desempleo, particularmente de larga duración, y la mejora de la calidad del empleo. Un objetivo ambicioso, pero prioritario debe ser que las tasas de desempleo estructurales de todos sus miembros converjan a largo plazo a niveles alrededor del 5 por ciento.
2. Contrarrestar los efectos del progreso técnico y la globalización sobre la polarización del empleo mediante la mejora efectiva de la educación, la modernización de las regulaciones laborales y las políticas de rentas, tratando de que las nuevas tecnologías sean complementarias y no sustitutivas del capital humano.

3. Asegurar una igualdad de oportunidades efectiva mediante la inversión en educación infantil y la formación profesional, sobre todo en aquellos colectivos con mayor riesgo de exclusión, potenciando así la movilidad social de forma efectiva.
4. Reducir gradualmente las diferencias internacionales en las prestaciones básicas del Estado del bienestar con regulaciones similares de los sistemas de protección social para prevenir el *rent-seeking*, asegurando la neutralidad con respecto a los flujos de inmigración entre los países miembros de la UE.
5. Aumentar la eficiencia de los esfuerzos redistributivos de las políticas sociales para evitar las trampas de pobreza.
6. Tratar de converger a un nivel de la prima de habilidades (*skill premium*) que no agudice los problemas de desigualdad pero que al mismo tiempo potencie el incentivo a la educación y la formación.
7. Corregir los potenciales efectos negativos sobre la equidad en la distribución de la renta de los ajustes presupuestarios todavía necesarios en algunos países.
8. Reducir la brecha intergeneracional. El desempleo juvenil ha agudizado las diferencias entre generaciones durante la crisis.

La desigualdad o la exclusión social, como ocurre con el desempleo, no son el resultado de una única causa sino que tiene múltiples orígenes, que deben ser tenidos en cuenta a la hora de diseñar las políticas sociales. En la medida que múltiples causas interaccionan entre sí de una manera dinámica, es necesario que estas políticas tengan una visión integral para evitar resultados no deseados y efectos contraproducentes. Además de partir con condiciones iniciales desiguales, esas diferencias se amplifican en mercados de trabajo y bienes y servicios disfuncionales, como consecuencia de regulaciones y de una calidad institucional ineficientes. Las reformas en estos ámbitos deben estar orientadas a que las instituciones estén al servicio de la convergencia en tasas de empleo y productividad, para que contribuyan a una distribución más equitativa de las rentas de mercado. Aunque las políticas activas y pasivas en el mercado de trabajo sigan siendo nacionales, deben estar mejor coordinadas a nivel de la UE. Lo mismo ocurre con las políticas educativas. Las mejores prácticas de países en los que han dado buenos resultados deben ser aplicadas por otros que se encuentran muy alejados en términos de eficiencia. En muchas ocasiones estas políticas no requieren gastar más sino gastar mejor. Como señala Jimeno (2017), ni siquiera las mejores prácticas garantizan el éxito si el diseño de las políticas no viene acompañado por una mejora en la calidad del marco institucional en el que se aplican o por la eliminación de barreras que impiden que las empresas crezcan y aumenten su productividad.

En cuanto a los instrumentos de política fiscal con fines redistributivos, pueden plantearse tres ámbitos de interacción entre las políticas nacionales y de la UE.

IMPUESTOS

En las economías avanzadas la progresividad de los impuestos directos es uno de los mecanismos de redistribución entre la renta de mercado y la renta disponible. Las dife-

rencias en preferencias sociales de países y regiones justifica la existencia de heterogeneidad en la progresividad de sus sistemas tributarios, por lo que no hay razones para defender la armonización plena, más allá de aquellas bases que puedan moverse libremente entre economías (por ejemplo, la del Impuesto de Sociedades) o de externalidades de unos países sobre otros (por ejemplo, las emisiones de gases de efecto invernadero). No obstante, los programas europeos de gasto social deberían financiarse preferentemente mediante impuestos europeos.

TRANSFERENCIAS

Las prestaciones sociales y por desempleo son un potente mecanismo redistributivo dentro de cada país. Su extensión mediante programas de seguro a nivel europeo (*risk sharing*) sería muy eficaz para reducir las desigualdades entre países. Normalmente su defensa, como por ejemplo en el caso de un seguro de desempleo europeo, se hace con el objetivo de diseñar mecanismo de estabilización a lo largo del ciclo económico y, por lo tanto, de transferencias transitorias y no permanentes entre países. En la medida que existen enormes diferencias en las tasas de desempleo estructurales, es difícil que los países con menores tasas de paro estén dispuestos a aceptar propuestas en esta dirección sin que antes se produzca una disminución (*risk reduction*) y convergencia en las tasas de desempleo estructural. Esto exigiría no sólo reforzar la homogeneización de las legislaciones laborales y de la eficiencia de las instituciones que regulan el mercado de trabajo, sino también de otros factores que explican las diferencias en el paro estructural como, por ejemplo, la competencia en los mercados de bienes y servicios.

Otro ámbito en el que plantear la convergencia en transferencias es el de los complementos salariales, salario mínimo o una hipotética renta universal. En el caso de los complementos salariales o del salario mínimo, parece razonable pensar que, como se ha comentado anteriormente, la convergencia debe ser en términos relativos, teniendo en cuenta las diferencias existentes en salarios medios (por lo tanto, también en productividad) y niveles de precios relativos que determinan su valor en términos reales y, por lo tanto, su capacidad adquisitiva. A medida que estos determinantes vayan convergiendo, lo deberían ir haciendo también los complementos salariales o el salario mínimo, sin necesidad de que esta homogeneización sea necesariamente en términos absolutos.

En cuanto a la renta básica universal, la propuesta tiene ventajas en términos redistributivos pero también costes muy elevados, lo que da lugar a un dilema entre generosidad y presión fiscal (véase Doménech, 2017b, Fondo Monetario Internacional International, 2017, y las referencias allí incluidas). Este dilema plantea la necesidad de rigurosas evaluaciones ex-ante y ex-post de experiencias piloto y de propuestas alternativas, teniendo no solo en cuenta los efectos de equilibrio parcial del pago de la renta básica sino también los de equilibrio general asociados al elevado coste de financiación, puesto que los aumentos de impuestos que requiere tienen costes sobre el empleo, la inversión y la productividad. ¿Es la renta básica universal la nueva frontera del Estado de bienestar para los países de la UE? Dadas las diferencias existentes en el funcionamiento del Estado del bienestar entre los distintos países de la UE, los problemas de desempleo y desigualdad de muchas economías tienen solución con otras políticas

económicas que hay que aprovechar mediante la aplicación de las mejores prácticas ya existentes. No tiene sentido plantear la aplicación de otras nuevas cuando el Estado de bienestar todavía tiene muchos márgenes de mejora gradual en políticas de igualdad de oportunidades, empleo, formación, complementos salariales, etc., con el consiguiente aumento de la renta per cápita y de la equidad.

POLÍTICAS DE GASTO EN EDUCACIÓN, SANIDAD Y ENVEJECIMIENTO

Las disparidades en salud y esperanza de vida, así como en niveles educativos y la formación no se han reducido lo suficiente, y siguen siendo una barrera a una igualdad de oportunidades efectiva. Comparado con otras grandes áreas económicas, el Estado de bienestar europeo en estos ámbitos es un referente mundial y se ha mejorado mucho en el acceso (casi)universal a estos servicios públicos. No obstante, algunos colectivos siguen quedando descolgados, tal y como vimos en la segunda sección. Al igual que ocurre en otros ámbitos, sanidad y educación seguirán siendo competencia de los gobiernos nacionales. Sin embargo, hay espacio para la coordinación de políticas, la evaluación de resultados y la dotación de fondos para programas europeos específicos. Estas son un buen ejemplo de políticas cuyos efectos esperados son *win-win* puesto que sirven para reducir la desigualdad de renta, mejoran la eficiencia de la economía al potenciar el crecimiento, aumentan la movilidad social y reducen la persistencia generacional en la pobreza y el riesgo de exclusión.

Uno de los retos futuros más importantes para el conjunto de la UE es la incidencia que el envejecimiento de la población tendrá sobre los gastos sanitarios, los cuidados por dependencia y el gasto en pensiones. El trabajo de las instituciones europeas en proyectar la sostenibilidad de los sistema de protección social ante el reto del envejecimiento es fundamental (véase, por ejemplo, Comisión Europea, 2015). Pero hay que ir mucho más allá. Aunque la competencia de estos servicios públicos sea responsabilidad última de cada gobierno nacional, es importante garantizar cierta homogeneidad en contribuciones y prestaciones, y buscar un equilibrio entre el acceso universal y la movilidad de la población dentro de la UE.

En cuanto a las pensiones, existen argumentos teóricos y evidencia más que suficiente para justificar que los sistemas de reparto sigan siendo una pieza fundamental del Estado de bienestar, por su capacidad de aseguramiento y el equilibrio que proporcionan entre equidad y eficiencia cuando están bien diseñados (véase, por ejemplo, Devesa y Doménech, 2017, y las referencias allí incluidas). Este es particularmente el caso de los sistemas de reparto basados en cuentas nocionales o individuales, con pensiones mínimas suficientes para reducir la desigualdad y eliminar el riesgo de exclusión social. Muchos países europeos se encuentran todavía lejos de un sistema de estas características, de modo que las preferencias sociales de cada uno de ellos determinarán seguramente distintas tasas de reemplazo de la pensión media sobre el salario medio. En cualquier caso, los cambios necesarios para avanzar hacia sistemas de cuentas nocionales deben aplicarse gradualmente y con la máxima transparencia. Como ya han hecho algunos países europeos, los sistemas de reparto deben complementarse con cuentas individuales de capitalización y adhesión automática, con contribuciones de los trabajadores y

de las empresas, independientemente de que la gestión de estas cuentas sea pública o privada. Como en educación y sanidad, también aquí hay espacio para iniciativas europeas de coordinación de políticas, asesoramiento, evaluación de la sostenibilidad de los sistema y portabilidad de cuentas y prestaciones, para asegurar la movilidad de trabajadores en la Unión Europea.

10.4. CONCLUSIONES

En este capítulo hemos analizado la dimensión social de la UE para el futuro del proyecto europeo, que exige afrontar retos comunes en las próximas décadas, ir más allá de la unión fiscal, bancaria y económica, y asegurar que Europa avanza hacia un bienestar más inclusivo, en el que el crecimiento es percibido como justo por una amplia mayoría social. Para aumentar la legitimidad política y social del proyecto europeo es fundamental que sus ciudadanos perciban beneficios tangibles en términos de bienestar e inclusión social, que van más allá de los que proporciona la propia estabilidad financiera y fiscal.

La evidencia analizada en este trabajo muestra que la UE ha favorecido la convergencia de distintos indicadores que miden el bienestar y prosperidad de su población como la renta per cápita, la desigualdad o el gasto social. A pesar de estos logros las diferencias entre países en igualdad de oportunidades y otros indicadores de desarrollo social siguen siendo importantes. Además, los avances sociales en algunas áreas se han frenado e incluso revertido debido al aumento del desempleo y a la dispar evolución del mercado de trabajo en los distintos países de la UE a consecuencia de una crisis que ha generado un pesimismo que sigue latente en amplios sectores de la población. Todo ello se ha reflejado en una pérdida de confianza en el proyecto de construcción europea, que la recuperación de los últimos años no ha conseguido devolver a los niveles anteriores a 2007.

Ahora que las economías europeas vuelven a crecer, hay que lograr que este crecimiento sea socialmente sostenible e impulsar el apoyo de los ciudadanos a las instituciones europeas. En la medida que muchas competencias sociales son y seguirán siendo responsabilidad de los gobiernos de cada país, es preciso llevar a cabo de manera coordinada políticas nacionales y supranacionales que refuercen la dimensión social de la UE.

La convergencia en el nivel del Estado del bienestar entre países debe hacerse respetando las diferentes preferencias sociales y sin poner en peligro el crecimiento económico. En la medida que en muchos países el desempleo y la baja calidad del empleo son la principal causa de la desigualdad y la exclusión social, una condición necesaria y absolutamente prioritaria de cualquier política social nacional o comunitaria es que, como mínimo, no tenga ningún efecto adverso sobre la creación de puestos de trabajo estables, particularmente entre los segmentos más desfavorecidos en el mercado de trabajo. Por el contrario, los efectos esperados de muchas políticas deben servir para, simultáneamente, reducir la desigualdad de renta y aumentar la eficiencia, el crecimiento y la movilidad social. Para alcanzar esta sintonía hay que acertar con el diseño adecuado de estas medidas teniendo en en cuenta las diferencias en las condiciones de partida (por ejemplo, en productividad) mientras los países convergen entre sí.

A nuestro juicio, la mejor estrategia es avanzar en la dimensión social de la UE haciendo mucho más conjuntamente, mediante la fijación de objetivos comunes en indicadores sociales, una monitorización estrecha en el seguimiento de los mismos, el asesoramiento y recomendación de buenas prácticas internacionales, y mediante la aplicación de políticas comunes en ámbitos concretos que estén diseñadas, financiadas y ejecutadas íntegramente a nivel europeo. En este último caso (por ejemplo, un seguro de desempleo europeo), estas políticas deben venir precedidas de una convergencia en las regulaciones y factores que determinan los riesgos a cubrir con dichas prestaciones, con el objetivo de que la reducción y mutualización de riesgos sociales entre países avancen de manera paralela.

BIBLIOGRAFÍA

Aghion, P., U. Akcigit, A. Bergeaud, R. Blundell y D. Hemous (2015): «Innovation, income inequality, and social mobility.» VoxEU. https://goo.gl/CqESjH

Algan, Y., S. Guriev, E. Papaioannou y E. Passari (2017): «The European Trust Crisis and the Rise of Populism,» *Brookings Papers on Economic Activity*. Fall. https://goo.gl/SpGQax

Alsasua, J., Bilbao-Ubillos, J., & Olaskoaga, J. (2007). The EU integration process and the convergence of social protection benefits at national level. *International Journal of Social Welfare*, 16(4), 297-306. https://goo.gl/AXYRwx

Anderson, T. M. y J. Maibom (2016): «The trade-off between efficiency and equity.» VoxEU. https://goo.gl/kmnFT8

Andrés, J. y R. Doménech (2015): *En Busca de la Prosperidad*. Ediciones Deusto. https://goo.gl/j5y19n

Aussilloux, V., A. Bénassy-Quéré, C. Fuest and G. Wolff (2017): «Making the best of the European single market» Policy Contribution, Issue nº 3. Bruegel. https://goo.gl/LDTBHD

Autor, D. H. (2015): «Why Are There Still So Many Jobs? The History and Future of Workplace Automation.» *Journal of Economic Perspectives*, 29(3), 3–30. https://goo.gl/Cugwmk

Banco Mundial (2016): *Poverty and Shared Prosperity 2016: Taking on Inequality*. Washington. https://goo.gl/riwmxH

Boscá, J.E., M. Fernández y D. Taguas (1997): «El Gasto en Protección Social en España: índices de Cobertura respecto a la Unión Europea.» *Hacienda Pública Española*, 141-142, 61-73. https://goo.gl/LACcjw

US Bureau of Labor Statistics (2017): *Unemployment Rates for States*. https://goo.gl/QD8jEN

Caminada, K., Goudswaard, K., y Van Vliet, O. (2010): «Patterns of welfare state indicators in the EU: Is there convergence?» *Journal of Common Market Studies*, 48(3), 529-556. https://goo.gl/69bY1s

Castelló, A. y R. Doménech (2014): «Human Capital and Income Inequality: Some Facts and Some Puzzles.» WP 12/28, BBVA Research. https://goo.gl/S2jrJ2

Comisión Europea (2015a): *The EU's economic governance explained*. https://goo.gl/86kasa

Comisión Europea (2015b): *Portfolio of EU social indicators for the monitoring of progress towards the EU objectives for social protection and social inclusion*. https://goo.gl/PdpFhC

Comisión Europea (2015c): «The 2015 Ageing Report. Economic and budgetary projections for the 28 EU Member States (2013-2060)». European Economy 3|2015. https://goo.gl/dywuaW

Comisión Europea (2017a): *White Paper on The Future of Europe. Reflections and scenarios for the EU27 by 2025*. https://goo.gl/4WBYcJ

Comisión Europea (2017b): *Reflection Paper on The Deepening of The Economic and Monetary Unión*. https://goo.gl/AUufro

Comisión Europea (2017c): *Reflection Paper on The Social Dimension of Europe*. https://goo.gl/woJFPz

Comisón Europea (2017d): *EU social indicators* http://ec.europa.eu/social/main.jsp?catId=756

Comisón Europea (2017e): *The European Pillar of Social Rights in 20 principles*. https://goo.gl/ava4jN

Darvas, Zsolt (2016): 'Some are more equal than others: new estimates of global and regional inequality», Working Paper 2016/08 Bruegel. https://goo.gl/T3BkUB

Darvas, Z. y G. Wolff (2016): «An Anatomy of Inclusive Growth in Europe». https://goo.gl/nUAMKz

Doménech, R. (2017a): «El sistema público de pensiones en España. Propuestas de mejora». https://goo.gl/RjNCY5

Doménech, R. (2017b): «Algunas reflexiones sobre la renta básica universal». BBVA Research. https://goo.gl/svtPCa

Doménech, R., J. R. García, M. Montáñez y A, Neut (2017): «El empleo del futuro». https://goo.gl/TLBgbP

Doménech, R. y González-Páramo (2017): «Fiscal Policy in Europe: Lessons from the Crisis and Options for the Future.» BBVA Research. https://goo.gl/UK2K6w

Dustmann, C., B. Eichengreen, S. Otten, A. Sapir, G. Tabellini y G. Zoega (2017): *Europe's Trust Deficit: Causes and Remedies*. CEPR Press. https://goo.gl/9RyRJX

Eurostat (2017a): *Social Protection Statistics*. https://goo.gl/3ZmU63

Eurostat (2017b): *Unemployment Statistics*. https://goo.gl/nT6V7T

Fondo Monetario Internacional International (2017): «Tackling Inequality», *Fiscal Monitor*, Octubre. https://goo.gl/aD24je

Guiso, L., H. Herrera, M. Morelli y T. Sonno (2016): «Demand and supply of populism.» CEPR DP 11871. https://goo.gl/WDyGKm

Jimeno, J. F. (2017): «¿Hacia un pilar europeo de derechos sociales?» Nada es Gratis. https://goo.gl/6poyY5

Kearney, M. S. y P. B. Levine (2016): «Income Inequality, Social Mobility, and the Decision to Drop Out of High School.» NBER Working Paper No. 20195. https://goo.gl/DxuU5d

Muñiz, M. (2017): «El Futuro del Gobierno y de la Acción Pública en el Siglo XXI.» *Revista Información Comercial Económica*, 891, 7-19. https://goo.gl/NCYBKm

OCDE (2016): *Pensions Outlook 2016*. https://goo.gl/1xUrhZ

OCDE (2017a): *Understanding the Socio-Economic Divide In Europe*. Background Report. https://goo.gl/GCL8Ta

OCDE (2017b): *Going for Growth*. https://goo.gl/9ohBGp

Paetzold, J. (2013): «The convergence of welfare state indicators in Europe: evidence from panel data.» *European Journal of Social Security*, 15(1), 28-54. https://goo.gl/PgaQzT

Rodrik, D. (2017): «Populism and the Economics of Globalization.» NBER WP No. w23559. https://goo.gl/D3NRbk

Solt, F. (2016): «The Standardized World Income Inequality Database.» Social Science Quarterly 97. SWIID Version 6.0, July 2017. https://goo.gl/FmB594

US Bureau of Labor Statistics (2017): *Unemployment Rates for States*. https://goo.gl/QD8jEN

ENTIDADES PATRONO
de la Fundación de Estudios Financieros

BANCO SANTANDER, S.A.
TELEFONICA, S.A.
BANCO SABADELL
BANKIA
CLIFFORD CHANCE
FIDELITY WORLDWIDE INVESTMENT
INDITEX
KPMG
LA CAIXA
BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES
URIA & MENENDEZ
ACS
BANCO POPULAR
CAJA RURAL CASTILLA LA MANCHA
ENDESA, S.A.
EY
FUNDACIÓN MUTUA MADRILEÑA
MIRABAUD
BAKER & MCKENZIE
DELOITTE
J&A GARRIGUES, S.L.
CECA

ENTIDAD FUNDADORA
INSTITUTO ESPAÑOL DE ANALISTAS FINANCIEROS