



FUNDACIÓN DE
ESTUDIOS FINANCIEROS

fundación



ANUARIO DEL EURO 2015

Dirección

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

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

ISBN: 978-84-608-4775-5
Depósito Legal: M. 40145 - 2015
Edita: Fundación de Estudios Financieros
Imprime: Reimpventa S.L.



ÍNDICE

EQUIPO DE TRABAJO _____	5
PRESENTACIÓN _____	7
RESUMEN EJECUTIVO	
<i>Fernando Fernández, IE Business School</i> _____	9
1. Una panorámica del papel del euro en el mundo <i>Carlos Poza, Universidad Antonio de Nebrija</i> _____	41
2. Evolución de la fragmentación financiera en el año 2015 <i>José Ramón Díez, director Servicio de Estudios Bankia</i> _____	73
3. La política monetaria en 2015. Análisis del contenido y efectos de las medidas extraordinarias <i>Blanca Navarro Pérez, Servicio de Estudios del ICO</i> _____	97
4. Un año desde el comienzo del mecanismo único de supervisión: una primera evaluación de la actividad supervisora del Banco Central Europeo <i>Francisco Uría, Socio responsable del Sector Financiero, KPMG</i> _____	141
5. Avances en el marco de resolución europeo <i>María Abascal, Santiago Fernández de Lis, Rosa Gómez y José Carlos Pardo, Sistemas Financieros y Regulación de BBVA Research</i> _____	157
6. La Unión del mercado de capitales <i>Ignacio de la Torre, Arcano, IE Business School</i> _____	189
7. ¿De la reforma del pacto de estabilidad a la unión fiscal? <i>Pablo Hernández de Cos y Javier J. Pérez, Banco de España</i> _____	209
8. El plan de inversiones para Europa y el Banco Europeo de Inversiones <i>Román Escolano, Vicepresidente del Banco Europeo de Inversiones</i> _____	223
9. Grecia: el papel de las instituciones europeas y el FMI en la crisis <i>José Manuel Amor y Víctor Echevarría, Analistas Financieros Internacionales</i> _____	227
10. The outlook for sovereign debt in the euro area <i>Ángel Ubide, Peterson Institute for International Economics</i> _____	249
11. La sostenibilidad de la unión monetaria vista desde las economías emergentes <i>Alicia García-Herrero, Bruegel, y David Martínez Turégano, Banco de España</i> _____	271
12. BREXIT, economic and legal implications <i>Phillip Souta, Clifford Chance LLP</i> _____	291
ENTIDADES PATRONO DE LA FUNDACIÓN DE ESTUDIOS FINANCIEROS	309



EQUIPO DE TRABAJO

DIRECCIÓN

Fernando Fernández Méndez Andrés

Doctor en Ciencias Económicas y Profesor de Economía y Estabilidad Financiera del IE Business School. Consultor internacional. Consejero de Bankia y Red Eléctrica. Ha sido director de Estudios del Banco Santander y Economista Principal del FMI

COLABORADORES

María Abascal

Economista Jefe de la Unidad de Regulación y Políticas Públicas de BBVA Research. Técnico Comercial y Economista del Estado en excedencia. Ha sido Subdirectora General de Análisis Financiero y Estratégico de la Dirección General del Tesoro y consejera del VP Ejecutivo del ICEX.

José Manuel Amor

Licenciado en Ciencias Económicas y Empresariales por la Universidad de Alcalá de Henares. Master en Banca y Finanzas por Afi. Director de Análisis de Mercados en Afi y Profesor en el Master en Banca y Finanzas de la Escuela de Finanzas Aplicadas (Afi).

Ignacio de la Torre

Socio de Arcano. Director académico de los masters de finanzas en el IE Business School. Profesor Asociado del IE Business School. Doctor en Historia por la UNED. MBA por INSEAD. Licenciado en Ciencias Empresariales por ICADE. Licenciado en Derecho por la UNED.

José Ramón Díez Guijarro

Licenciado en Ciencias Económicas y Empresariales por la Universidad Complutense de Madrid y Máster en Finanzas por ICADE. En la actualidad es el Director del Servicio de Estudios de Bankia, Profesor de Entono Económico y Análisis de Países del IE Business School y Profesor de Estructura Económica Española en CUNEF.

Víctor Echevarría

Analista senior en AFI. Anteriormente trabajó en la Oficina Económica del Presidente del Gobierno, Senior Economist en BNP Paribas y Senior Country Risk Analyst en BBVA. Licenciado en Economía por la Universidad Carlos III. Máster en Economía por la Universidad Complutense de Madrid.

Román Escolano

Vicepresidente del Banco Europeo de Inversiones. Anteriormente fue Presidente del ICO, Director de Relaciones Institucionales BBVA y Director de Economía en la Oficina del Presidente Gobierno. Licenciado en Económicas por la Universidad Autónoma de Madrid y Advanced Management Program en IESE.

Santiago Fernández de Lis

Economista Jefe de Sistemas Financieros y Regulación de BBVA Research. Anteriormente fue Socio Director del Departamento Internacional de AFI y Director del Departamento Internacional del Banco de España. Trabajó en el BIS de Basilea y en la Secretaría del Comité del Sistema Financiero Global (CGFS).

Alicia García-Herrero

Investigadora en el Real Instituto Elcano y Bruegel, Profesora asociada de la Universidad de Ciencia y Tecnología de Hong Kong. Economista Jefe para Asia Pacífico en NATIXIS. Anteriormente fue Chief Economist de Mercados Emergentes en BBVA y Directora de Economía Internacional en Banco de España.

Rosa Gómez

Economista principal de Sistemas Financieros y Regulación de BBVA Research, con experiencia previa en las Áreas de Riesgos y Contabilidad. Anteriormente trabajó en el Servicio de Estudios del BdE y en el Departamento de Estudios del BHE.

Pablo Hernández de Cos

Doctor en Ciencias Económicas (UCM), Licenciado en Derecho. Director General de Economía y Estadística y miembro de la Comisión Ejecutiva del Banco de España. Gobernador Alternativo en el Consejo de Gobierno del BCE. Miembro del Consejo Superior de Estadística y de los Patronatos del CEMFI FEDEA.



David Martínez Turégano

Licenciado en Económicas por la Universidad de Castilla-La Mancha y Master en Economía y Finanzas por el CEMFI. Economista Titulado, División de Política Monetaria y Área del Euro en el Banco de España. Anteriormente trabajó en los departamentos de estudios de BBVA, Catalunya Caixa, y AFI.

Blanca Navarro Pérez

Directora del Servicio de Estudios del ICO. Anteriormente trabajó en la OCDE y fue Profesora Asociada en la Universidad Carlos III e ICADE. Master en Finanzas por el Centro de Estudios Financieros. Licenciada en Economía por la Universidad de Zaragoza.

José Carlos Pardo

Ingeniero Industrial y Máster en Información Financiera y Sistemas por Universidad de Deusto. Director de Global Economics, Regulation and Public Affairs en BBVA. Previamente, responsable de estrategia regulatoria en la Dirección Financiera. Anteriormente fue Director en KMPG.

Javier J. Pérez

Responsable de la Unidad de Política Fiscal del Servicio de Estudios del Banco de España. Anteriormente fue Economista Principal en la División de Políticas Fiscales del Banco Central Europeo, y profesor en Universidades Pablo de Olavide de Sevilla y Complutense de Madrid. Doctor en Economía (UCM).

Carlos Poza Lara

Doctor en Ciencias Económicas por la Universidad Complutense de Madrid. Profesor Titular de Análisis Económico de la Universidad Nebrija. Profesor Asociado del ICEX-CECO/Universidad Internacional Menéndez Pelayo. Profesor Asociado de la Universidad Carlos III de Madrid.

Phillip Souta

Director del área de Public Policy de Clifford Chance y abogado en Londres. Anteriormente fue Director de Business for New Europe y Abogado en Carmelite Chambers London. Bachelor en Filosofía por la London School of Economics and Political Science (LSE).

Ángel Ubide

Doctor en Economía, European University Institute. Experto en asuntos monetarios, mercados financieros y políticas europeas. Senior Fellow del Instituto Peterson for International Economics y miembro de la comisión ejecutiva del Euro50 Group y del comité científico de Progressive Economy.

Francisco Uría

Abogado del Estado excedente. Socio responsable de sector financiero KPMG. Anteriormente fue Secretario General Técnico de los Ministerios de Fomento y Hacienda, Vicesecretario General de la AEB y Presidente de sus Comités Jurídico y Fiscal de la AEB y representante en Federación Bancaria Europea.

GRUPO DE CONSULTA

Mónica de Linos Escofet

Directora de la Fundación ICO

Blanca Navarro

Directora del Servicio de Estudios ICO

Carlos Gómez

Servicio de Estudios ICO

Miguel Fernández

Servicio de Estudios ICO

Silvia Consuegra Rodríguez

Técnico Fundación ICO

Juan Carlos Ureta Domingo

Presidente FEF-IEAF

Javier Méndez Llera

Director General – Secretario General FEF-IEAF

Alfredo Jiménez Fernández

Director de Análisis y Estudios FEF



PRESENTACIÓN

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

El objetivo de esta colaboración se traduce en la elaboración de una publicación anual 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.

Para responder a este objetivo, el informe que presentamos es el tercero de la colección, y se articula en doce capítulos que recogen los aspectos esenciales de la construcción europea. En los tres primeros se pasa revista a la realidad actual de la Unión Monetaria y se cuantifica la utilización del euro en las operaciones de comercio internacional y en los mercados financieros. A su vez, se analizan los avances en el proceso de integración financiera europea y cómo se ha desarrollado la política monetaria del euro.

Los cinco capítulos siguientes son específicos de este año y en ellos se repasan los avances y novedades puestas en marcha en 2015. Así se realiza una primera evaluación de la supervisión de las entidades bancarias por parte del BCE. A su vez se analiza el marco de resolución bancaria europea como un paso definitivo aunque incompleto hacia la integración europea. Se plantea el nuevo reto de las autoridades europeas de poner en marcha el proyecto de la unión del mercado de capitales y se analizan los retos que representan la unión fiscal, económica y social en Europa con especial atención al programa de infraestructuras.

En los últimos capítulos, se plantean algunas cuestiones pendientes de resolver como el papel de las instituciones europeas en la gestión de las crisis económicas y financieras nacionales, la conveniencia y efectos de un mecanismo de restructuración de deuda soberana en Europa, el atractivo de la unión monetaria como referencia política en países emergentes y por último una aproximación a las consecuencias legales y económicas de una hipotética salida del Reino Unido de la Unión Europea.

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

Una vez más, en este contexto excesivamente técnico, parece una prioridad explicar con rigor y detalle, a lo largo de este volumen, los múltiples cambios que se han producido en la Unión Monetaria, analizar lo que significan y cómo van a influir en nosotros.

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

La Fundación de Estudios Financieros y la Fundación ICO esperan que el Anuario correspondiente al año 2015 suponga una importante aportación al actual debate sobre el euro y la construcción europea y que sea del interés de todos sus lectores.



RESUMEN EJECUTIVO

FERNANDO FERNÁNDEZ¹

1. INTRODUCCIÓN

Son ya cinco años seguidos que la Fundación de Estudios Financieros, los últimos tres con la colaboración de la Fundación ICO², me ha encargado exponer y analizar el progreso hacia la Unión Monetaria Europea. Un progreso que vuelve a dejar un sabor agri-dulce porque ha habido sin duda importantes avances: el fortalecimiento del Banco Central Europeo como institución federal, la recuperación de un tímido crecimiento, la puesta en marcha del supervisor bancario europeo y sobre todo la superación de la crisis griega. Pero también indudables fracasos, como la renacida polémica sobre la mutualización de la deuda bancaria al albur del mecanismo de resolución y la propuesta de fondo de garantía de depósitos y los interminables debates sobre la unión fiscal. Fracasos que en el lenguaje diplomático europeo se califican de retrasos o aplazamientos, pero que evidencian la subsistencia de las dos almas de la construcción europea, las dos concepciones de la unión monetaria que describíamos en el Anuario del año pasado.

Una subsistencia que se antoja particularmente preocupante porque la unión monetaria ha dejado de ser noticia, ya no es una prioridad, superada en interés y urgencia por la crisis de los refugiados y la batalla contra el extremismo islamista. Pero el euro ha dejado de ser una prioridad cuando todavía quedan importantes batallas políticas por ganar para asegurar su permanencia y su contribución al bienestar económico y social de los europeos. Ya nadie parece dispuesto a malgastar su escaso capital político en un arcano que ha dejado de preocupar. Una vez más corremos el mismo riesgo de complacencia que muchos denunciaron en los primeros años de la unión monetaria. Entonces, el éxito impidió corregir los fallos de diseño institucional que todos los autores del momento, políticos y académicos, conocían. También hoy los problemas técnicos están perfectamente identificados y diagnosticados, pero se ha perdido esa sensación de urgencia que mueve las resistencias políticas nacionales. Una vez más, como tantas otras en la historia de la construcción europea, si se ha evitado el desastre económico y social, ¿por qué empeñarse en seguir avanzando en una unión monetaria que los ciudadanos europeos no parecen sentir como propia cuando hay problemas más urgentes que resolver?

Esta es la principal conclusión del Anuario 2015, que quiero subrayar desde su inicio. Estamos a punto de perder una gran oportunidad y consolidar definitivamente una

¹ Fernando Fernández Méndez de Andés es profesor en IE Business School y Director del Anuario del Euro.

² Los libros anteriores pueden encontrarse en la página web de la Fundación de Estudios Financieros, www.fef.es, y en la página web de la Fundación ICO, www.fundacionico.es



unión monetaria, financiera, fiscal, económica y social en Europa continental - la voluntaria exclusión del Reino Unido parece inevitable. No parece hoy una gran pérdida, porque estamos construyendo la ficción colectiva de que una actitud decidida, heterodoxa, casi temeraria, del BCE podrá relanzar el crecimiento y la inflación, crear empleo y pasar finalmente página a la crisis financiera. Vana ilusión. En las páginas siguientes intentaré demostrar que es un error, que los problemas europeos son estructurales y la política monetaria por creativa que sea no podrá resolverlos. Una tesis compartida por los autores de los distintos capítulos, con diferentes matices y propuestas alternativas como el lector atento tendrá la oportunidad de comprobar.

Esta visión plural siempre ha sido una de las características distintivas de este Anuario que huye deliberadamente de la unanimidad. Porque se trata de un tema complejo, de un experimento único en la Historia. Construir voluntaria y democráticamente una unión monetaria entre muchos países soberanos, con historia, instituciones, tradiciones y estructuras económicas y sociales diferentes no es ni puede ser tarea sencilla. Pero es el reto que nos hemos propuesto los europeos para asegurar nuestra estabilidad y prosperidad en la era de la globalización y al mismo tiempo mantener nuestra contribución a un mundo más rico, libre y justo. Y ese reto no se puede alcanzar con visiones simplistas, miopes o provincianas, ancladas en viejos clichés. Es necesaria una actitud crítica, abierta, dispuesta a cuestionarse lugares comunes y pretendidas seguridades. También en economía. A ese reto hemos pretendido dar respuesta en este libro, en el ámbito estricto de nuestras competencias profesionales.

La situación de Europa a finales de 2015 no invita a la complacencia. Pero tampoco al desánimo. Mucho se ha avanzado y los resultados están ahí. La recuperación económica es una realidad, la Eurozona vuelve a crecer y a crear empleo. La actividad económica en la Eurozona crece a tasas modestas (1,6% en 2015, 1,9% en 2016) aunque superiores a las previstas a principios de año, ayudada por los bajos precios del petróleo y materias primas, un tipo de cambio efectivo real del euro un 6% inferior y unas condiciones financieras extraordinariamente expansivas gracias al activismo del BCE. Las exportaciones europeas crecen a buen ritmo y la recuperación de la renta disponible empuja la demanda doméstica y la convierte en la principal fuente de crecimiento en un contexto global caracterizado por la desaceleración de las principales economías emergentes. La fragmentación financiera ha disminuido, los diferenciales del coste del crédito entre los distintos países europeos se han estrechado considerablemente y éste vuelve a fluir a empresas y familias, aunque obviamente no al ritmo previo³. La consolidación fiscal continúa en Europa, si bien a un ritmo menor, y el déficit público global ha disminuido hasta un estimado 1,9% del PIB este año y seguirá cayendo al 1,7% en 2016⁴. Pero la percepción pública de esa recuperación está lejos de ser positiva y se extiende una cierta sensación de fracaso europeo. Ayudan a ello, las persistentes diferencias nacionales en los ritmos de crecimiento, en los niveles de renta, en las situaciones de Balanza de

³ European Economic Forecast, Autumn 2015, publicado en Noviembre 2015.

⁴ European Commission, 2016 Draft Budgetary Plans: Overall Assessment, COM (2015) 800 final, Bruselas, noviembre 2015. Para un análisis de las limitaciones de ese procedimiento ver Darvas y Leandro (2015).



Pagos y sobre todo en las tasas de paro; unas diferencias que no son superiores a las que se observan en otras grandes áreas monetarias consolidadas como Estados Unidos, China o Brasil, pero cuya relevancia política no es comparable. Y no lo es, no sólo porque Europa es una unión política en construcción que necesita su legitimación popular por los resultados, sino también porque se ha impuesto entre algunos eurófilos, una versión simplista, excesiva, de los efectos de una unión monetaria sobre la convergencia real que recuerda demasiado a las infinitas bondades esperadas en algún país americano de la dolarización. Contribuye también al desánimo europeo, una excesiva a mi juicio preocupación por la deflación, y una demasiado sencilla comparación con Japón cuando ni las tendencias económicas, tecnológicas, demográficas o sociales son comparables.

El objetivo de este Anuario es como siempre doble: explicar lo que está pasando e intentar influir en lo que queda por hacer. Explicar, la unión monetaria europea no es tarea sencilla. A su complejidad contribuyen la heterogeneidad de la Eurozona y sus múltiples interconexiones políticas, económicas, sociales y estratégicas. Pero también una excesiva tendencia a la burocratización de las decisiones y al tecnicismo como velo para ocultar a la opinión pública la magnitud de los cambios implícitos en la construcción europea. Resulta un poco deprimente comprobar en cada proceso electoral en cualquier país, y no solo en las elecciones europeas, cómo se pretenden hurtar del debate público los asuntos europeos más polémicos. ¿Cuántos ciudadanos saben que la unión monetaria supone un proceso de cesión creciente de soberanía a las instituciones europeas?, ¿cuántos conocen esas mismas instituciones europeas, si hasta cediendo al populismo se niega su nombre y se utiliza un genérico para evitar el rechazo social? En los Anuarios anteriores se insistía en la necesaria pedagogía social, en la absoluta e imperiosa demanda de liderazgo. No tenemos más remedio que repetir con insistencia ese llamamiento, desde nuestro convencimiento de que libros como éste son el mejor antídoto contra el creciente euro escepticismo.

Pero la explicación no es suficiente. Este libro quiere influir, contribuir desde España y en la medida de nuestras posibilidades a que la unión monetaria sea un éxito para todos. También para los españoles. Porque asegurar la permanencia y estabilidad de la Eurozona, objetivo básico e irrenunciable, no significa que los intereses nacionales estén protegidos y garantizados y no haga falta política inteligente⁵. Antes al contrario, compatibilizar el éxito de la Unión con la promoción de los intereses españoles es aún más complejo y requiere mucha sofisticación y madurez. Por eso es tan importante participar en la refundación de la Unión Monetaria, contribuir desde España a darle forma a esa nueva Europa, porque en su seno, los países seguirán compitiendo, con nuevos instrumentos, más tasados y menos discrecionales, pero seguirán compitiendo para fomentar y atraer capital y talento con el que asegurar la prosperidad de sus ciudadanos. Olvidamos con demasiada frecuencia que la única manera de tener éxito en las negociaciones europeas, de hacer avanzar nuestras posiciones en ese conglomerado de intereses cruzados que es Europa, es teniendo una verdadera política de Estado y siendo consistente, sistemático, incluso temerario en su aplicación. Requisito imprescindible es

⁵ Ver el artículo del autor, «Los Retos Estratégicos del Euro» en *Geopolítica y Economía*, Instituto de Estudios Superiores de la Defensa, Madrid 2015.



definir un consenso nacional previo, fruto de la convicción compartida de que Europa es y será en el horizonte previsible una unión de Estados, y de que existen intereses nacionales españoles que van más allá del debate partidista e ideológico.

Para este doble objetivo de explicar e influir me enorgullece haber vuelto a reunir a un destacado grupo de colaboradores, ideológicamente plural, profesionalmente diverso y hasta geográficamente disperso. Los hay, como siempre, de todos los ámbitos, desde el análisis académico al político, desde la práctica financiera o legal hasta la consultoría y el regulador; en Europa, América y Asia, porque esta vez hemos querido comprobar cómo nos ven desde fuera a los europeos. La crisis europea es también una consecuencia de la globalización; no solo un problema de diseño interno sino sobre todo el producto de una visión insuficiente, en cierto sentido aún de economía cerrada y autosuficiente. Los europeos nos miramos en exceso el ombligo y asistimos con demasiado orgullo y altivez a nuestra creciente irrelevancia.

Este es un libro colectivo, en el que cada autor ha expuesto sus análisis y opiniones con absoluta libertad. Algunas de estas ideas pueden parecer contradictorias, algunas incluso son directamente opuestas a las mías, como tendré oportunidad de comentar más adelante en este resumen sesgado y deliberadamente interesado. Pero lo importante es que a todos nos mueve el mismo objetivo –lograr que la unión monetaria sea un éxito y que los españoles aprendamos a competir y prosperar en ella– y la misma actitud. Todos pensamos que sólo desde el debate riguroso y franco y desde el más profundo respeto a las normas que entre todos nos hemos dado, puede construirse una posición común, sólida y duradera. A ello nos hemos esforzado en beneficio del lector, que podrá así sacar sus propias conclusiones. Porque en Europa hay tantas opiniones como participantes en la discusión. Pero hay algunas reglas ineludibles y algunos principios que conviene no olvidar. Como espero dejar claro para los que tengan la paciencia de leer este Anuario.

El año 2015 europeo ha estado marcado por numerosos acontecimientos. Primero en la mente de todos está sin duda la crisis griega. Un gobierno democráticamente elegido provocó un enfrentamiento frontal con las instituciones europeas al cuestionar el ajuste macroeconómico diseñado en el marco de la nueva gobernanza fiscal. Tras muchos episodios, y mucha actividad económica y mucho tiempo de recuperación perdidos, el órdago se saldó con la ratificación de los elementos básicos de la disciplina fiscal europea. Con el distanciamiento que da el tiempo, y en nuestro caso particular el espacio, se puede afirmar que ha sido una experiencia positiva para la Unión. Porque ha dejado claro que se trata de una Unión con reglas de obligado cumplimiento, adoptadas de común acuerdo por los procedimientos establecidos al efecto. Y también que si un gobierno en uso de su soberanía decide incumplirlas reiterada y sistemáticamente, la única alternativa es el abandono de la Unión, por el expeditivo procedimiento de la sequía de medios de pago. Grecia intentó una jugada arriesgada, el juego de la gallina, y tuvo que cambiar de opinión, de política y de gobierno. Afortunadamente para todos, pero sobre todo para los griegos. Pero la crisis griega nos ha dejado también algunas lecciones importantes, como la necesidad de continuar mejorando los mecanismos de disciplina fiscal ex ante, y de aumentar la capacidad de estabilización macroeconómica y la necesidad de imponer la asunción de pérdidas a los acreedores públicos tradicionalmente privilegiados en caso de reestructuración. Y también



algunas noticias tranquilizadoras, como la evidencia de que los muy importantes avances en la construcción europea desde 2010 han permitido la práctica ausencia de contagio financiero a otros países periféricos. Los mercados han sabido discriminar a los países que cumplen de los que no, a los que tienen gobiernos comprometidos con la unión monetaria y sus obligaciones de los que no.

Pero ha habido muchas más novedades significativas a lo largo del año: (i) la puesta en marcha de un programa masivo de expansión cuantitativa por el BCE, incluyendo cuantiosas compras de bonos públicos de todos los Estados miembros; programa que ha llevado los tipos de interés a mínimos históricos, incluso a terreno negativo en la financiación de los gobiernos hasta los dos años; (ii) el primer ejercicio completo de supervisión bancaria europea del nuevo Mecanismo Único de Supervisión que ha desplazado la supervisión desde la perspectiva tradicional del Banco de España, muy contable y basada en el cumplimiento de ratios, hacia un esquema de valoración discrecional, aunque tasada, de políticas, reglas y gobernanza de la gestión del riesgo, (iii) la reaparición de dudas sobre el verdadero alcance, y sobre todo el *timing*, de la mutualización bancaria con la necesaria aprobación del reglamento del mecanismo de Resolución y con la propuesta de esquema europeo de garantía de depósitos, (iv) la aprobación del llamado Plan Juncker, un proyecto de expansión fiscal a escala europea mediante el impulso de la inversión pública transnacional que intenta dar respuesta a algunas de las críticas sobre la ausencia de mecanismos de estabilización automática en la Eurozona, pero que se queda lejos de una auténtica unión fiscal de la que se seguirá hablando mucho.

Y en el terreno de la gobernanza política del euro, aspecto crucial a estas alturas, la gran novedad ha sido sin duda el documento de los Cinco Presidentes⁶, y su posterior seguimiento con un Plan de Acción de la Comisión y una hoja de ruta para la unión política, en un intento de recuperar el protagonismo tras la legitimidad otorgada por las elecciones al Parlamento Europeo. Sin olvidar el aldabonazo que ha supuesto la confirmación de la oposición británica al proyecto de unión monetaria y su anunciado referéndum para renegociar las reglas de su adhesión a la propia Unión Europea. Todo un reto para el año que viene. De todo esto se habla en detalle en este Anuario, y de todo ello de manera resumida intentaré dar cumplida cuenta en este Resumen Ejecutivo.

2. DEL FUNCIONAMIENTO CORRIENTE DE LA UNIÓN MONETARIA A SU PERFECCIONAMIENTO Y LAS CUESTIONES PENDIENTES

El Anuario empieza desarrollando los aspectos del funcionamiento normal de la unión monetaria para pasar luego al análisis de las novedades regulatorias y legislativas

⁶ El Informe de los Cinco Presidentes se llama en realidad, *Realizar la Unión Económica y Monetaria Europea*, y es en realidad un Informe de Jean-Claude Juncker como Presidente de la Comisión, en estrecha cooperación con Donald Tusk, presidente del Consejo, Jeroen Dijsselbloem, presidente del Eurogrupo, Mario Draghi, presidente del Banco Central Europeo y Martin Schulz, presidente del Parlamento Europeo. Consta de cinco capítulos que marcan la hoja de ruta del proceso: las características de la UEM, la Unión Económica, la Unión Financiera (bancaria y de mercados de capital), la Unión Presupuestaria, y «accountability», legitimidad y diseño institucional de la UEM.



del año y centrarse finalmente en aspectos todavía teóricos y polémicos sobre los que no hay duda que la Unión habrá de definirse en un horizonte cercano. Entre los primeros, tratamos, como viene siendo habitual, del uso del euro en los distintos mercados, de la evolución y medidas de fragmentación financiera y de la descripción y análisis de las políticas monetarias del BCE. Entre las novedades del año se presentan: una evaluación de la actividad supervisora del BCE, una descripción y análisis del incompleto marco de resolución bancaria europeo, un primer estudio de impacto del proyecto de unión de mercado de capitales y finalmente una perspectiva integral de la transformación del Pacto de Estabilidad en una auténtica unión fiscal con especial atención al programa de infraestructuras para Europa. El Anuario incluye también un tercer bloque de capítulos con puntos de vista dispares y sin duda polémicos sobre algunos de los retos por resolver: el papel de las instituciones europeas en la gestión de las crisis económicas y financieras nacionales, la conveniencia y efectos de un mecanismo de restructuración de deuda soberana en Europa, el atractivo de la unión monetaria como referencia política en países emergentes y por último una aproximación a las consecuencias legales y económicas de una hipotética salida del Reino Unido de la Unión Europea.

El libro empieza describiendo las tendencias y algunos cambios en el uso del euro como medio de pago en el comercio internacional de bienes y servicios dentro y fuera de la Eurozona y como moneda de reserva internacional. Repasa también el grado de utilización de la divisa europea en los distintos mercados financieros. Como afirma su autor, el profesor Carlos Poza de la Universidad Nebrija, nada sustancial ha cambiado y el euro confirma su papel protagonista como moneda regional pero está lejos de competir con el dólar como la divisa internacional de primera referencia. Lo que no puede sorprender a nadie dada su relativa novedad, sus limitaciones institucionales y las incertidumbres que aún coleean sobre el grado de integración real y sobre la sostenibilidad del área euro. Dudas que no impiden que un año más, 2015 haya comenzado con la incorporación de un nuevo miembro, Lituania, a la Eurozona.

La participación del euro en el comercio internacional permanece estable, tanto en términos de cuota de exportaciones como de importaciones de bienes y servicios. Pero esta relativa estabilidad global esconde diferencias importantes entre los distintos Estados miembros que reflejan su desigual patrón espacial de comercio. Destaca la baja cuota del euro en el comercio griego, resultado de la intensificación de los intercambios comerciales con Rusia en el contexto de sus vacilaciones políticas, y la elevada cuota de los países del este de Europa, que es la contrapartida de su creciente integración comercial con Alemania.

El uso del euro como moneda de reserva internacional continuó en 2015 su tendencia decreciente a precios constantes, lo que permite sugerir que el creciente protagonismo del renminbi chino se está produciendo tanto a costa del dólar como del euro, que aún así continúa en un destacado segundo puesto, del yen, la libra y otros. Será interesante comprobar en los años venideros cómo pueden variar estas cuotas como consecuencia de la internacionalización de la moneda china y su inclusión en los Derechos Especiales de Giro (SDR en inglés), la cesta de monedas que utiliza el FMI en sus programas y consiguientemente los principales bancos centrales del mundo. La importancia del euro como divisa internacional puede también deducirse del número de países



que lo incluyen en la cesta de monedas respecto a la que se articula su política cambiaria. Dos, Bosnia y Herzegovina y Bulgaria, siguen un régimen de convertibilidad formal con el euro y otros 34 la incluyen de una u otra forma como referencia explícita sobre la que se fija el tipo de cambio de su moneda nacional. El último en hacerlo, China tras los cambios en su política cambiaria.

El uso del euro en los distintos mercados financieros sigue reflejando una cierta contracción a tipos de cambio constante, como resultado de la persistencia de riesgos de cola sobre la sostenibilidad de la moneda única, la penalización de los excesos de liquidez en euros por el BCE y la creciente bancarización así como el desarrollo de mercados de deuda en moneda local en las principales economías emergentes. Así han disminuido tanto el porcentaje de depósitos y créditos mundiales en euros como el de deuda denominada en euros. Sin embargo la creciente divergencia de las políticas monetarias en Estados Unidos y Europa ha empujado al alza el uso del euro en los mercados de cambio y en los derivados de tipos de interés.

José Ramón Díez, del servicio de estudios de Bankia, analiza un año más en el capítulo 2 la fragmentación en los distintos segmentos del mercado financiero de la Eurozona. Consta una reducción significativa en prácticamente todos los indicadores de fragmentación, que vuelven a acercarse a niveles previos a la crisis: la dispersión de precios se ha reducido, los volúmenes han crecido y algunos mercados como el monetario ha disminuido el sesgo doméstico. Y lo que es a mi juicio casi más relevante, los indicadores de fragmentación apenas sufrieron tensiones en los momentos álgidos de la crisis griega, lo que evidencia que el cortafuegos impuesto por la combinación de unión bancaria y actuación decidida del BCE ha funcionado razonablemente bien en condiciones de *stress*.

En los mercados monetarios: (i) ha continuado la reducción, que se venía observando desde 2012, de la dispersión entre los tipos de interés negociados en los distintos mercados hasta acercarse mucho a cero; (ii) se ha seguido ampliando el rango geográfico de las contrapartidas especialmente en los países que experimentaron crisis, disminuyendo así el sesgo doméstico y la aversión de los inversores a ciertos países, (iii) pero continúa existiendo un fuerte exceso de liquidez. Exceso de liquidez que ya no es tanto producto de la búsqueda de seguridad de las entidades de depósito sino resultado de las políticas del BCE -los TLTRO y el programa de compra de activos que se describirán más adelante- que conllevan una disminución necesaria de los volúmenes negociados en los mercados monetarios al ocupar el BCE un lugar central de creador de mercado y sustituir a los intercambios directos entre entidades.

El mercado de bonos soberanos es el más conocido y dónde más centra su atención la opinión pública. La reducción del diferencial de la deuda española con la alemana se ha convertido casi en materia de conversación diaria y de controversia política. Es indudable que su positiva evolución es resultado conjunto y difícilmente separable de tres políticas complementarias: de las actuaciones de los gobiernos europeos, con ritmos e intensidades variables, para avanzar en la disciplina y sostenibilidad de las cuentas públicas; de las decisiones de política monetaria del BCE, y también de los avances en la arquitectura institucional de la Eurozona y en concreto de los progresos en la mutualización de deuda bancaria y soberana. La contracción de estos diferenciales se ha tradu-



cido también en la recuperación de los porcentajes de bonos y obligaciones públicos en manos de inversores extranjeros y de las tenencias de títulos extranjeros en las carteras de las instituciones financieras domésticas. Aunque los niveles están aún lejos de reflejar la situación previa a la crisis. Los mercados de bonos corporativos también han mejorado y exhibido una fragmentación decreciente, aunque los volúmenes de emisiones hayan continuado descendiendo como consecuencia del necesario proceso de desapalancamiento.

La reducción de la fragmentación financiera ha sido particularmente intensa en algunos mercados minoristas especialmente importantes para los países periféricos como España. El diferencial del coste del crédito para las pymes españolas respecto a sus equivalentes alemanas ha caído de 200 puntos básicos a menos de 60 en septiembre 2015. Lo que sin duda ha contribuido, junto al saneamiento y recapitalización del sector bancario, a la recuperación del crecimiento y el empleo en nuestro país y a que el crédito haya dejado de ser la preocupación fundamental de la empresa española. Si éste era el objetivo principal perseguido por el BCE en su camino hacia la expansión cuantitativa, no cabe duda que ha de calificarse como un éxito. Otra cosa han sido, como luego hablaremos, algunos costes colaterales de este éxito.

Pero este capítulo no se limita a describir la favorable evolución de los distintos mercados sino que señala también los límites a las tendencias observadas. Es difícil que la normalización e integración continúen sin cambios institucionales profundos, y subraya la necesidad de avanzar en la unión de los mercados de capitales para eliminar las barreras legales y regulatorias que aún bloquean las inversiones transfronterizas en la Unión Europea y para facilitar el desarrollo de sistemas y canales de financiación adicionales a los bancarios tradicionales para las empresas. Afortunadamente parece que la Comisión ha hecho de este objetivo un compromiso político como analizaremos posteriormente.

Por último al distinguir entre la liquidez en circulación y la liquidez de los mercados, este capítulo llama la atención sobre una preocupación creciente de los operadores financieros: la contrastación de que el exceso de liquidez convive con dificultades temporales para desprenderse de un activo sin pérdidas dramáticas y con shocks momentáneos en determinados mercados, con bruscos cambios de precios por falta de transacciones. A estos episodios han contribuido múltiples factores: el endurecimiento de las exigencias de capital regulatorio para desarrollar ciertas actividades, el desarrollo de plataformas electrónicas de contratación, la sustitución del protagonismo de los bancos de inversión como creadores de mercado y proveedores de liquidez por los fondos de inversión que son más demandantes de liquidez, e incluso las masivas compras de activos por los bancos centrales. El completo y preciso diagnóstico del problema que aquí se hace conduce de manera natural a las políticas necesarias para prevenir que este riesgo se materialice.

La política monetaria en la Eurozona se analiza en el capítulo 3. En él Blanca Navarro, del Servicio de Estudios del ICO, describe de manera exhaustiva lo que denomina acertadamente «el año del cambio de enfoque del BCE desde la perspectiva bancaria a la intervención directa», desde las medidas para garantizar a las entidades financieras liquidez infinita a precio cero a intervenir comprando directamente activos financieros para llevar esa liquidez a gobiernos, empresas y particulares sin intermediarios, en



un intento de sustituir el mecanismo de transmisión bancaria que no estaba funcionando correctamente. Una estrategia consistente con la que siguieron antes los principales bancos centrales del mundo, pero en la que para ser plenamente coherente, el BCE se ha quedado corto a la hora de asumir riesgo de crédito privado, por las limitaciones institucionales con las que opera.

El capítulo comienza enmarcando las decisiones de política monetaria de los principales países en el contexto de su situación económica concreta, en su momento cíclico y su situación fiscal. Describe las dificultades que está encontrando la Reserva Federal de Estados Unidos a la hora de formular, y de comunicar al mercado, una estrategia creíble de salida de la brutal expansión de balance realizada estos años, mientras que el BCE insiste en la necesidad de intensificar su apoyo a una recuperación que considera aún frágil. Esta divergencia en el tono de la política monetaria ha sido la protagonista de las fluctuaciones observadas en el tipo de cambio euro-dólar y va a ser una de las principales incógnitas con las que habrán de lidiar los mercados de activos el año 2016. La pregunta silenciosa que todo analista se formula es si el BCE ha adoptado implícitamente un objetivo de tipo de cambio y si al hacerlo no está contribuyendo a la guerra de divisas que el FMI denuncia, pero a la vez alienta al instar a la Fed a aplazar las ya tardías subidas de tipos.

El núcleo central del capítulo lo constituye una descripción minuciosa y exhaustiva de todas las decisiones de política monetaria adoptadas por el BCE este año 2015. Descripción donde el lector interesado encontrará respuesta a sus dudas sobre en qué consiste un programa concreto, cuándo y por qué se adopta, cuáles son sus características técnicas, cómo y quién realiza concretamente las transacciones, cuánto se ha comprado en cada programa, de cada título, etc. A modo de ejemplo, sirva aquí decir que el BCE lleva inyectados más de un billón de euros a través de los tres instrumentos diferenciados incluidos en el programa de compra de activos puesto en práctica en marzo de 2015; los bonos públicos suponen el 80% de los aproximadamente 60.000 m de euros mensuales, el 18% los bonos garantizados y sólo el 2% los bonos de titulización. Interesante es también el análisis que se hace del ELA, la asistencia de liquidez de emergencia, una medida diseñada para ayudar a entidades concretas en momentos de tensión y que con la crisis griega se ha convertido en el instrumento de última instancia de disciplina monetaria y de política económica. El propio presidente Draghi ha reconocido que es urgente replantearse los procesos de decisión -que otorgan al BCE un inmenso poder político-, y de comunicación -la opacidad ya no está justificada-, de lo que en la práctica es y será el *final backstop* ante eventuales ataques especulativos o el *final trigger* de un escenario de ruptura unilateral y abandono de la unión monetaria.

El BCE ha sido muy cuidadoso en la justificación teórica de esta nueva política⁷, probablemente porque es plenamente consciente del escepticismo, si no abierta hostilidad, a la que se enfrenta en buena parte de la comunidad académica y política europea, y no solo en Alemania. Así subraya con insistencia que las políticas que afectan al balance del

⁷ BCE, «The role of the Central Bank Balance Sheet in monetary policy», *Economic Bulletin*, 4/2015, pp.61-77.



emisor son la única herramienta efectiva ante la deflación cuando se ha tocado el límite de los tipos cero. Y lo son porque actúan a través del canal de precios de los activos, de la recomposición -sustitución- de los balances de los inversores privados y de las expectativas, al señalar sin ambigüedad un escenario de tipos y liquidez a muy largo plazo.

El contexto institucional en el que opera el BCE, la necesidad de alcanzar complejos equilibrios entre posiciones muy dispares, se puso de manifiesto en el programa de compras públicas (PSPP) donde hubo que acordar previamente: la distribución de las compras por países, que se definen en función de su participación en el capital del BCE; la aceptación de la cláusula *pari passu* y la renuncia al status de acreedor preferente para evitar un efecto expulsión de los inversores privados; la limitación del porcentaje total de una emisión concreta que pueda estar en manos del BCE, para evitar la aplicación de las cláusulas de acción colectiva; y el esquema de reparto y potencial mutualización de riesgos, muy limitado en la práctica al ser asumido por la entidad compradora, que son los BC nacionales y sólo el 8% del total lo hace el BCE directamente, salvo en las compras de títulos de entidades supranacionales.

El capítulo utiliza el esquema del BCE y sus tres canales de actuación para presentar una evaluación cuantitativa de los efectos de la nueva política monetaria. El efecto sobre el canal de precios es evidente y ya lo hemos señalado. La evaluación del efecto sustitución es un poco menos evidente, pues la búsqueda de rentabilidad por parte de los inversores ha podido elevar el perfil medio de riesgo de sus carteras y crear burbujas potenciales en otros activos financieros o reales en otros mercados. La deuda, bolsas e inmobiliario en algunas economías emergentes surgen como los candidatos obvios. Sobre la efectividad del tercer canal, es muy difícil tener algo más que una intuición pues estudiar cómo habrían variado las expectativas de inflación en ausencia de expansión cuantitativa es un ejercicio que se me antoja imposible. Más claros son los efectos del QE sobre la recuperación de los volúmenes de crédito al sector privado y sobre la depreciación del euro.

Pero es importante también señalar los riesgos de estas políticas heterodoxas. Riesgos sobre la eficacia de la intervención en los mercados en unas economías europeas dominadas por la financiación bancaria y dónde estas medidas, si bien mejoran la solvencia de los bancos, deterioran su rentabilidad y por tanto su capacidad y voluntad de asumir riesgos. Riesgos que son aún más evidentes para el sector asegurador. Riesgos de burbuja ya comentados y que puedan afectar a la estabilidad financiera internacional si se centran en algunos países relevantes como China o Brasil. Y riesgos sobre la distribución del coste del ajuste y sobre la capacidad de crecimiento futuro. La política de expansión cuantitativa es una forma sofisticada de represión financiera, al mantener artificialmente baja la remuneración del ahorro en todas sus formas. Lo que supone una transferencia de renta de los agentes, empresas y familias, que ahorran a los que se endeudan. Transferencia que como en la parábola de la cigarra y la hormiga no sólo plantea dilemas éticos sino también funcionales: un dilema de eficacia temporal. ¿Cómo recuperar tasas de inversión, crecimiento y empleo sin ahorro? Sobre todo cuando partimos de economías cuyo sector público y cuyos agentes privados ya están históricamente en niveles máximos de endeudamiento.



Pero hay otras posibles interpretaciones menos convencionales y más críticas de la actuación del BCE. Interpretaciones que podemos resumir en los siguientes puntos⁸. Primero, los actuales tipos de interés, extraordinariamente bajos, no pueden representar un nuevo equilibrio. La tesis del estancamiento secular⁹, importada de Estados Unidos y justificación teórica más sofisticada del nuevo equilibrio monetario, se basa en hipótesis discutibles: el irreversible envejecimiento de la población, el exceso de ahorro global y el agotamiento de la revolución tecnológica que además no se ha traducido en crecimientos sostenidos de la productividad. Segundo, los periodos de expansión financiera dejan secuelas en la economía real. En concreto, los auges financieros tienden a minar el crecimiento de la productividad al desplazar trabajadores y otros factores de producción hacia sectores que crecen con más lentitud. No está claro en qué medida tipos de interés anormalmente bajos facilitan la corrección de lo que es en esencia un problema estructural del mercado de trabajo. Tercero, de mantenerse en el tiempo los actuales tipos de interés extraordinariamente bajos podrían ocasionar daños duraderos al sector financiero. Cuarto, persisten múltiples deficiencias en el sistema financiero internacional, que no ha desarrollado suficientemente su capacidad para impedir la acumulación o transmisión de desequilibrios financieros entre países y jurisdicciones monetarias. Hay que plantearse si no tendremos que desarrollar nuevas reglas de juego internacionales que ayuden a introducir disciplina en las políticas nacionales. Y quinto, y específicamente europeo, es discutible que con políticas monetarias expansivas se puedan paliar los retrasos y vacilaciones en la construcción de un área monetaria óptima. En definitiva, si bien es indiscutible que la crisis reciente está provocando el replanteamiento de algunas ideas básicas en macroeconomía y desplazando la opinión académica dominante hacia un mayor activismo monetario, prudencial y fiscal, no es evidente que no estemos ante un movimiento pendular, ante una huida hacia adelante. Nos falta perspectiva histórica para juzgar las consecuencias reales y duraderas de una política monetaria extraordinaria sobre la que existe inquietud sobre su utilidad y sus efectos colaterales. Dudas que crecen más que linealmente con la duración de la misma.

Desde noviembre de 2014 el BCE ya no es solo responsable de la política monetaria sino que ha asumido también las competencias de supervisión microprudencial en la Eurozona, dando un paso definitivo hacia la unión bancaria. Francisco Uría, socio responsable del sector financiero de KPMG, analiza la puesta en marcha del Mecanismo Único de Supervisión (MUS) en el capítulo 4. A lo largo de 2015, los bancos españoles se han ido acostumbrando a una interlocución y colaboración directa con los supervisores del BCE, como se ha tenido que acostumbrar el BCE a trabajar con instituciones financieras muy plurales y distintas en sus balances, esquemas de negocio, gobernanza y tradición regulatoria. Como el Banco de España se ha tenido que acostumbrar a su nuevo papel de colaboración estrecha con el BCE, pero de menos protagonismo en su diálogo con las entidades. Ha sido un año complejo, intenso, difícil, pero sin duda muy

⁸ Ideas que se desarrollan más detalladamente en Fernández (2015), «El BCE y los límites de la política monetaria» ICE septiembre 2015.

⁹ Tesis formulada inicialmente por Ben Bernanke y Larry Summers para la economía americana y que luego ha sido recogida en Europa (Teulings y Baldwin (eds.) 2014) como complemento teórico de la hipótesis de desajuste estructural europeo que veníamos llamando euro esclerosis.



satisfactorio. Como se concluye en este capítulo, la experiencia ha sido globalmente positiva para todos los actores.

En el año transcurrido, el BCE ha desarrollado una agenda supervisora intensa. Hay que reconocerlo. Ha sido capaz de completar e integrar los equipos directivos y supervisores, ha articulado un novedoso procedimiento de supervisión, el llamado SREP, que rompe con muchos esquemas y tradiciones nacionales, ha completado con éxito su primera evaluación supervisora global y ha sabido mantener la completa independencia entre las dos funciones a él encomendadas, la política monetaria y la supervisora. Pero ese ritmo de actividad ha supuesto también una ingente cantidad de trabajo para las entidades, que han tenido que dedicar y especializar grandes recursos materiales y humanos al supervisor. La colaboración mutua y la voluntad de diálogo han estado siempre presentes en el proceso. Pero es indudable que las entidades tienen una creciente sensación de estar superadas por el ritmo de cambio regulatorio y supervisor. Es cierto que en sentido estricto no es un problema supervisor, pero también lo es que en la medida en que se ven impelidas a cumplir con procesos, sistemas, informes, indicadores y evaluaciones cambiantes, les resulta difícil poder planificar y tomar decisiones.

Para los bancos españoles la principal novedad ha sido el nuevo proceso supervisor, el SREP¹⁰. Un proceso que es menos transparente de lo deseable, pues las entidades solo lo pueden conocer indirectamente a través de la guía sobre la supervisión bancaria publicada por el BCE en noviembre de 2014, pero no tienen acceso al documento clave, el Manual de Supervisión del BCE. Las instituciones españolas estaban acostumbradas a una supervisión centrada en el cumplimiento de los requerimientos regulatorios de capital y liquidez y donde primaban los aspectos contables, no en balde el Banco de España era una práctica excepción en Europa en la medida que mantiene competencias regulatorias sobre la contabilidad de los bancos. Por su parte, el BCE se ha proyectado sobre campos supervisores nuevos como las características del gobierno corporativo, la calidad de la información de base, la gestión y no solo la medición del riesgo o los modelos de negocio y la rentabilidad futura. En un modelo claramente inspirado en el tradicional CAMEL¹¹ de la Reserva Federal, el BCE concede especial importancia al diálogo supervisor y a la evaluación cualitativa de aspectos de gestión. Como señala el autor del capítulo, «ello sitúa al supervisor en una posición insegura en la que debería proceder con gran cautela», especialmente si consideramos que son cuestiones centrales de competencia de los órganos de gobierno de las instituciones financieras.

El año supervisor empezó con las consecuencias cualitativas del ejercicio del *comprehensive assessment* del 2014, que permitió al BCE comprobar *in situ* la falta de armonización regulatoria, producto de la excepciones nacionales negociadas a plazo¹², y que afectó

¹⁰ Por las siglas inglesas del *Systemic Review and Evaluation Process*, traducido en el Reglamento del MUS como «proceso de revisión y evaluación supervisora».

¹¹ Por sus siglas en inglés de *Capital, Assets* -activos-, *Management* -gestión, gobernanza-, *Earnings* -ingresos, eficiencia, rentabilidad-, y *Liquidity* -liquidez.

¹² El capítulo identifica más de 150 opciones y discrecionalidades nacionales (ONDs en la sigla inglesa que se está haciendo habitual en este debate) en la trasposición regulatoria del marco de Basilea III. Y el BCE se encuentra jurídicamente obligado a aplicar las directivas y reglamentos europeos y también las normas nacionales que las trasponen.



ta de manera importante no solo a las definiciones de capital, al tratamiento de las participaciones en compañías de seguros o los activos fiscales diferidos, sino también a la cantidad y calidad de los datos requeridos a las entidades y a las diferencias exigibles en el grado de dotación y registro de provisiones para carteras de crédito homogéneas. Las consecuencias no serán contables, el BCE no tiene competencias, sino en los requisitos de capital exigibles a las entidades bajo el pilar 2 de Basilea. Es aquí donde el MUS ha exhibido su discrecionalidad.

Terminar con estas excepciones nacionales ha constituido y va a seguir constituyendo una prioridad para la actuación supervisora del BCE. Tanto por la necesidad de asegurar unas reglas de juego comunes para todos los bancos que permitan su comparabilidad y transparencia para el inversor, como porque es un paso necesario para facilitar la integración de los mercados financieros en la Eurozona, como finalmente porque entiende que algunas de estas diferencias encubren prácticas de proteccionismo regulatorio nacional. Una prioridad que es comprensible, pero en cuya aplicación práctica será necesario que el supervisor extreme la prudencia y el diálogo para compatibilizar equidad y eficiencia en el proceso de transición.

Por último, gran parte del ejercicio supervisor del año ha estado dedicado a entender el modelo de gobierno y de negocio de las entidades en el marco del apetito al riesgo. Para ello ha revisado actas de los órganos de gobierno, documentado el flujo y momento de la información a disposición de los consejos o sus comités, y asistido a reuniones de los mismos. Un paso interesante pero polémico, pues no cabe duda que ante eventuales reclamaciones del supervisor, incluso judiciales, la presencia del supervisor en el Consejo, y su silencio, pueda interpretarse como aquiescencia a las decisiones tomadas.

A principios de diciembre conocimos en términos agregados los resultados del primer SREP, por lo que no han podido incluirse en el trabajo de Francisco Uría. Los bancos españoles han superado el examen, han mejorado en términos agregados su solvencia, liquidez y rentabilidad y han recibido todos ellos una carta con los resultados individuales que contiene además de los requisitos regulatorios, algunas recomendaciones de mejora, tanto en capital o liquidez como en gobernanza y gestión. Solo conocemos los resultados agregados para el sistema bancario, porque el BCE ha tomado una decisión difícil de compatibilizar con su insistencia en la transparencia: no publicará los resultados individuales, aunque entiende que pueda haber circunscripciones nacionales donde sea necesario. Porque ha habido algunos reguladores de mercados, algunas CNMVs, que han obligado a las entidades a hacerlos públicos al entender que se trata de una información extraordinariamente importante para el inversor minorista. Parece razonable suponer que conocer los niveles de capital y liquidez exigidos por el regulador, máxime cuando son discretionales pues incluyen un juicio adicional sobre la calidad del *management* y gobierno de la compañía, y sobre la sostenibilidad de sus cuentas de resultados y su modelo de negocio, es una información relevante. Y sería un mal comienzo para el supervisor bancario europeo que sus decisiones sean enmendadas por los supervisores nacionales de mercados.

Creo que el camino supervisor adoptado por el BCE es adecuado. La supervisión no es mecánica y no puede limitarse a dar cuenta del cumplimiento de unos ratios por muy sofisticados que estos sean. Ha de ser *forward looking* y en ese sentido ha de incorporar



juicios de valor y elementos tasados de discrecionalidad. Pero precisamente por eso, el supervisor ha de extremar la transparencia y la explicación pública de sus decisiones. La discrecionalidad exige *accountability*.

Para avanzar en la unión bancaria, al mecanismo único de supervisión (MUS) le habría de seguir inmediatamente un mecanismo único de resolución (MUR). De su realidad y de sus limitaciones tratan en el capítulo 5, María Abascal, Santiago Fernández de Lis, Rosa Gómez y José Carlos Pardo, de BBVA Research. En la nueva arquitectura regulatoria, la resolución bancaria persigue dos objetivos básicos: que las entidades bancarias puedan quebrar como cualquier otra empresa, sin crear un problema sistémico y por lo tanto sin grandes efectos para la economía real, y que no sea necesario el dinero de los contribuyentes para su rescate. Objetivos que conllevan la necesidad de constituir un fondo de resolución interno al sector financiero, construyendo así una especie de auto seguro bancario que minimice, sino puede eliminar del todo, la necesidad de una garantía pública en caso de crisis generalizadas de confianza. En una unión monetaria con visos de permanencia como la europea, se añade un tercer objetivo, que las crisis bancarias no terminen en crisis soberanas y generen dudas sobre la permanencia en la misma del país que la sufre, lo que exige un cierto nivel de mutualización del riesgo bancario más allá de las fronteras nacionales. No es de extrañar pues que la puesta en marcha de un sistema europeo de resolución esté resultando un tema polémico.

La pieza central del marco de resolución europeo es el llamado «*bail-in*» por el que propietarios y acreedores bancarios deben soportar las pérdidas. Para asegurar el cumplimiento de este principio, una vez aprobadas la Directiva y el Reglamento de resolución y reestructuración bancarias (BRRD Y BRRR) comentados en el Anuario del año anterior, se trataba de (i) asegurar esa capacidad de asunción de pérdidas mediante el establecimiento de ratios regulatorios como el de la capacidad de absorción de pérdidas total (TLAC) para las entidades sistémicas y el mínimo requerido de pasivos exigibles (MREL); (ii) crear una Autoridad Europea de Resolución que garantice la igualdad de trato entre las entidades europeas y evite las ventajas y el proteccionismo nacional¹³, y (iii) concretar el nivel de mutualización necesario a través de la creación de un Fondo de Resolución Europeo. Es precisamente este último punto, y su corolario de la existencia de un respaldo público europeo, *fiscal backstop* en terminología al uso, el que más debate ha suscitado incluso, después de su aprobación, y donde el esquema adoptado ha resultado menos satisfactorio desde el punto de vista de la sostenibilidad de la unión monetaria¹⁴, como bien afirman los autores.

En enero de 2016, nacerá el Fondo Único de Resolución (FUR) que se nutrirá de las aportaciones de los bancos participantes hasta alcanzar un tamaño equivalente al 1% de los depósitos cubiertos de la Eurozona. La mutualización de las aportaciones de los ban-

¹³ Que esa Autoridad tenga su sede en Bruselas y no en Frankfurt no es una casualidad sino la manifestación más evidente de que la resolución tiene siempre un componente potencial de fondos públicos que requiere la participación y control de las autoridades políticas y una manera de garantizar la independencia de la misma respecto al BCE para asegurar la autonomía de las funciones de supervisión y resolución. En el caso europeo han pesado también, sin duda, las reticencias exhibidas por algunos países sobre el poder excesivo acumulado por el BCE en el nuevo esquema institucional de la UME.

¹⁴ Para un comentario crítico de las tareas pendientes ver Schoenmaker (2015).



cos será progresiva, en 8 años, aunque el grueso de la misma se producirá en los dos primeros cuando se alcanzará el 60% de las contribuciones. El FUR es una fuente secundaria de resolución y solo se utilizará cuando los acreedores del banco en cuestión hayan soportado pérdidas por un mínimo del 8% de los pasivos exigibles. En caso de que el FUR sea insuficiente, el fondo tiene un objetivo de €55.000m, se contemplan mecanismos adicionales como derramas de los propios bancos o incluso la emisión de deuda en el mercado. El acuerdo prevé que exista en última instancia un apoyo público, pero este punto no ha sido desarrollado todavía porque ha encontrado grandes resistencias, incluso legales pues hay quien piensa que es incompatible con los Tratados y con alguna Constitución nacional en la medida en que crea obligaciones contingentes sin previa aprobación parlamentaria. Con independencia de que dada la magnitud del FUR la probabilidad de que este apoyo público sea necesario es mínima, la existencia de *cisnes negros* es una de las lecciones de la actual crisis. Esta ausencia de *fiscal backstop* es el principal motivo de insatisfacción de analistas e inversores con el MUR e incluso una de las debilidades reconocidas en el Informe de los Cinco Presidentes.

El capítulo describe también el nuevo marco de resolución en España, pues en el típico esquema de subsidiariedad europeo, el primer pilar del nuevo sistema común lo compone la armonización de los marcos nacionales. Nuestro país ha adoptado un sistema bicéfalo, producto del cambiante equilibrio institucional entre el Banco de España, al que se le encomiendan las tareas preventivas plasmadas en la revisión del Plan de Recuperación que habrán de elaborar todas las entidades y en la elaboración del Plan de Resolución¹⁵, y el FROB, la Autoridad Española de Resolución, responsable de la resolución operativa de aquellas entidades que hayan entrado en resolución. Este complejo esquema se simplificará notablemente en 2016 con la entrada en funcionamiento de la Autoridad Europea de Resolución, que asumirá gran parte de las funciones preventivas hoy asignadas al Banco de España en todas las entidades sistémicas, que como es sabido representan en España alrededor del 90% del sistema bancario español.

La aplicación del principio del *bail-in* está resultando también compleja, especialmente en lo que afecta al tratamiento de la deuda senior. En la práctica se trata de asegurar legalmente que la deuda susceptible de absorber pérdidas está subordinada –estructural, contractual o estatutariamente– a todos los pasivos operacionales de la entidad. Y la manera en que esto se está haciendo varía entre los distintos países europeos, lo que introduce confusión al inversor y diferencias competitivas para las entidades, según su domiciliación, a la hora de cumplir con los nuevos requisitos de absorción de pérdidas como el TLAC o el MREL. Diferencias que son evidentes entre el modelo adoptado en España, donde la deuda senior puede o no según cada emisión tener prelación sobre los depósitos no garantizados, y en Alemania, donde la deuda senior está estatutariamente subordinada y es computable siempre como capital Tier3.

¹⁵ Un importante punto pendiente en la elaboración de estos planes para los bancos activos internacionalmente es que las Autoridades de Resolución reconozcan formalmente las diferencias de información necesarias para los bancos con modelos de resolución con múltiples puntos de entrada, cuya estructura internacional se basa en filiales autónomas y plenamente capitalizadas, y los que tiene un único punto de entrada que se despliega según el modelo de sucursales.



Los bancos europeos están pendientes de que la Autoridad de Resolución defina finalmente la cantidad, composición y distribución de los requisitos mínimos de pasivos exigibles en caso de resolución, el ratio regulatorio llamado MREL. Es un reto estratégico que puede determinar la estructura futura del sector bancario europeo. Para acertar, es importante conocer la estructura de pasivos de cada banco; entender la estrategia de resolución de cada entidad identificando con claridad en los planes de recuperación aquellas actividades que son críticas para la estabilidad financiera; definir con precisión qué instrumentos son computables respetando el principio de que ningún activo puede ser peor tratado en resolución que en liquidación; y finalmente establecer un período transitorio para que las entidades puedan cumplir sin penalizar en exceso la provisión de crédito a la economía.

La arquitectura final de la unión bancaria requiere de un esquema europeo de garantía de depósitos. Hecho al que se opone con vehemencia Alemania y otros países sobre la base de la inexistencia de una previa unión fiscal. Pero al margen de su dificultad constitucional y de que sea o no necesaria la reforma previa del Tratado, lo cierto es que es una necesidad técnica subrayada por analistas, académicos y *policy makers* desde hace años. Por eso, el capítulo describe con una cierta atención los requisitos de un esquema que funcione, los retos de su implantación y las distintas alternativas existentes.

Con posterioridad a la terminación del mismo, la Comisión Europea publicó el 24 de noviembre una propuesta normativa que recoge su plan de implementar progresivamente un marco común para la garantía de los depósitos bancarios en Europa (EDIS¹⁶). Los autores han accedido a preparar un PostScript que recoge las líneas fundamentales de la misma. La Comisión ha dibujado un esquema gradual de esquema europeo que empezaría como un sistema de reaseguros entre los fondos nacionales, para transformarse progresivamente en un coaseguro y desembocar finalmente, en 2024 para dar tiempo a que los países que no lo tienen pongan en marcha un sistema pre financiado, en un fondo europeo propiamente dicho. La propuesta de la Comisión es un paso necesario para completar la Unión Bancaria y mitigar los riesgos de fragmentación en la Eurozona asociados al círculo vicioso soberano-bancario. No obstante, la credibilidad de esta iniciativa se vería reforzada con la constitución de un *backstop* público a nivel europeo. Aún así, hay países que la consideran inaceptable, se oponen a cualquier intento de mutualización y federalización adicional y siguen insistiendo en un modelo de integración europea basado sólo en reglas comunes y responsabilidad nacional. Su posición sería mucho más comprensible, técnica y políticamente, si fueran capaces de articular con valentía una propuesta concreta de unión fiscal que se implementaría *pari passu* a cualquier mutualización adicional. Mientras no lo hagan, sonará a débil excusa, están dilapidando su capital político y poniendo en peligro todo el camino recorrido. Porque el arte del diseño institucional consiste precisamente en prepararse para lo peor y no en confiar en que haya pasado ya, por muy benignas que parezcan hoy las condiciones macroeconómicas y financieras.

Definido el camino hacia la unión bancaria, aunque no plenamente implementado, el próximo reto de la construcción europea en el terreno financiero es la unión del mer-

¹⁶ *European Deposit Insurance Scheme.*



cado de capitales (UMC). Por eso la Comisión Juncker ha establecido el objetivo UMC en su *Green Paper* de febrero y anunció en septiembre un plan de acción. Por eso y por las indudables ventajas que aportaría a Europa en términos de crecimiento y empleo, este Anuario incluye en el capítulo 6 un estudio del tema por Ignacio de la Torre, socio de Arcano. Las prioridades europeas son claras: promover la creación de mercados financieros eficientes y líquidos para la pymes, facilitar la inversión a largo plazo y el desarrollo del mercado de colocaciones privadas, relanzar el mercado de titulizaciones, eliminar las barreras internas a la movilidad de capitales y fomentar la inversión en fondos de *venture capital* para incentivar la modernización y el cambio tecnológico.

Las diferencias financieras con Estados Unidos son evidentes. Europa es una economía fuertemente bancarizada, el tamaño del sistema bancario triplica al PIB mientras que en EEUU es prácticamente el 100%, pero los mercados de capitales de deuda apenas suponen la quinta parte del PIB, mientras que en EEUU son también equivalentes a su PIB. Diferencias que para el autor explican en gran medida la rapidez con que estos han salido de la crisis y recuperado el crecimiento.

El capítulo ofrece una síntesis interesante de las ventajas de la unión del mercado de capitales: homogeneidad y capacidad de diversificación del riesgo, acceso a la financiación a más largo plazo, facilidad de acceso de las pymes al mercado mediante la extensión del mercado de bonos corporativos, la apertura del mercado de titulizaciones y la integración y rediseño de los mercados alternativos bursátiles. A estas ventajas el autor añade una tesis sugerente, la unión del mercado de capitales permitiría reconectar al Reino Unido con la Unión Europea, un punto sobre el que volveremos en su momento.

Pero subrayar la importancia del desarrollo de un amplio y líquido mercado de capitales europeo no supone minimizar las dificultades para su creación. Los desafíos son formidables. Primero, la existencia de múltiples jurisdicciones provoca un marco legal, regulatorio y fiscal sumamente heterogéneo que dificulta la estandarización de los productos financieros y su comercialización a escala europea. Segundo, la existencia de supervisores diferentes con prácticas y tradiciones supervisoras diferentes, y a veces hasta contradictorias, conlleva la fragmentación y la búsqueda de oportunidades para el arbitraje regulatorio no siempre eficientes ni seguras para emisores e inversores. Tercero, la coexistencia de normas contables internacionales para las grandes empresas con otras locales para las pymes, dificulta el análisis y la comparabilidad de los balances y cuentas de resultados. Cuarto, a mercados más pequeños corresponde un tamaño empresarial más reducido, lo que retroalimenta sus dificultades de acceso al mercado de capitales. Quinto, diferencias nacionales en la arquitectura operativa de los mercados encarecen los costes de transacción transfronteriza y disminuyen la liquidez. Además, y como se insiste adecuadamente en el texto, desarrollar un mercado de capitales transparente y eficiente está asociado necesariamente a elevar la cultura financiera de la población.

El resto del capítulo es una propuesta de plan de acción para hacer realidad la unión de mercado de capitales europea. Una propuesta que descansa en la necesidad de considerar las condiciones de oferentes de capital, los inversores, y de los demandantes, los emisores potenciales. Sin conseguir satisfacer ambas necesidades, si no resulta atractiva para ambos, es difícil que prospere la unión y que sea efectiva en mejorar los volúmenes de ahorro e inversión europeos. Los cambios en la infraestructura de los mercados que



la nueva regulación europea aspira a poner en marcha han de tener siempre presente este doble objetivo, además de contar con la participación de los creadores de mercado.

Pablo Hernández de Cos y Javier Pérez del Banco de España analizan en el capítulo 7 el camino que conduce de la reforma del Pacto de Estabilidad hacia la unión fiscal. No ha sido un camino lineal, ni siquiera el mapa de ruta estaba definido cuando se emprendió. Y permanecen posiciones diferentes sobre cuál es el destino final. Pero es indudable que la Unión ha reformado y reforzado considerablemente la coordinación, gobernanza y disciplina fiscal desde su formulación inicial en el Tratado Constitutivo de la Unión Europea y el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC). Que lo haya hecho con criterio, que se haya ido demasiado lejos o demasiado lento son cuestiones sobre las que intentan aportar algo de luz.

La crisis económica había puesto de manifiesto las fragilidades del marco institucional inicial de la UEM: el mecanismo de coordinación de políticas económicas no funcionó ni permitió impulsar las reformas estructurales deseables, el Pacto de Estabilidad y Crecimiento no fue capaz de impulsar un saneamiento sostenido de las cuentas públicas, la ausencia de mecanismos de gestión de crisis impidió dar una respuesta efectiva, en tiempo y forma, a la aparición de los primeros síntomas de la crisis y evitar su contagio. El reconocimiento de los fallos originales de diseño priorizó la revisión del marco de gobernanza fiscal¹⁷. La introducción de un conjunto sucesivo y no siempre bien armonizado de iniciativas legislativas (*Six-Pack*, Tratado de Estabilidad Gobernanza y Cooperación, el llamado *Fiscal Compact*, *Two-Pack*, y finalmente el Semestre Europeo) ha creado un marco fiscal completamente nuevo. Pero un marco confuso, contradictorio y desconocido para el gran público, e incluso para muchos expertos, lo que ha contribuido a restarle legitimidad y apoyo político.

En paralelo, la Eurozona ha venido trabajando en construir un marco de gestión de crisis, del que la política fiscal constituye un elemento determinante. Se crea así el Mecanismo Europeo de Estabilidad, MEDE o ESM en sus siglas inglesas, cuya función central es canalizar la asistencia financiera a los países de la Eurozona que la requieran, ayuda sujeta a una estricta condicionalidad. Pero en el diseño siempre complejo de la Unión, el MEDE no define de manera autónoma esta condicionalidad, lo que le convertiría en un auténtico Fondo Monetario Europeo, sino que es el resultado conjunto de la famosa Troika, la Comisión, el BCE y el FMI con la asistencia del MEDE. Un verdadero embrollo institucional que invita a problemas de coordinación, interpretación e implementación, y que solo contribuye a restar legitimidad a lo que ya de por sí es una tarea compleja, la aplicación de programas de apoyo de balanza de pagos, saneamiento bancario y ajuste estructural, como demuestra la experiencia del FMI.

Diversos factores pueden explicar, para los autores, la falta de efectividad del PEC, el núcleo de la disciplina fiscal en la UEM. Primero, en su vertiente preventiva se infraestimó el efecto positivo del ciclo sobre las finanzas públicas, permitiendo excesos de

¹⁷ Para el lector especialmente interesado, el Anuario del año 2014 contiene en su capítulo 7 una extensa y detallada revisión del proceso de reforma de la gobernanza fiscal en Eurozona y en la propia Unión Europea.



gasto en las expansiones. Segundo, se ignoraron completamente los límites de deuda a pesar de que son claves en la sostenibilidad de las cuentas públicas. Tercero, no se utilizaron los instrumentos de disciplina previstos, los incentivos y penalizaciones. Cuarto, los marcos presupuestarios nacionales no recogieron en muchos casos las obligaciones del PEC. Y quinto, la calidad y disponibilidad a tiempo de las estadísticas nacionales dejó mucho que desear. La reforma reciente del PEC pretende responder a estas debilidades: (i) refuerza el brazo preventivo con un límite de gasto, (ii) concede a la Comisión la capacidad de evaluación previa de los presupuestos nacionales, (iii) otorga mayor relevancia al criterio de deuda en el brazo correctivo, (iv) permite a la Comisión mejor y más puntual información fiscal, (v) refuerza el sistema de sanciones y aumenta su automatismo, (vi) obliga a trasladar a la legislación nacional los compromisos fiscales asumidos a escala europea, y (vii) introduce un nuevo agente en el proceso presupuestario, las Autoridades Fiscales Independientes, en nuestro caso la AIREF¹⁸, que operan bajo el criterio de «cumplir o explicar» para sus recomendaciones.

Unos desarrollos institucionales conocidos, porque nada nuevo realmente ha sucedido en materia de gobernanza fiscal este año, y sobre los que existe una «valoración general que se necesitan cambios de mayor calado», como reconocen los propios autores. En este contexto surge el Informe de los Cinco Presidentes y la Comunicación de la Comisión en octubre 2015. A nuestros efectos, el Informe subraya la necesidad de avanzar hacia «una unión presupuestaria que proporcione sostenibilidad y estabilización presupuestaria». Un objetivo concreto y ambicioso que supone, en mi opinión, la necesidad de dotar a la Unión de mecanismos efectivos de disciplina para asegurar la sostenibilidad y también de un presupuesto europeo de estabilización suficiente, o de unas facilidades financieras suficientes pues podría aún encargarse esta función al MEDE. Nótese también un sutil cambio terminológico, para evitar quedar enredado en el debate sobre la armonización u homogeneización tributaria, la hasta ahora unión fiscal se define más estrictamente como Unión Presupuestaria.

Para avanzar en esta Unión Presupuestaria, el Informe propone una hoja de ruta concreta con plazos largos aunque específicos: (i) un Consejo Fiscal Europeo Consultivo, que proporcionaría análisis fiscal independiente a escala europea, (ii) una función común de estabilización macroeconómica, para cuya justificación se usa el Fondo Europeo de Inversiones Estratégicas, el llamado popularmente Plan Juncker y sobre el que precisamente por su importancia incluimos un apéndice específico, y (iii) un Tesoro de la Eurozona que se enmarca en lo que el Informe llama la Unión Política y cuyas funciones no se especifican.

Las propuestas sobre la Unión Presupuestaria se completan con mayor detalle en la citada Comunicación de la Comisión en octubre. Pide un debate específico en el Eurogrupo sobre el tono de la política fiscal, *fiscal stance*, en la Eurozona. Apoya la creación de un Consejo Fiscal Europeo para evaluar la aplicación del marco de disciplina fiscal de la Eurozona y lograr una política fiscal adecuada para la Eurozona en su conjun-

¹⁸ Para un análisis detallado de la creación de la Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal española ver el capítulo correspondiente del Anuario 2014.



to. Un Consejo de cinco miembros que sería formalmente independiente, aunque dependería funcionalmente de la Comisión y no del Consejo. Este último aspecto ha resultado particularmente polémico y puede retrasar la aprobación de todo el paquete, porque supone un paso más de la Comisión en su intento por recuperar el protagonismo perdido ante el Consejo, lo que es coherente con su idea de constituirse en el verdadero gobierno del área euro. El problema es que mientras no se cambien los Tratados, carece de la legitimidad democrática, que reside en el Consejo. Pero es interesante que como resultado de los avances en la unión presupuestaria y fiscal, se acabe hablando de unión política, pues ya estamos en la UEM tocando el núcleo duro de la soberanía de los Estados. Si queremos seguir avanzando, la reforma de los Tratados se me antoja como inevitable a un plazo más corto de lo que muchos desearían.

Ciñéndonos al nuevo marco de gobernanza fiscal en la UEM, es interesante quedarse con las conclusiones de nuestros autores, tras resaltar lo que supone de correcto avance. Primero, el nuevo marco es más complejo y menos transparente que el anterior lo que dificulta su aceptación. Segundo, aumenta la discrecionalidad en su aplicación por lo que dependerá de cómo se aplique por la Comisión y el Consejo. Tercero, contiene directrices demasiado genéricas que pueden crear problemas a la hora de la trasposición nacional. Y concluyen concurriendo con una idea que venimos destacando en este Anuario desde su primera edición, debería acometerse una reforma más profunda del marco fiscal que además de una simplificación profunda le dotase de mayor automatismo en su aplicación. Además, la mayor limitación de la nueva gobernanza fiscal reside en que se encuentra alejada de una verdadera Unión Fiscal pues no cuenta con un presupuesto común europeo suficientemente potente ni con emisiones de deuda compartidas. En definitiva, afrontar una unión fiscal verdadera exigirá introducir nuevos elementos de disciplina e incluso la posibilidad de pérdida de soberanía en casos extremos. Solo así se disolverán las resistencias a compartir riesgos. Por cierto, un proceso no muy distinto de disciplina fiscal y mutualización del que ha seguido la España de las Autonomías con el Fondo de Liquidez Autonómica y el Fondo de Proveedores tras la reforma de la Ley de Estabilidad Presupuestaria.

Dada la importancia del Plan Juncker, le pedimos a Román Escolano, vicepresidente del Banco Europeo de Inversiones (BEI) y una de las instituciones protagonistas en su aplicación, que nos ayudase a explicarlo. Surge así el apéndice que aparece como capítulo 8. El presidente de la Comisión Europea incluyó la necesidad de fomentar inversiones y mejorar la competitividad de la UE entre las prioridades de su agenda política a través del «Plan de Inversiones para Europa». El objetivo de dicho Plan es movilizar un volumen de inversiones adicionales por un valor conjunto de 315.000 millones de euros. La clave está en la adicionalidad. El instrumento principal es el Fondo Europeo de Inversiones Estratégicas, o EFSI usando las siglas en inglés. Consiste en un apunte contable, sin personalidad jurídica propia, por un total de 21.000 millones de euros; cuantía que resulta de sunar una garantía de 16.000 millones del presupuesto comunitario y 5.000 millones de dotación propia del BEI. EFSI es una garantía de primera pérdida para cubrir el riesgo de crédito de una cartera de financiación adicional que el BEI espera generar en los próximos tres años por un valor total de unos 60.000 millones de euros. Con esta dotación de 21.000 millones de euros, y la subsecuente financiación BEI por unos 60.000 millones, el objetivo de EFSI es movilizar inversiones por el valor ya indicado de 315.000 millones de euros.



La regulación de EFSI no se aprobó hasta julio de 2015. La arquitectura institucional y el gobierno corporativo de EFSI no están todavía plenamente definidos. Pero el BEI ha querido ser proactivo en su implementación y ha estado pre-aprobando préstamos en el marco del EFSI desde abril de 2015. Las operaciones aprobadas van desde la Innovación y Desarrollo en la industria farmacéutica a la asistencia sanitaria; desde la energía renovable y la eficiencia energética a las infraestructuras estratégicas, albergando tanto grandes proyectos como pequeños planes de inversión de pymes, de los que se espera puedan beneficiarse más de 65.000. Que al actuar asuma pérdidas es una consecuencia inevitable.

Se trata, en mi opinión, de una iniciativa interesante para movilizar inversiones a precios atractivos apalancándose en la capacidad de fondeo del BEI y en su privilegiado *rating*. Pero no pude sustituir la creación de una auténtica capacidad de estabilización de la Eurozona. Es más bien un fondo extraordinario de inversiones para hacer frente a la debilidad de la misma en Europa, una especie de Plan Marshall autofinanciado, que recurre a una inteligente ingeniería financiera para solucionar un problema puntual. Pero es también un buen ejemplo de las dificultades de la Eurozona para tener política fiscal propia, y de la creación de mecanismos ad-hoc para posponer el inevitable avance hacia la Unión Fiscal.

Las vicisitudes de Grecia para compatibilizar sus obligaciones en el marco de la Unión Monetaria con la realidad política han marcado el año 2015 europeo. Por eso les pedimos a José Manuel Amor y Víctor Echevarría de Analistas Financieros Internacionales, AFI, en el capítulo 9 de este Anuario, una evaluación de la crisis griega y del papel de las instituciones europeas en la misma. Contiene una cronología de la crisis griega desde sus orígenes allá en el ya lejano 2008 que resulta muy ilustrativa para entender la situación a la que se llegó en el verano de 2015. Y de las distintas interpretaciones que de la misma hacen los autores y que resumen en dos visiones encontradas, interna o externa de los problemas griegos.

Los defensores del origen interno de la crisis apuntan que la causa principal de la insostenibilidad de las cuentas públicas griegas radica en las políticas populistas e irresponsables del pasado inmediato, y en particular a su incapacidad para resolver los profundos problemas estructurales de la economía griega. A lo que yo añadiría un punto fundamental, el desconocimiento, consciente o inconsciente, de las obligaciones económicas que impone la entrada voluntaria en una unión monetaria y la renuncia al tipo de cambio como mecanismo de ajuste, a una economía que había hecho de la política cambiaria su principal instrumento. Esta versión, añaden, supone aceptar las recetas de los acreedores. Recetas que luego descartan rápidamente al comentar el error de confiar en la consolidación fiscal como palanca de crecimiento. Demasiado rápidamente, en mi opinión, porque prefieren minusvalorar el negativo impacto en la confianza de los inversores, y por tanto en las posibilidades de recuperación de la inversión y el crecimiento, que han supuesto los continuos incumplimientos de los compromisos acordados y la utilización de estrategias de negociación agresivas llegando a la descalificación de los obligados interlocutores.

Los defensores del origen externo comparten la narrativa de la izquierda griega. Narrativa que resumen en cuatro tesis: (i) la carga de la deuda ya era insostenible para



la sociedad al comienzo de la crisis y la austeridad solo agravó los problemas humanitarios; (ii) los programas iniciales de ajuste fueron un fracaso porque la mayor parte del dinero se destinó a pagar a los acreedores internacionales; (iii) la situación se consideró equivocadamente desde el inicio como un problema de liquidez y no como lo que era un problema de solvencia; y (iv) los problemas de diseño institucional de la Eurozona y en concreto la ausencia de mecanismos internos de estabilización automática. Amor y Echevarría comparten esencialmente esta última narrativa y sostienen que la única esperanza de recuperación para la economía griega, e implícitamente para los países periféricos con problemas similares como Portugal o Irlanda aunque sobre esto no se pronuncian, es una reducción significativa de la deuda externa, una quita de deuda.

Como bien saben los lectores de este Anuario, la aportación del resumen ejecutivo ha sido siempre ofrecer mi interpretación personal de las contribuciones de los distintos autores, subrayando sus conclusiones y comentándolas críticamente, con los matices o discrepancias que considero relevantes para que el lector pueda formarse su propia opinión. Pienso que así se cumple mejor la función de divulgación que nos hemos propuesto, especialmente en un tema complejo y particularmente significativo como éste. Por esa razón no me resisto a discrepar de los autores, como lo he hecho en privado durante la redacción de su artículo. Discusiones de las que espero se beneficie el lector tanto como nos hemos beneficiado nosotros.

Permítanme por tanto que comente aquí críticamente la tesis del origen externo, con relativa brevedad. Primero, insistir en la insoportable carga de la deuda supone ignorar que los programas de ajuste, todos desde el primero, incluyeron medidas de alivio de la deuda. Medidas que tradicionalmente comprenden extensiones de plazo, reducciones de tipos o moratorias de pagos de amortización o intereses. Adicionalmente el segundo programa de rescate incluyó específicamente, como se cuenta en el capítulo, una restructuración de la deuda con los acreedores privados, como consecuencia de la cual los principales acreedores griegos son hoy, el FMI, el BCE, la Comisión Europea y los gobiernos de la Eurozona, algunos por cierto con renta per cápita inferior a la griega. Resultado de esta restructuración, el servicio de la deuda en términos del PIB es hoy inferior en Grecia que en muchos países europeos incluidos otros con programas en vigor. Hablar de quita en este contexto supone reclamar una transferencia de renta desde los contribuyentes europeos a los griegos. Y supone cuestionar el status de acreedor preferente de las instituciones multilaterales y del BCE, lo que quizás habrá que hacer, pero requiere un estudio detallado y riguroso, como veremos en el próximo capítulo, por los efectos colaterales sobre el sistema financiero en su conjunto.

Los programas de rescate implican siempre que parte importante del dinero se destina a pagar a los acreedores privados. Porque sólo así están dispuestos a volver a invertir en el país. Esa ha sido la lógica, hasta ahora, de todos los programas de ajuste estructural que lleva implementando el FMI desde su creación. Cosa distinta es si se trata de cambiar el paradigma de la quiebras soberanas y se pretende sustituirlo por uno de ayudas concesionales y subsidios. En cuyo caso hay países con más argumentos que Grecia. Pero lo que habría que plantearse, insisto, es por qué no volvieron esos capitales, como sí lo hicieron en episodios de ajuste en México, Corea o Indonesia, Portugal o Irlanda; por qué los sucesivos gobiernos griegos perdieron todas las oportunidades de recuperar



la confianza de los inversores. Por último, siendo cierto que la unión monetaria carece de una facilidad de estabilización automática, como no nos hemos cansado de reclamar en este Anuario desde su primera edición, no lo es menos que desde 2010 lleva avanzando en completar el diseño institucional de la Unión hasta el punto que es obvio que sin el MEDE, el MUS o el ELA ya comentados, Grecia hace tiempo que hubiera sido arrojada extramuros del euro y obligada a crear su propia moneda. Como lo es que sin esa facilidad estabilizadora, sin perdón de la deuda pero con mayores ajustes fiscales, otros países en crisis como Portugal o Irlanda, han recuperado el crecimiento, y la creación de empleo.

El capítulo de Amor y Echevarría concluye reclamando como condición necesaria para la estabilidad de Grecia y de toda la Unión, una quita de la deuda soberana y un cambio en la filosofía de los programas de rescate para que incorporen más medias de estímulo y reactivación económica. Una petición que no es nueva, pues ha estado presente en el debate público interno en todos los países que han tenido que acudir al FMI. Quizás tienen razón aquellos economistas en los países emergentes que insisten en que solo ahora que los países OCDE están sufriendo su propia medicina se están dando cuenta de sus errores. Pero pienso más bien que la cuestión principal de todo programa de ajuste sigue siendo la misma, la medición de la brecha de financiación y la estimación de la disponibilidad de recursos para cerrarla. Si hay disponibilidad de fondos, si los países europeos están dispuestos a subsidiar aún más a Grecia, el ajuste interno será menor. Si los griegos demostraran más voluntad de cooperación con sus acreedores, a los que quieren convertir en donantes forzosos, si fueran capaces de cumplir razonablemente y sin más retrasos con los compromisos de reforma estructural asumidos desde el primer programa, habría más alivio de deuda, como no se cansa de repetir la Troika. Porque no hay alternativa a la mezcla de financiación externa y ajuste interno para salir de una crisis de deuda. Como han demostrado los casos de ajuste con éxito en la propia Europa.

El debate sobre la restructuración de la deuda europea es el tema específico del capítulo 10 del Anuario, obra de Ángel Ubide del *Peterson Institute for International Economics*. Nos ha parecido oportuno encargar el estudio de este tema a alguien que siendo buen conocedor del mismo pudiese aportar una perspectiva internacional que permita una aproximación sistémica más allá del debate europeo. La deuda soberana en los países desarrollados ha alcanzado máximos históricos, como resultado de la combinación de los estabilizadores automáticos, políticas fiscales discrecionales anti cíclicas, errores de política económica, rescates del sistema financiero y bajas tasas de crecimiento. En el caso europeo la imperfección de la infraestructura institucional de la unión monetaria ha agravado el problema. Mirando hacia el futuro, los elevados niveles de endeudamiento, 93% del PIB como media ponderada en la Eurozona, significan un lastre adicional al crecimiento y aumentan la vulnerabilidad cíclica de las economías afectadas. No es pues de extrañar que se multipliquen las propuestas para adoptar un sistema de restructuración ordenada de deuda soberana¹⁹ y los supervisores sugieran la aplicación de ponderacio-

¹⁹ Algo que ya sucedió tras la crisis latinoamericana y asiática cuando el FMI propuso adoptar un Mecanismo de Restructuración de Deuda Soberana, más conocido por sus siglas inglesas, SDRM. Mecanismo que tras intenso debate académico, político y en la industria, no fue aprobado, fundamen-



nes positivas del riesgo soberano a las tenencias de deuda de las entidades financieras y propongan limitar la exposición geográfica en la deuda soberana.

Este capítulo propone un enfoque alternativo, consistente en la gestión activa de los flujos del servicio de la deuda futura para avanzar hacia la Unión Fiscal. La idea persigue minimizar los riesgos de refinanciación, *rollover risks*, y la eventualidad de una repentina sequía en los flujos de capital hacia los países que se consideren especialmente endeudados al mismo tiempo que mantiene la disciplina de mercado y elimina el riesgo moral.

La sostenibilidad de la deuda se ha convertido en un indicador fundamental de todo programa de ayuda externa, bien sean los típicos del FMI que ha hecho de la evaluación de una elevada probabilidad de sostenibilidad una condición necesaria para su participación como de la Troika europea. Pero la sostenibilidad es un concepto indefinido, incuantificable. Los países con política monetaria propia siempre pueden imprimir dinero para licuar y pagar así sus deudas. Por lo tanto la sostenibilidad coincide con su voluntad de pago, con la capacidad política para realizar los ajustes internos necesarios. Con lo que la sostenibilidad se convierte en una decisión política, y su medición en un ejercicio discrecional extra económico, cuánto ajuste interno son capaces de aguantar. Lo que plantea inevitables problemas de equidad horizontal, de comparabilidad internacional y de riesgo moral, por cuanto los países más hostiles a la economía de mercado, con menor cultura de pago, serían los menos sostenibles y por tanto los más susceptibles de necesitar quitas de deuda. En el seno de la unión monetaria europea evaluar la sostenibilidad se complica aún más, pues requiere un juicio previo sobre si están endeudados en moneda extranjera o local, sobre la probabilidad de que se vean forzados o decidan voluntariamente abandonar el euro.

La ecuación básica de la dinámica de la deuda es conocida. Hace dependerla sostenibilidad del balance entre el superávit primario, la tasa de crecimiento y el nivel de los tipos de interés. El autor presenta un ejercicio sencillo de esta ecuación para ilustrar la sensibilidad de la sostenibilidad de la deuda europea ante escenarios alternativos. Demuestra que la Eurozona es muy sensible a un shock negativo de tipos de interés, lo que quizás ayuda a explicar la política monetaria del BCE aun siendo perfectamente consciente de sus costes, o a una nueva recesión, como hemos podido comprobar este año en Grecia.

El marco institucional de la gobernanza económica y fiscal de la Eurozona ha mejorado considerablemente desde el estallido de la crisis. Pero para Ubide, el problema fundamental permanece: la incapacidad para emitir deuda conjunta, para integrar la capacidad fiscal, para poner en marcha un Tesoro de la Eurozona. Tras repasar las distintas propuestas académicas para emitir deuda europea con responsabilidad conjunta, los *ESBies*, *el redemption fund*, *los blue and red bonds*, *los eurobills* o *el PADRE* entre otros, el autor defiende su propia alternativa. Para él, la clave del problema de deuda europea es que en su inmensa mayoría está en manos de residentes en la Eurozona -agentes públicos,

talmente porque se consideró entonces que supondría un deterioro significativo del acceso a la financiación externa, y de las condiciones de la misma, de los países potencialmente débiles, que en esos años eran todos economías emergentes, pues la posibilidad de que afectase un país de la OCDE nunca fue contemplada.



instituciones financieras o inversores privados. Como además, una parte importante está en manos del BCE, la quita que habría de sufrir el sector privado sería inmensa, agravando la recesión, salvo que el emisor participase en la operación, lo que supondría incumplir el Tratado que prohíbe explícitamente la financiación monetaria del déficit. Por otra parte, la imposición de límites a las tenencias de bonos públicos en las carteras de las entidades financieras o la ponderación del riesgo soberano, una posibilidad real que el BCE en su vertiente supervisora parece decidido a implementar, es considerada especialmente problemática, pues «no solo aumentaría los costes de financiación de los Tesoros ya débiles sino que reintroduciría el riesgo de ruptura y de redenominación».

El Informe de los Cinco Presidentes identifica tres principios esenciales de la función estabilizadora de la Unión Fiscal europea: (i) no puede dar lugar a transferencias permanentes; (ii) debe incentivar una prudente gestión fiscal nacional; (iii) y debe disminuir la vulnerabilidad de la Eurozona en su conjunto y de los distintos Estados miembros. En síntesis, toda propuesta de fondo de estabilización para la UEM ha de combinar elementos de emisión conjunta de deuda con incentivos para asegurar la disciplina nacional. El autor de este capítulo propone emitir unos Bonos de Estabilización en todo el espectro de duraciones que financiarían hasta el 25% del PIB nacional y serían respaldados por ingresos fiscales compartidos o un nuevo impuesto europeo. Tendrían *seniority* sobre la deuda nacional y se utilizarían para financiar los presupuestos nacionales, aunque podrían también aplicarse a un programa de inversión europeo para evitar el sesgo contractivo actual del pulso fiscal europeo. Ambos, los bonos de estabilización europeos y los nacionales serían descontables en el BCE y elegibles para su política de expansión cuantitativa. El autor está muy seguro que supondría una disminución del coste medio de la deuda para los países europeos, aunque supondrían un encarecimiento marginal de los bonos nacionales. Este es un supuesto crucial pues existe el peligro de que los inversores reaccionen considerando que la solidaridad europea, que los mecanismos implícitos pero hasta ahora efectivos de mutualización, quede limitada a ese 25% del PIB y cualquier exceso sea considerado potencialmente como bono basura, altamente susceptible de *default* en países con Tesoros débiles. La propuesta tampoco detalla quien sería la autoridad europea encargada de su emisión ni los criterios que habría de seguir, con lo que evita verse envuelto en el complejo debate institucional europeo entre el MEDE y el Eurogrupo. En cualquier caso se trata de una propuesta interesante, una más que alentada por el Informe de los Cinco Presidentes busca dotar de capacidad de estabilización a la unión monetaria y avanzar hacia la unión fiscal.

El libro se cierra con unas reflexiones más políticas sobre el estado de la Unión. Porque como queda dicho, la unión monetaria europea es un proyecto político y no solo económico ni financiero. En este caso hemos incluido dos artículos muy distintos. El primero en el capítulo 11 del anuario se estudia la unión monetaria vista desde la perspectiva de las economías emergentes porque Europa siempre ha aspirado a ejercer un *soft power* global, a convertirse en un ejemplo de estabilidad y un elemento de referencia para futuras integraciones en otras áreas del mundo. El segundo, en el capítulo 12, se analiza el referéndum británico sobre su pertenencia a la Unión Europea porque pensamos que es el reto político más importante al que se enfrenta la UE y no deja de ser paradójico que la unión monetaria pensada para avanzar en la integración política euro-



pea, «Europa se hará por la moneda o no se hará» como proclamaba Delors, se haya convertido en la espoleta que puede provocar la implosión de la Unión.

Alicia García Herrero, de Bruegel, y David Martínez Turégano, del Banco de España, evalúan desde la experiencia europea las condiciones de integración en dos de los procesos integradores más prometedores en el mundo emergente, la Asociación de Naciones del Sudeste Asiático, la ASEAN, y la recién creada Alianza del Pacífico. Para el lector europeo, no especialmente familiarizado en estas cuestiones, empiezan describiendo el grado de integración vigente en ambos y sus objetivos inmediatos. Repasan luego el grado de convergencia nominal y real alcanzados así como el potencial para hacer frente a choques exógenos, una de las principales debilidades puestas de manifiesto en el diseño original de la UEM. No es cuestión de describir aquí la integración en Asia Pacífico pero sí quisiera animar al lector a la consulta de este artículo pues Europa peca en exceso de eurocentrismo y gran parte de los problemas europeos actuales son consecuencia de ello. Medido por el peso de las relaciones comerciales, el indicador más usual, la integración en ASEAN es del 25% y en la Alianza del Pacífico apenas del 5%, frente al 45% de la UEM, lo que da una idea del camino por recorrer. En cuanto a la integración financiera en Asean es del 15% y del 3% en el Pacífico, frente a un 55% de la UEM. Sin embargo, curiosamente, los movimientos migratorios entre países miembros son superiores en esas zonas, alcanzando cotas del 55% en ASEAN frente al 30% en la UEM, aunque estas cifras esconden el peso total de los emigrantes en la población y en el caso de la unión monetaria están penalizadas por la no pertenencia a la misma del Reino Unido, destino principal de la emigración intra europea.

Aplicando los criterios de convergencia nominal definidos en el Tratado de Maastricht a la integración asiática y comparándolos con la situación europea antes del euro, se observa una heterogeneidad no muy superior, lo que no parecería un argumento por sí solo para aconsejar o desaconsejar la integración monetaria. Además, si de los insuficientes niveles de convergencia real en la UEM se han derivado efectos nocivos de la política única, habría al menos que mostrar las mismas cautelas en el caso de la Alianza del Pacífico, a la vez que las enormes diferencias existentes alejan claramente a ASEAN de un área monetaria óptima. Las divergencias reales dentro de ambas áreas de integración asiática, a pesar de algunos progresos recientes, son muy importantes en materia de condiciones competitivas y estructuras productivas resultando en sensibilidades muy diferentes ante choques exógenos, que se maximizan en el caso de economías exportadoras de materias primas. Adicionalmente, la escasa profundidad de sus mercados financieros y la elevada dependencia en moneda extranjera de algunos serían obstáculos importantes, casi infranqueables, para la implementación de una política monetaria única y para la estabilidad de sus sistemas financieros en ausencia de una auténtica mutualización de riesgos desde el inicio. Pero estos obstáculos no son impedimento para que tanto la ASEAN como la Alianza del Pacífico continúen progresando en muchas otras áreas de integración de las que sí se derivarían mejoras de bienestar. Como estamos aprendiendo los europeos, una unión monetaria exitosa supone un compromiso de unión bancaria, financiera, fiscal y económica que requiere la voluntad de construir una unión política. Cualquier otra interpretación es y será una fuente de problemas. Y no cabe confiar en que por sí sola ponga en marcha fuerzas centrípetas que empujen en la dirección deseada, una unión monetaria no crea por desarrollo endógeno un área monetaria óptima.



Phillip Souta, director de *Public Policy* de Clifford Chance, analiza en el capítulo 12 y último del Anuario el caso de una eventual salida del Reino Unido (RU) de la Unión Europea. De su lectura se obtiene una inequívoca conclusión más allá de cualquier posición o prejuicio político previo que uno pueda tener sobre la conveniencia o no de tal decisión. Una eventual salida del Reino Unido de Europa le empuja irremediablemente a un largo período de incertidumbre y vacío legal de consecuencias imprevisibles. Tal es el grado de integración real que ha supuesto la pertenencia de Gran Bretaña a la Unión desde 1973 que gran parte de la legislación mercantil, tributaria, laboral, de defensa de la competencia y protección del consumidor y por supuesto comercial, británica encuentra su fundamento legal en la legislación comunitaria. ¿Mantendrían los Tribunales británicos la validez de esa legislación? Inseguridad jurídica que no puede dejar de tener consecuencias económicas y que concentraría la actividad política, parlamentaria y judicial británica durante varias legislaturas.

El capítulo comienza definiendo el status actual del Reino Unido en la Unión Europea, status que se caracteriza por ser miembro de pleno derecho a la vez que ha conseguido por ley excluirse voluntariamente, *opt-out*, de áreas como la moneda única, las fronteras interiores, *Schengen*, y varios temas de justicia, interior y seguridad. Un status que se compara luego con las posibles alternativas existentes. Un ejercicio especialmente interesante para el lector español porque pone de manifiesto la debilidad programática de la campaña del no, una campaña negativa que se limita a pedir la salida y condenar a Europa, pero no define el status posterior. Probablemente porque al hacerlo perdería gran parte de su atractivo casi místico. Souta define cuatro escenarios posibles, que concreta en casos reales: el modelo noruego, suizo, turco y una relación puramente bilateral.

El modelo noruego es en realidad una vuelta a la situación previa a la adhesión y supone la permanencia del Reino Unido en el área Económica Europea (EEA) y en el Área Europa de Libre Comercio (EFTA). Cabe recordar que es un equilibrio institucional que la propia Gran Bretaña rechazó ya por insuficiente. Porque implica que siguen vigentes gran parte de las supuestas injerencias continentales en la forma de vida británica –en empleo, medio ambiente, protección del consumidor y el inversor, competencia, ayudas de Estado, etc.– mientras que el RU perdería su derecho de voto en el Consejo, su puesto en la Comisión y su capacidad de influir y enmendar una legislación que le vendría unilateralmente impuesta, con una obvia preocupación especial en la unión del mercado de capitales.

El modelo suizo supone una relación con la UE basada en acuerdos bilaterales sectoriales caso a caso. Una relación que la Comisión ya ha considerado insatisfactoria y que necesita ser superada; que no es una solución permanente por lo que parece difícil que pueda ser aceptada para el RU. Máxime cuando la UE ha insistido en un caso casi anecdótico como el helvético que las cuatro libertades constitutivas de la Unión –mercancías, servicios, capitales y personas– son inseparables y que el «*dumping* social» es incompatible con el acceso al mercado europeo.

El modelo turco, una simple unión aduanera, limita las relaciones con la UE a un acuerdo de libertad de comercio de mercancías con la obligación de aceptar unilateralmente la tarifa exterior común y la normativa de ayudas de Estado. El RU perdería el derecho a ofrecer servicios, incluidos los financieros, en igualdad de condiciones con



cualquier otro país miembro. Un acuerdo semejante es más una amenaza, y una baza de negociación de la UE, que una posibilidad real para el RU. Lo que nos lleva al escenario de salida completa y a la compleja negociación de un acuerdo bilateral de comercio entre Gran Bretaña y la Unión Europea. Un horizonte de resultado imprevisible, donde no se deben minusvalorar las consecuencias de un distanciamiento político y humano considerable, y donde la fuerza negociadora, el interés, la urgencia y hasta la necesidad del acuerdo no están distribuidos equitativamente entre las partes. Europa será peor, menos libre y menos próspera sin el RU, sin duda. Pero ha estado muchos años sin él. El Reino Unido será un socio internacional menor sin el atractivo de su pertenencia a la UE, sus ventajas de localización se difuminan grandemente y su marco legal y regulatorio, hoy uno de sus principales activos, puede convertirse en una rémora, en un obstáculo, si se aparta sustancialmente del europeo. El balance económico es incuestionable.

3. EL INFORME DE LOS CINCO PRESIDENTES Y LAS DIEZ LECCIONES EUROPEAS DEL AÑO

Como ya viene siendo tradicional, desde el primer análisis del euro para la Fundación de Estudios Financieros nos propusimos concluir con un decálogo de lecciones europeas. Su objetivo es sintetizar de una manera sencilla las diez tareas que consideramos más importantes para seguir avanzando en la consolidación de la unión monetaria y por lo tanto en su irreversibilidad. Pero también en su aceptación y legitimidad popular, pues como todo proceso político solo será duradera si los ciudadanos europeos se sienten partícipes y propietarios de la misma, si sienten su utilidad, si reconocen sus beneficios. A continuación resumimos las diez lecciones de este año.

Primera, el euro sigue consolidándose como divisa regional y como moneda de reserva internacional. Pero no va a sustituir al dólar pues el uso de una moneda como divisa de reserva depende de múltiples factores económicos, políticos, institucionales y estratégicos y es muy inercial. Además la utilización de la divisa china, el renminbi, solo puede aumentar a corto plazo como consecuencia de su inclusión en la cesta de Derechos Especiales de Giro del FMI y de la progresiva liberalización de la cuenta de capitales. En esas condiciones, un reto razonable para el euro es no perder cuota en el comercio, lo que ya de por sí es ambicioso teniendo en cuenta que los intercambios de la Eurozona sí lo hacen, y aumentar ligeramente su cuota en las transacciones financieras y como depósito de reserva, lo que depende de la percepción de su estabilidad y de la continuidad de la Unión.

Segunda, todos los indicadores de fragmentación financiera en la unión monetaria, tanto los de precio como los de volumen, han mejorado en el último año, a pesar de los episodios de inestabilidad vividos en el contexto de la crisis griega. Además las mejoras han sido especialmente significativas en segmentos de mercados especialmente importantes para España como los mercados minoristas. Pero los niveles de integración quedan todavía lejos de los alcanzados con anterioridad a 2008. Lo que indica que el cambio en el comportamiento de los agentes ha sido muy duradero, especialmente su creciente aversión al riesgo y su sesgo doméstico. Sus expectativas han cambiado de forma persistente, quizás también inducidas por un distanciamiento del proceso de integración



europaea y por las reticencias exhibidas por algunos de sus tradicionales impulsores. Para avanzar en la integración financiera europea es necesario romper la inercia conformista y despejar las dudas pendientes sobre el estadio final de la mutualización de la deuda bancaria y soberana en Europa y avanzar decididamente hacia la unión fiscal y de los mercados de capitales. Para el año 2016, el resultado de la discusión sobre el fondo europeo de resolución y el seguro de depósitos bancarios y la aceptación final de la propuesta de la Comisión, que ya de por sí no es especialmente ambiciosa, parecen condición necesaria para superar los niveles de integración actuales.

Tercera, la extraordinaria política monetaria del BCE ha sido un éxito. Pero es una política extraordinaria, de emergencia. Ha evitado la implosión tras la crisis de la deuda y ha suplido parcialmente las carencias institucionales en el diseño de la unión monetaria. Pero lo ha hecho a costa de conceder al Banco Central Europeo un protagonismo peligroso, forzándole a adoptar decisiones cuasi fiscales y situándole en el centro de la controversia, lo que puede afectar a su independencia. Si esta política monetaria tan heterodoxa se alargase demasiado en el tiempo, corre el riesgo de generar incentivos perversos, aplazando el inevitable desapalancamiento de agentes públicos y privados, familias y empresas, -Europa está excesivamente endeudada- y retrasando las reformas estructurales que puedan hacer crecer su productividad. Por este motivo, el reto fundamental del BCE es ahora preparar la salida de una política de tipos cero y liquidez garantizada con especial sensibilidad a los impactos negativos en el sistema financiero. Impactos que aumentan como consecuencia de una política regulatoria y prudencial que parece poco consistente con el momento cíclico de Europa.

Cuarta, la adopción por el BCE de la supervisión bancaria ha constituido un éxito incuestionable. En muy poco tiempo ha puesto en funcionamiento un equipo, un esquema y una metodología de supervisión a escala europea, que si bien no han acabado con las excepciones regulatorias nacionales, han unificado considerablemente las reglas de juego y aumentado la comparabilidad de los balances y resultados bancarios. Ha supuesto un cambio cultural muy importante en muchos mercados y una ingente carga de trabajo para las entidades financieras que han tenido que adaptarse a esquemas conceptuales de supervisión muy diferentes a los tradicionales. Pero el ritmo de cambio regulatorio es excesivo. Las entidades necesitan estabilidad para planificar y tomar decisiones estratégicas de capital, gobernanza y modelos de negocio. Al mismo tiempo, el nuevo modelo supervisor ha aumentado la discrecionalidad del supervisor; discrecionalidad que ha de venir acompañada de transparencia y previsibilidad, de *accountability*. El BCE como supervisor se enfrenta al mismo problema de legitimidad que como autoridad monetaria. Pero no está claro que sea aún plenamente consciente.

Quinta, la unión bancaria necesita un mecanismo único y un fondo europeo de resolución funcionales y eficaces. Su ausencia ha sido probablemente el hecho diferencial que ha alargado la crisis de deuda en el continente y ha generado un bucle perverso de crisis bancaria y soberana. Pero la normativa aprobada mantiene demasiados interrogantes. Tres a mi juicio amenazan con hacerlo inútil: (i) los plazos para la mutualización son excesivamente largos, aunque es cierto que los mercados confían en que llegado el caso se agilizarán; (ii) la cuantía del fondo es insuficiente y sobre todo, la capacidad para endeudarse está muy limitada y condicionada en exceso; y (iii) hay resistencias excesivas



al *fiscal backstop*, y sin él, ningún mecanismo de resolución será plenamente creíble. Ningún sistema financiero fiduciario ha funcionado nunca sin garantía última del Estado. Las reticencias a comprometer fondos del contribuyente europeo son comprensibles, sobre todo tras los excesos observados y con mecanismos de disciplina fiscal claramente insuficientes, pero no justifican resucitar concepciones inconsistentes e insostenibles de unión monetaria. Utilizar el Mecanismo de Resolución, o el Esquema Europeo de Garantía de Depósitos, como la segunda vuelta que permite reescribir la unión bancaria es una irresponsabilidad y un exceso de complacencia en la benignidad actual de los mercados financieros.

Sexta, avanzar en la unión del mercado de capitales no será sencillo, pero es importante para acabar con la fragmentación financiera y el sesgo doméstico de inversores y operadores de mercado. También para consolidar la unión monetaria y el uso del euro. Es además una condición necesaria para garantizar la preeminencia de las plazas financieras europeas en un contexto de deslocalización y globalización creciente del ahorro. Supone armonizar múltiples legislaciones nacionales, afecta a derechos adquiridos de deudores y acreedores, a prácticas y tradiciones profundamente arraigadas, a derechos de los consumidores muy desigualmente definidos. Más allá de la retórica al uso en el debate europeo, avanzar significativamente parece muy difícil sin un gran acuerdo político previo para actuar por la vía de la legislación europea: Directivas y Reglamentos. Supone usar un amplio capital político en un tema de escaso impacto popular. Pero sin ese liderazgo político, que la Comisión parece haber asumido, será imposible que veamos un impacto relevante.

Séptima, se han producido importantes avances en la gobernanza fiscal en la unión monetaria que suponen un indudable reforzamiento de la disciplina ejercida desde las instituciones europeas. Como se ha podido demostrar en el verano de 2015 con la crisis política griega. Pero estos avances son incomprensibles para el gran público e insuficientes para la comunidad académica e inversora. Lo primero les resta legitimidad democrática, especialmente necesaria en materias de soberanía fiscal como también hemos visto en el caso griego y exige una drástica simplificación que los clarifique y permita su escrutinio popular. Lo segundo, le resta credibilidad ante los mercados y mantiene la incógnita sobre el grado de integración futura de la Unión y por tanto sobre su sostenibilidad. Avanzar en la unión fiscal exige definir una función europea de estabilización y otra típica del Tesoro, emitir algún tipo de activo europeo. Pero sobre todo definir un modelo concreto de reparto de riesgos y de disciplina fiscal que finalmente contemple la pérdida de soberanía.

Octava, la reestructuración de la deuda europea no es asunto menor. No hay mecanismo ordenado, ni parece fácil que lo haya. No existe un mecanismo semejante internacionalmente y los esfuerzos del FMI por diseñarlo han resultado ineficaces. Ni siquiera está claro que Europa lo necesite con un buen sistema de gobernanza fiscal que incluya un fondo de estabilización macroeconómica. Un sistema de autonomía fiscal nacional casi plena e inexistencia de mecanismos europeos de rescate es teóricamente posible. De hecho así se diseñó originalmente el Tratado de Maastricht. Pero la experiencia nos ha demostrado que no es viable porque ha llegado a amenazar la propia supervivencia de la unión monetaria. La alternativa más razonable es un sistema que limite la autonomía



fiscal de las partes a cambio de un mecanismo de rescate garantizado con fuerte condicionalidad. Porque hacer los eventos de crédito soberanos más frecuentes y menos costosos plantea serios problemas de incentivos perversos y difíciles decisiones redistributivas. Exigiría otorgar a la autoridad supranacional que lo imponga -sea el MEDE, la Comisión o el Eurogrupo- la capacidad para tomar el control de los activos soberanos y proceder a su reparto entre los acreedores con las quitas establecidas. No evita decidir la distribución adecuada de ajuste interno y financiación externa y amenaza con encarecer estructuralmente la financiación de aquellos países percibidos como susceptibles de repetir la suspensión de pagos. Por la misma razón, el BCE debería replantearse algunas iniciativas que parecen encaminadas a penalizar las tenencias de deuda soberana en los balances bancarios. Sobre todo en un contexto en el que la fragmentación financiera no ha desaparecido.

Novena, la Unión Europea ha sido siempre un modelo en el que se inspiraban otros muchos procesos de integración económica en el mundo. No está claro que siga siendo así dados los insatisfactorios resultados económicos de la Unión y su incapacidad para superar las consecuencias de la crisis de deuda soberana. Las uniones monetarias no están de moda porque la experiencia europea ha explicitado las duras condiciones de coordinación, armonización e integración económica y política requeridas para hacerlas viables y sostenibles. Los costes de intentar acelerar la integración monetaria en otras áreas del mundo, que como hemos visto se hayan muy lejos de presentar la convergencia nominal y real necesarias, pueden ser muy altos. Cada proceso de integración conlleva sus propias reglas y su tiempo, que responden a sus realidades internas de integración económica y social.

Décima, Brexit es uno de los retos principales a los que se enfrentará la Unión en el inmediato futuro. Porque evidencia la reversibilidad y los costes políticos de todo proceso de integración. El balance económico de la pertenencia a la Unión Europea es incuestionablemente positivo; ninguna de las alternativas existentes de cooperación con Europa ofrecería a Gran Bretaña el mismo nivel de acceso al mercado europeo y protección de derechos. Y lo mismo podría argumentarse de cualquier otro Estado miembro. Sin embargo el atractivo de la separación es incuestionable en una parte importante de la sociedad europea. No es un fenómeno única ni exclusivamente británico, aunque sea éste el único gobierno que ha decidido enfrentarlo con un referéndum, y también utilizarlo como arma de negociación para arrancar concesiones ante lo que percibe como riesgos excesivos de la unión monetaria. Una decisión tan arriesgada como indiscutible. Porque la realidad es que la creciente cesión de soberanía obligada por la unión monetaria ha provocado un profundo malestar en muchos países. En parte era inevitable, reacciones proteccionistas ante todo cambio social y ante el distanciamiento del poder de decisión. Pero en gran parte también resultado de la incapacidad europea para explicar esos cambios, para hacer el correspondiente ejercicio de pedagogía política y de liderazgo, para reconocer y solucionar el déficit democrático de la unión monetaria, para modificar los Tratados. Hemos tardado muchos años, hasta el Informe de los Cinco Presidentes, en reconocer oficialmente que la unión monetaria es un proyecto político y necesita de instituciones políticas que le den legitimidad democrática. Esta es la lección europea más importante de 2015.

**BIBLIOGRAFÍA**

- Andrieu, M. et al (2015), «Reforming Fiscal Governance in the European Union», *IMF Staff Discussion Note*, SDN 15/09.
- Anuarios del Euro 2013 y 2014, Fundación de Estudios Financieros y Fundación ICO, Madrid.
- BCE 2015, «The role of the Central Bank Balance Sheet in monetary policy», *Economic Bulletin*, 4/2015, pp.61-77.
- Schoenmaker D, (2015), «Firmer foundations for a stronger European banking union», Bruegel Working Paper 2015/13.
- Comisión Europea (2015a), «2016 Draft Budgetary Plans: Overall Assessment», noviembre 2015.
- Comisión Europea (2015b), «European Economic Forecast, Autumn 2015», noviembre 2015.
- Comisión Europea (2015c), *European Economics Instant Insight*, «EC opinion on budgets: more coordination needed», noviembre 2015.
- Carcea, M. et al., «The Economic Impact of Rescue and Recovery Frameworks in the EU», *European Economy, Discussion Paper 004*, septiembre 2015.
- Darvas Z. y Leandro A., (2015), «The limitations of Policy Coordination in the euro area under the European semester», Bruegel Policy Contribution 2015/19.
- Fernández, F. (2015a), «El BCE y los límites de la política monetaria», *Revista ICE* N°883, pp 65-85, Marzo-Junio 2015.
- Fernández F. (2015b), «Los Retos Estratégicos del Euro» en *Geopolítica y Economía*, Instituto de Estudios Superiores de la Defensa, « Madrid 2015.
- Funcas (2014), El Reto de la Unión Fiscal Europea, *Papeles de Economía Española* 141.
- Juncker, JC (2015) , en colaboración Tusk, Dijsselbloem, Draghi, y Schulz, *Realizar la Unión Económica Y Monetaria Europea*, llamado Informe de los Cinco Presidentes, Comisión Europea 2015. (http://ec.europa.eu/priorities/economic-monetary-union/docs/5-presidents-report_es.pdf).
- Mody, A., (2015), Living Dangerously without a Fiscal Union, Bruegel Working Paper 2015/03.
- Natixis Flash Economics 886, Economic Research, «Why is the ECB not more concerned by the problems that it is creating in financial markets», Noviembre 2015.
- Sapir, A, y Wolff. G. (2015), «Euro-Area Governance: What to Reform and How to do it», Bruegel Policy Brief, 2015/01.
- Teulings, C. y Baldwin, R. (eds.) (2014), *Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures*, VoxEU. epub, CEPR Press, 2015.



1. UNA PANORÁMICA DEL PAPEL DEL EURO EN EL MUNDO

CARLOS POZA LARA¹

EXECUTIVE SUMMARY

Despite slow recovery in the Euro Area (EA) and the tail risks in Greece during 2015, the Eurozone continues to incorporate a new Member and the euro shows a sound behavior in international transactions. In particular, Lithuania joined the Economic Monetary Union (EMU) in January 2015, raising Member States to 19, and the euro remains the second currency in the world and the first in Europe.

This chapter studies the use and role of the euro in the international economy from three points of view: the euro as a means of exchange, the euro as a store of value and the euro in financial markets. The main results can be summarized as follows:

- The strong nominal depreciation of the euro against the dollar that began in 2014 continued until April 2015, when it stabilized in at about 1.1€/\$. The negative interest rate spreads in EMU with respect to the US largely explain the weakness of the single currency. By contrast, the euro has gained value against the renminbi due to the worsening of economic growth expectations in China and its consequent easing monetary policy.
- In relative terms, the use of the euro in extra-EA transactions stagnated, both in the case of exports and imports of goods and services (2014). However the use of the euro increased, in absolute terms because of the rise in intra-Euro area transactions (4.1%) and exports and imports in the Eurozone to / from destinations outside the Area Euro in 2014 (7.6% and 3.7%).
- Greece continues with low percentages of use of the euro in international trade (around 30% in merchandises and 35% in services). Furthermore, in the case of goods we can observe a bear trend since they are increasing international trade with Russia, Iraq and Kazakhstan (2015).
- The share of the euro in foreign exchange reserves, at constant prices, decreased slightly in 2014, chaining 5 consecutive years of decline. But it still remains a distant second, far behind the dollar, which continues in its dominant position. Nevertheless, the dollar has recently lost some weight against the yuan.
- The number of countries whose currency is explicitly pegged to the euro has not changed in 2015, except in two important cases: 1) Lithuania joined the Eurozone

¹ Profesor Titular de análisis económico, Universidad Nebrija.



- in January 2015 and 2) Switzerland lifted the minimum exchange rate of CHF1.20 per euro at the beginning of 2015, a level that was introduced in 2011 to control Swiss franc appreciation.
- To date there are five economies with no separate legal tender regime (euroisation): Andorra, Kosovo, Monaco, Montenegro and San Marino, and two others that follow a strict currency board regime: Bosnia and Herzegovina and Bulgaria. In addition, there are 34 countries that use some other types of exchange rate system pegged to the euro.
 - The ratio of deposits denominated in euros to total deposits in the world fell in 2014 at constant exchange rates, because of the tail risks arising from a possible Greek exit, the rise in emerging country currencies and the negative level of the Euro Overnight Deposit established by ECB in July 2014.
 - Euro loans to total loans in the world decreased in 2014 at constant exchange rates, while those denominated in yuan soared within the same period.
 - Confidence indicators in the euro (euroisation index and net shipments of euro banknotes to destinations outside the Eurozone) point out that countries in Eastern Europe continue their gradual process of linking its economies to the euro.
 - The role of the euro in financial markets remains secondary to that of the dollar: this last currency continues to lead the market capitalization by currency. Also, the percentage of international debt denominated in euros to total debt registers six consecutive years of decline and the dollar broadly leads this market. TARGET2 confirms its leadership in the European flow of funds market and ranks third in the world by volume behind CLS and Fedwire. The euro is largely the second currency most used in forex, behind the dollar which maintains its «exorbitant privilege». Moreover, the latest figures show that the single currency participates more frequently in forex than in previous years; and in the OTC interest rates derivatives market, nearly half of the contracts are held in euros.

In summary, the most noteworthy news about the euro are the consolidation of European integration, the new enlargement of EMU and the soundness of the single currency in spite of the tail risks in Greece. Thus, regardless of doubts concerning Eurozone success, the figures show that this dynamic monetary area is growing and new countries from Eastern Europe are joining. Therefore, once again we must conclude that the euro is widely used as a regional currency but it is not still fully established as a global currency.

1.1. INTRODUCCIÓN

El euro ha mostrado en los últimos años una notable resistencia y solidez, atendiendo a sus cifras de utilización como medio de cambio, unidad de cuenta y depósito de valor. Y ello a pesar de las dificultades económicas e institucionales con las que se han enfrentado (y se están enfrentando) la Eurozona, en general, y algunos países del sur de Europa, en particular.

De los cambios producidos en torno a la moneda única a lo largo de 2015, destacamos sin duda la incorporación de Lituania como nuevo Estado miembro de la



Eurozona desde el 1 de enero de este año, y todo ello en un contexto de aumento de las dudas sobre el futuro del Área Euro y de los severos problemas localizados en Grecia. Así, la Unión Económica y Monetaria (UEM en adelante) sigue ampliándose e incorporando nuevos países procedentes del este de Europa. La Eurozona ahora la componen 19 países.

Para describir y analizar los cambios que se han producido en el uso del euro entre 2014 y 2015, el capítulo se estructura de la siguiente manera: en primer lugar, se detalla la utilización del euro como medio de pago en el comercio internacional de bienes y servicios, haciendo especial alusión a la evolución del tipo de cambio efectivo nominal del euro frente a las principales divisas; en segundo lugar, se estudia el papel del euro como moneda de reserva internacional, epígrafe en el que se ofrecen datos pormenorizados de la composición de las reservas de divisas mundiales, de los países que vinculan su moneda explícita e implícitamente al euro y de la evolución de los depósitos y préstamos en euros en comparación con otras divisas; en tercer lugar, se realiza una breve descripción de la participación del euro en los mercados financieros: renta variable, renta fija, mercado monetario, mercado de divisas y mercado de derivados; y en último lugar, se presenta un apartado de conclusiones en el que se resaltan los 10 aspectos más significativos identificados en torno al euro en 2015.

1.2. EL EURO COMO MEDIO DE PAGO

1.2.1. *EVOLUCIÓN DEL TIPO DE CAMBIO NOMINAL DE LA MONEDA ÚNICA EN 2015: CONTINUACIÓN DE LA DEPRECIACIÓN INICIADA EN 2014 PERO CON CORRECCIONES²*

La intensa depreciación nominal del euro frente al dólar iniciada en 2014 se ha extendido hasta abril de 2015, cuando se alcanzó la cotización más baja del año (1,055€/€). A partir de ese momento se han producido correcciones en la divisa que la han situado por encima de los 1,1 dólares por euro. Y es que tras una depreciación del 10% entre mayo de 2014 y mayo de 2015 el euro ha comenzado a estabilizarse con altibajos (ver gráfico 1.1).

Esta evolución en L del euro ha coincidido con un entorno macroeconómico internacional caracterizado por divergencias en los ritmos de recuperación de las principales economías y ciclos distintos en las políticas monetarias. El BCE, por ejemplo, ha puesto en marcha toda una serie de medidas convencionales y no convencionales para hacer la política monetaria más acomodaticia (ver el capítulo 3 para más detalle), al tiempo que la Fed ha estado moderando paulatinamente la expansión cuantitativa para normalizar su política monetaria.

Estos comportamientos inversos de los bancos centrales explican el descenso continuado de los *spreads* de tipos de interés entre la Eurozona y Estados Unidos. Y las caídas

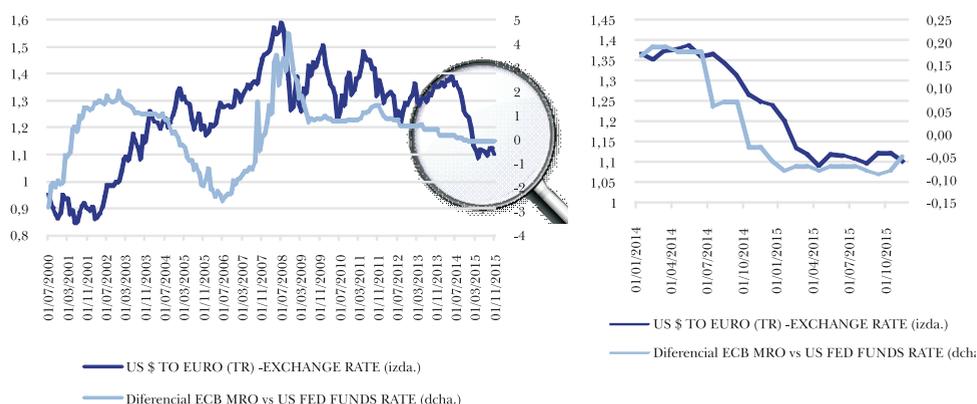
² Los datos de este epígrafe se han cerrado a 1 de noviembre de 2015.

de los diferenciales europeos lo que justifica la intensa depreciación del euro frente al dólar hasta abril de 2015. Es lo que en la edición pasada del Anuario del euro y en la reciente publicación del BCE (2015): *The International Role of the Euro*, se destaca como principal causa de la evolución de estas dos divisas: la paridad de intereses descubierta y el peso de las expectativas de tipos a futuro.

Pero las esperadas subidas de tipos de interés en Estados Unidos no terminan de llegar. Algunos de los panelistas del *Central Banks Polls* de Thomson Reuters ya esperaban la primera subida de los tipos de referencia de la política monetaria americana (*Fed Funds Target*) en septiembre, aunque no había unanimidad. Esta incertidumbre y falta de consenso en las modificaciones de tipos terminan por afectar a la cotización de las divisas y explican los recientes altibajos entre las monedas al variar las expectativas de tipos.

Pese a las diferencias a corto plazo, existe pleno consenso entre los expertos sobre la tendencia de los tipos de interés a un año vista en Estados Unidos y la Eurozona. En el primer caso se esperan subidas continuadas hasta el 4T-16 al menos y en el segundo la congelación del tipo oficial del BCE (MRO) en el 0,05%. Esta brecha esperada en los próximos 12 meses hace pensar, cuando menos, que el euro continuará débil y sin vistas de una apreciación marcada.

GRÁFICO 1.1. TIPO DE CAMBIO NOMINAL DEL EURO FRENTE AL DÓLAR Y SU RELACIÓN CON LOS DIFERENCIALES DE TIPOS



Fuente: Thomson Reuters Datastream.

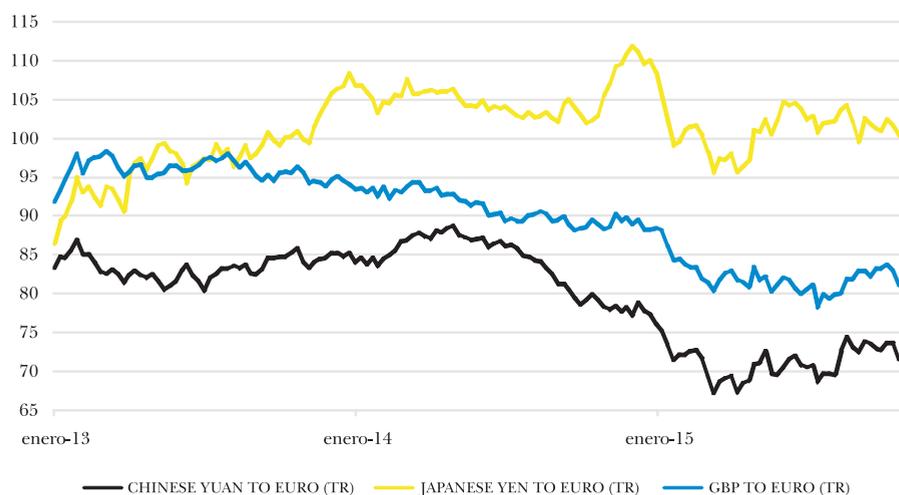
Respecto a la cotización del euro frente al yen, yuan y libra esterlina (ver gráfico 1.2), hasta abril, se observa una tendencia bajista relacionada nuevamente con la política monetaria expansiva de la Eurozona. Sin embargo, a partir de esa fecha, se invierte la tendencia en el caso del yuan. Esta ligera apreciación del euro frente al renminbi responde a la flexibilización de la política monetaria china (reducción de los tipos de



interés oficiales y del coeficiente de caja³), a un probable proceso de arbitraje derivado de los diferenciales de inflación negativos en 2015 entre el Área Euro y China (-1,4%) y al deterioro de las expectativas de crecimiento futuro. De hecho, cada vez son más los analistas que piensan que la desaceleración china no es una cuestión de reequilibrio (por más que se empeñe el Gobierno chino) sino de la brusca ralentización de las exportaciones y de la demanda interna. Demanda doméstica que se ve afectada a su vez por el descenso del ritmo de crecimiento del crédito y por la «desilusión monetaria⁴» ante el desplome de la bolsa de valores.

Por su parte, el euro ha vuelto a depreciarse frente al yen en la segunda mitad de 2015 tras la recuperación mostrada en el 2T-15. Los nuevos anuncios de expansión monetaria realizados por Mario Draghi vuelven a estar detrás de la caída de valor de la divisa, sobre todo, ante la situación de status quo observada en los últimos meses en el Banco Central de Japón (Natixis, 2015).

GRÁFICO 1.2. TIPO DE CAMBIO NOMINAL DEL EURO FRENTE AL YEN, YUAN Y LIBRA
(Expresados en número índice, 2010=100)



Fuente: Thomson Reuters Datastream.

³ Ver Reuters 23 de julio de 2015: *POLL— More policy easing seen in China to lift sputtering economy.*

⁴ Una de las interpretaciones del concepto «ilusión monetaria» señala que un aumento del valor de las acciones que posee un agente económico puede hacer incrementar su consumo, por el mero hecho de que crece su riqueza (no la renta hasta que no venda las acciones). En el caso contrario, podemos hablar de «desilusión monetaria» porque la caída de la bolsa de valores provoca, cuando menos, una moderación del consumo privado por el efecto contrario.

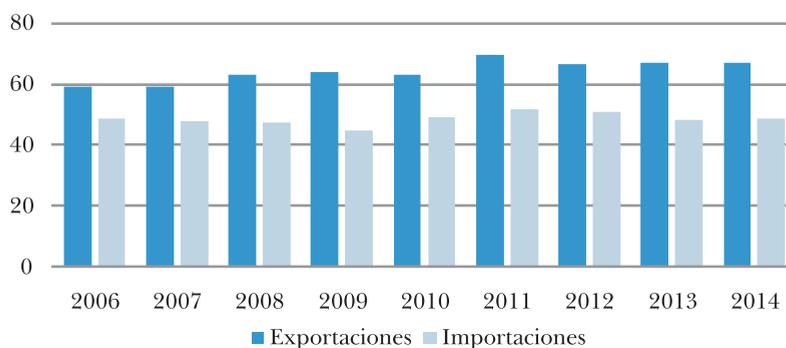
1.2.2. EL EURO COMO MONEDA DE PAGO EN EL COMERCIO INTERNACIONAL⁵

En términos absolutos, aumenta la utilización del euro en las exportaciones totales mundiales tanto en 2014 como en 2015: por un lado, por el incremento de las transacciones intra-Área Euro, que aumentaron un 1,4% y 4,1% respectivamente; y por otro, por la notable mejora de las exportaciones de la Eurozona hacia destinos fuera del Área Euro (AE), un 2,3% en 2014 y un 7,6% en 2015. Téngase en cuenta que aunque esto no garantiza un mayor uso del euro per se, observando el Anexo 4 del informe ECB (2015) se aprecia que el euro se utiliza prácticamente igual que en 2013, en porcentaje (un 67,3% del total de exportaciones), lo que nos lleva a deducir que se produce un aumento del uso del euro en términos absolutos. Asimismo, el crecimiento de las exportaciones extra-AE se concentran en el este de Europa y Asia. En este segundo caso el aumento alcanzó el 4,1% en 2014 a pesar de la brusca contracción de las transacciones con Rusia (-14% en ese mismo año).

Desde el punto de vista de las importaciones, los datos también reflejan un mayor uso del euro en las transacciones en términos absolutos. El volumen de importaciones totales extra-AE aumenta un 0,3% en 2014 y un 3,7% en 2015, y el porcentaje de importaciones en euros frente al total de importaciones extra-AE permanece invariable en el 50% aproximadamente.

En términos relativos, se produce un estancamiento de la utilización del euro como medio de pago en las transacciones de mercancías extra-AE de los países miembros, tanto en el caso de las exportaciones como en el de las importaciones de bienes y servicios (ver gráficos 1.3 y 1.4).

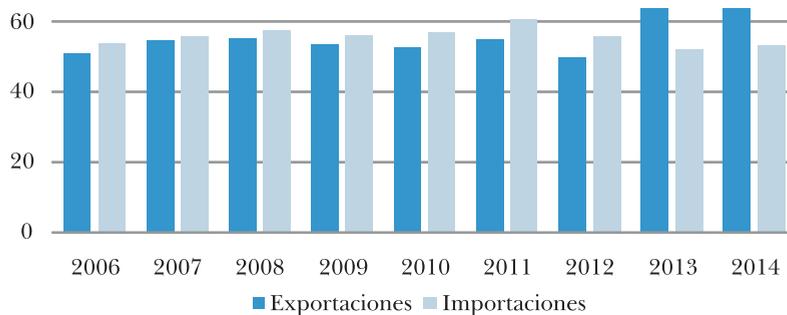
GRÁFICO 1.3: PARTICIPACIÓN DEL EURO EN LAS TRANSACCIONES DE MERCANCÍAS EXTRA-EURO ÁREA DE PAÍSES MIEMBROS
(Como porcentaje del total)



Fuente: ECB (2015).

⁵ Las últimas cifras publicadas por el BCE son de 2014.

GRÁFICO 1.4: PARTICIPACIÓN DEL EURO EN LAS TRANSACCIONES DE SERVICIOS EXTRA-EURO ÁREA DE PAÍSES MIEMBROS
(Como porcentaje del total)



Fuente: ECB (2015).

Pero este comportamiento plano esconde datos heterogéneos por países:

- 1) Los países del este de Europa que pertenecen a la Eurozona presentan unos porcentajes de exportaciones e importaciones en euros del total de exportaciones e importaciones notablemente superiores al resto de Estados miembros, lo que pone de manifiesto la dependencia de estos países del resto del Área Euro. En general, en 2014 la mayor parte de estos países mantienen los porcentajes de uso del euro excepto Estonia y Eslovaquia que intensifican su utilización.

Como ya comentamos en la edición del año pasado, se observa que aquellos países cuyo porcentaje de exportaciones e importaciones extracomunitarias con respecto al total de exportaciones e importaciones es superior a la media, presentan una menor utilización del euro en el comercio extra-AE, y viceversa. Esto pone de manifiesto el destacable uso del euro como moneda regional pero también su papel todavía secundario como medio de pago internacional.

- 2) Grecia continúa con porcentajes de uso del euro como moneda de pago en las transacciones internacionales muy bajos, del orden del 30% en el comercio internacional de bienes y del 35% en servicios. En el primer caso la tendencia va ligeramente a la baja mientras que en el segundo al alza. La razón estriba en el tipo de socio comercial. En el caso de los bienes, comercia algo menos con la Eurozona al tiempo que estrecha lazos con Rusia, Irak y Kazajistán (ICEX, 2015). En el comercio de servicios, se produce lo contrario por la afluencia de turistas europeos así como por los servicios financieros prestados.

Esta misma descripción para países no miembros de la Eurozona presenta también un panorama desigual. En el caso de las exportaciones e importaciones de mercancías, destacan por el uso del euro la República Checa (78,8% y 68,5%) y Rumanía (77% y 64,5%); y en el caso del comercio de servicios, Bulgaria (75,7% y 65,9%) y la República Checa de nuevo (74% y 74,9%) (Ver anexo A12 del informe «*The international role of the euro 2015*» del BCE). Países cuyas monedas mantienen una estrecha relación con el euro y sus estructuras comerciales con Alemania, como veremos en el siguiente epígrafe.



Por otra parte, la serie histórica de los dos últimos lustros de los países no miembros muestra un aumento de la utilización del euro en sus exportaciones e importaciones tanto de bienes como de servicios. Esta tendencia se asocia con las futuras entradas a la Eurozona de países del Este como nuevos miembros pero sobre todo con los regímenes cambiarios vinculados al euro.

En definitiva, el euro continúa siendo la divisa de referencia en Europa, constata su peso regional, pero no termina de irrumpir con fuerza en el comercio global.

1.3. EL EURO COMO MONEDA DE RESERVA

1.3.1. LA EVOLUCIÓN DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES EN EUROS⁶

La proporción del euro en las reservas mundiales de divisas, a precios constantes, disminuye ligeramente en 2014, y encadena 5 años consecutivos de descenso. No obstante, sigue manteniéndose con diferencia en segunda posición por detrás del dólar, que continúa con su posición dominante pero que también cede terreno frente a las divisas de las principales economías emergentes, especialmente China.

En el gráfico 1.5 se puede observar cómo el dólar lidera el ranking mundial de reserva de divisas con el 63,2% del total acumulado, seguido del euro con un 22,2%, de la libra con un 3,8% y del yen con un 3,7%. El 6,8% restante lo componen otras divisas pero con un protagonismo especial del renminbi chino. Estos porcentajes en 2013 fueron 63,7%, 22,4%, 3,9%, 3,6% y 6,2%, respectivamente. Y si nos alejamos en el tiempo y comparamos las cifras cinco años atrás (2009), se observa una clara tendencia de pérdida de peso de las monedas de las economías avanzadas y un avance de las de los emergentes, acorde al reequilibrio de PIB entre ambas zonas geográficas en los últimos lustros. Así, por ejemplo, en 2001 el peso del dólar era del 66,2% y el del euro 24,4% mientras que el de «otras divisas» del 1,2%.

Por otra parte, el volumen de reservas mundiales en euros en 2014, a tipo de cambio corriente, se sitúa en los 1,45 billones de dólares mientras que las de dólares estadounidenses alcanzan los 3,83 billones. En 2013, las cifras fueron 1,52 y 3,80 billones, respectivamente. La depreciación del euro frente al dólar iniciada en febrero de 2014 explica parte de la pérdida de peso de la moneda única, pero no todo. La política de diversificación de divisas como activo de reserva a favor de las monedas de los mercados de alto crecimiento explica el resto de la caída del euro. Pero no pensamos que haya detrás una pérdida de confianza severa que replantee las carteras de los bancos centrales de las economías más importantes, a la luz de los datos que se muestran en el apartado de indicadores de confianza de este mismo capítulo.

Este comportamiento global de las divisas se puede observar también diferenciando entre economías avanzadas y emergentes. Como era de esperar y tal y como ocurrió el año pasado, los países desarrollados tienden a acumular en sus reservas más dólares,

⁶ Las últimas cifras publicadas por el BCE son de 2014.

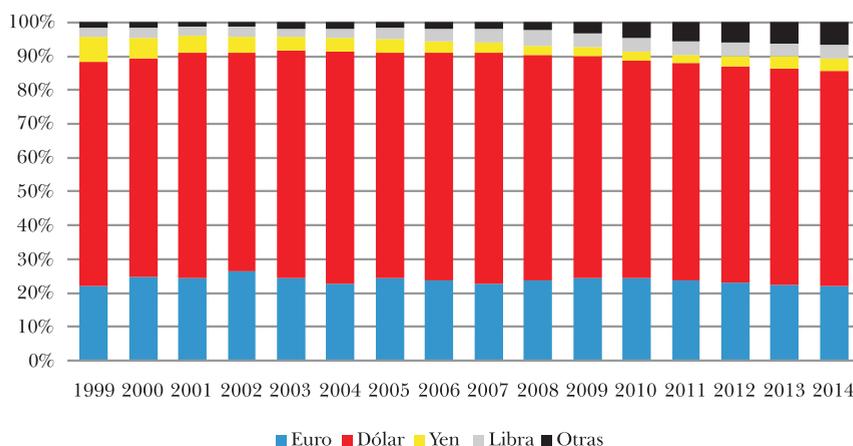


euros y yenes que los países de alto crecimiento, que suelen apostar más, relativamente, por el yuan. En cualquier caso, en ambas zonas geográficas, se produce un descenso del peso del euro y del dólar estadounidense como moneda de reserva internacional y un aumento de «otras divisas»⁷.

¿Pero qué explica esta ligera pérdida de peso del euro como moneda de reserva internacional? Los determinantes económicos del uso de una divisa como activo de reserva se resumen en la estabilidad de las divisas y en las expectativas de tipo de cambio. El primer factor tiene que ver con la solvencia de la moneda y con la confianza en la misma ante posibles perturbaciones macroeconómicas y, el segundo, con el arbitraje en el Forex, en el que los *spreads* de tipos de interés e inflación entre países y las perspectivas de crecimiento modifican las posiciones de los inversores y, por tanto, la cotización de las divisas.

En el caso del euro, parece que se ha visto afectado por ambos factores aunque, probablemente, no con la misma importancia. Por un lado, es evidente que las dudas sobre el futuro de la Eurozona, provocadas por la crisis de Grecia y por la lentitud de las instituciones europeas en tomar decisiones, no ayudan a crear una moneda libre de riesgo pero también es cierto que el cambio de orden mundial entre economías avanzadas y emergentes está llevando a las fuerzas del mercado a diversificar los activos de reserva internacional (HSBC Reserve Management Trends, 2014). Por otro lado, la intensa tendencia a la baja de los diferenciales de tipos desde 2009 a mediados de 2015 entre la Eurozona y Estados Unidos está claramente afectando a la cotización de las divisas pero también a la composición de las reservas de los bancos centrales, al crearse expectativas de que el euro continúe con su senda decreciente.

GRÁFICO 1.5: COMPOSICIÓN DE LAS RESERVAS DE DIVISAS MUNDIALES
(Porcentaje sobre total de reservas, a tipo de cambio constante)



Fuente: ECB (2015).

⁷ Para mayor detalle se sugiere revisar el Anexo 1 del informe *The international role of the euro* (ECB, 2015: 65).

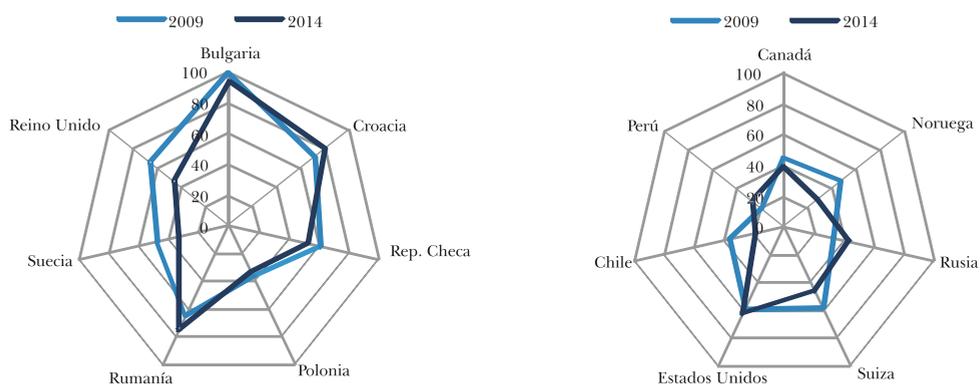
Al analizar el porcentaje de reservas de euros que tienen los países no miembros de la Eurozona, se observa que, para una muestra de economías seleccionadas por el propio BCE (2015), entre 2009 y 2014, 9 de los 14 países elegidos han disminuido sus tenencias de euros; aunque en el caso de Suiza, al ser el análisis a tipo de cambio corriente, se produce un efecto distorsionador por la depreciación de la moneda única con respecto al franco. Los otros 5 países elegidos las han incrementado (ver gráfico 1.6 y el anexo 1).

En el grupo de los que han disminuido las reservas de euros entre 2009 y 2014 se encuentran Bulgaria, Reino Unido, Polonia, República Checa, Suecia, Canadá, Chile, Noruega y Suiza. Y en el grupo de los que las han aumentado Croacia, Rumanía, Rusia, Estados Unidos y Perú (ver gráfico 1.6).

Como era de esperar por los lazos comerciales, los países de la UE pero no de la UEM presentan unos porcentajes de reserva de euros superiores –en media– a los no miembros, exceptuando obviamente a Estados Unidos, cuyas reservas de euros alcanzan el 62,9% de su total de reservas, y en aumento ante la tendencia de apreciación del dólar que favorece la adquisición de euros.

GRÁFICO 1.6. RESERVAS DE EUROS DE PAÍSES NO MIEMBROS DE LA UEM (Proporción de euros con respecto al total de reservas. Porcentajes. Datos a tipo de cambio corriente)

Izquierda: miembros de la UE pero no la UEM / Derecha: otras economías



Fuente: ECB (2015).

Dentro de los países miembros de la UE pero no de la UEM, Bulgaria es el que ocupa el primer lugar en el ranking de economías con mayor proporción de euros sobre el total de reservas de divisas (93,2%). Su pasado reciente hiperinflacionario (1996-98) y el actual sistema cambiario de caja de convertibilidad explican los elevados niveles de reservas. En segundo y tercer lugar aparecen Croacia y Rumanía con porcentajes superiores al 75%. El régimen de flotación sueca con objetivo de inflación (siendo el euro la moneda de referencia) justifica el aumento de las reservas en euros en los últimos años.



En sentido contrario aparece el Reino Unido, cuyas reservas de euros no han parado de disminuir entre 2009 (65,5%) y 2013 (43%) (Ver Anexo 1) impulsadas por el emergente euroescepticismo⁸. Sin embargo, en 2014 se ha incrementado el porcentaje hasta el 45,7%, incluso en un contexto de depreciación del euro, que probablemente ha sido aprovechado para aumentar las tenencias de la moneda única a un mejor precio.

En el caso de las economías no pertenecientes a la UE, los cambios más bruscos se han producido en Noruega, Chile y Suiza, con caídas de 19, 17 y 12 puntos porcentuales, respectivamente, entre 2009 y 2014. El caso noruego, además, guarda ciertas similitudes con el Reino Unido por el efecto del euroescepticismo. Noruega ha pasado de tener un 47,2% de reservas en euros en 2009 a acumular un 28% en 2014; Chile, por su parte, ha decidido diversificar sus reservas de divisas internacionales por su vínculo comercial con Asia (casi la mitad de sus exportaciones se dirigen a China, Japón, Corea del Sur e India); y Suiza, después de haber acumulado reservas de euros hasta casi el 60% del total de divisas para esterilizar la intensa apreciación del franco en los peores años de la crisis y estabilizar la cotización en los 1,20 €/CHF, ha comenzado a reducir las tenencias de euro paulatinamente a medida que se han ido normalizando las condiciones en el mercado de divisas.

1.3.2. EL EURO COMO ANCLA NOMINAL DE LOS TIPO DE CAMBIO

1.3.2.1. TIPOS DE CAMBIO FIJADOS EXPLÍCITAMENTE AL EURO

El número de países que vinculan su moneda explícitamente al euro apenas ha variado en 2015. Sin embargo, se han producido dos cambios que merece la pena resaltar: 1) Lituania ha pasado a formar parte de la Eurozona desde el 1 de enero de 2015, después de haber participado en el Mecanismo Europeo de Cambio (ERM II por sus siglas en inglés) desde junio de 2004 (ver Box 1), con lo que el conjunto de la Eurozona ahora lo conforman 19 Estados⁹, y 2) Suiza abandonó el 15 de enero de 2015 el techo de tipo de cambio fijado en los 1,20 CHF/EUR desde el 6 de septiembre de 2011, cuando el Banco Central Suizo tuvo que intervenir en el mercado de divisas con determinación, tras el intenso proceso de apreciación sufrido por la entrada de capitales en busca de «refugio» por la crisis en la Eurozona.

⁸ De acuerdo al annual British attitudes survey (Reuters, 2015: 01-Apr 08:05): «*The EU is more unpopular in Britain than it has been at any time in the last 20 years*». De hecho, se llega a afirmar que el 63% de la población desearía abandonar o reducir los poderes de la Unión Europea.

⁹ Eurozona 19: Alemania, Austria, Bélgica, Chipre, Eslovaquia, Eslovenia, España, Estonia, Finlandia, Francia, Grecia, Irlanda, Italia, Letonia, Lituania, Luxemburgo, Malta, Países Bajos y Portugal.

UE-28: Alemania, Austria, Bélgica, Bulgaria, Chipre, Croacia, Dinamarca, Eslovaquia, Eslovenia, España, Estonia, Finlandia, Francia, Grecia, Hungría, Irlanda, Italia, Letonia, Lituania, Luxemburgo, Malta, Países Bajos, Polonia, Portugal, Reino Unido, República Checa, Rumanía y Suecia.

Téngase en cuenta, además, que mientras que todos los países de la Unión Europea están obligados a adoptar el euro cuando cumplan los criterios establecidos, Dinamarca y el Reino Unido han negociado el derecho de conservar sus monedas nacionales, la libra esterlina y la corona danesa (cláusula *Opt-out*).



La tabla 1.1 muestra los países que asocian su moneda de manera explícita al euro en 2015. El euro no solo es la moneda de curso legal de los 19 Estados miembros de la Eurozona, también lo es en otras cinco economías: Andorra, Kosovo, Mónaco, Montenegro y San Marino¹⁰ (igual que en 2014). En estas economías *euroizadas*, las decisiones del Banco Central Europeo determinan el crecimiento de sus agregados monetarios, quedando sus políticas monetarias condicionadas al BCE. El euro es moneda de curso legal y exclusivo.

Los países que siguen un *régimen de convertibilidad* con el euro son Bosnia y Herzegovina y Bulgaria, cuyas políticas monetarias y cambiarias también se encuentran vinculadas a la moneda única, pero mantienen moneda propia de curso legal (Marco bosnioherzegovino y Lev, respectivamente). No obstante, el euro circula sin restricciones y de manera casi exclusiva para las grandes transacciones. En ambos países su banco central se limita a actuar como caja de convertibilidad entre la moneda nacional y el euro. El objetivo es claro: mantener la economía estable¹¹ e ir preparándose para un eventual proceso de adhesión a la UEM a largo plazo. No obstante, este sistema no deja a las economías exentas de vulnerabilidades, sobre todo, relacionadas con los saldos de la balanza por cuenta corriente, consecuencia de los riesgos de apreciación de la moneda, enfermedad holandesa, burbujas financieras, etc.

Otras áreas económicas como CFP, WAEMU y CEMAC (ver nota de la tabla 1.1) así como Cabo Verde, Comoras y Santo Tomé y Príncipe utilizan un *tipo de cambio fijo convencional* cuya moneda ancla es el euro. Recuérdese, no obstante, que estos países mantienen la relación con el euro como herencia de su relación pasada con el franco francés. Desde 1999, cuando se vincularon al euro, no se ha producido ninguna sustitución ni abandono. Hecho coherente con la relativa estabilidad macro de estos grupos de países.

El país que funciona con *bandas de fluctuación convencionales* ligadas al euro es Dinamarca ($\pm 2,25\%$), que está sometida al Mecanismo Europeo de Cambio (ERM II). De este sistema sale Lituania que, como se comentó anteriormente, pasa a formar parte del Área Euro.

Por otro lado, el FMI en su informe AREAER (2015) señala que la República Checa mantiene un sistema cambiario especial *de facto* denominado «*Other managed*» desde noviembre de 2013, que fija un techo de tipo de cambio de 27 coronas checas por euro, y que Croacia mantiene *de facto* un régimen denominado «*Crawl-like arrangement*»¹² desde abril de 2011.

Por último, los países que incluyen al euro en la *cesta de monedas a la que vinculan automáticamente la cotización de su moneda nacional* son Bielorrusia, Botsuana, Fiyi, Kuwait, Libia, Samoa, Siria, Túnez y Vanuatu. Mismos países que aparecían en 2013 y 2014. O sea, un conjunto muy heterogéneo del que sería muy difícil extraer conclusiones.

¹⁰ Recuérdese que Andorra, Mónaco y San Marino nunca han tenido moneda propia y que la utilización del euro viene obligada por la desaparición de la moneda de curso legal usada anteriormente.

¹¹ Para mayor detalle se sugiere revisar Fabris y Rodic (2012): «*The Efficiency of the Currency Board Arrangement*». *International Monetary Fund*.

¹² Según el FMI, este tipo de cambio debe permanecer dentro de una banda estrecha del 2% vinculada a una tendencia identificada durante 6 meses o más, y el acuerdo de tipo de cambio no puede ser considerado como flotante.



En conclusión, prácticamente no hay variaciones en el número de países que se vinculan al euro pero se constata que los países del este de Europa se mantienen o evolucionan hacia sistemas cambiarios *hard peg*, en el que el euro se posiciona como moneda de referencia. La fortaleza regional del euro parece incuestionable.

TABLA 1.1: RÉGIMEN CAMBIARIO LIGADO AL EURO EXPLÍCITAMENTE (2015)

Andorra	Euroización
Bielorrusia	Tipo de cambio fijo, cesta de monedas, incluida el euro
Bosnia	Régimen de convertibilidad al euro
Botsuana	Tipo de cambio fijo, cesta de monedas, incluida el euro
Bulgaria	Régimen de convertibilidad al euro
Cabo Verde	Tipo de cambio fijo, pegado al euro
CFP (francesa)	Tipo de cambio fijo, pegado al euro
Comoras	Tipo de cambio fijo, pegado al euro
Croacia	<i>Crawl-like arrangement</i> Tipo de cambio fijo con bandas, participación en el Mecanismo Europeo de Cambio
Dinamarca	Euroización
Fiyi	Tipo de cambio fijo, cesta de monedas, incluida el euro
Kosovo	Euroización
Kuwait	Tipo de cambio fijo, cesta de monedas, incluida el euro Tipo de cambio fijo Ligado a Derechos Especiales de Giro (y al euro indirectamente)
Libia	Tipo de cambio fijo con bandas, pegados al euro
Macedonia	Euroización
Mónaco	Euroización
Montenegro	Euroización Techo de tipo de cambio en 27 EUR/CZK desde 07/11/13, con objetivo de inflación
Rep. Checa	Tipo de cambio fijo, cesta de monedas, incluida el euro
Samoa	Euroización
San Marino	Euroización
Sto. Tomé y Ppe.	Tipo de cambio fijo, pegado al euro
Siria	Tipo de cambio fijo, cesta de monedas, incluida el euro
Suiza	El 15/01/15 abandonó el techo de tipo de cambio de 1,20CHF/EUR
Túnez	Tipo de cambio fijo, cesta de monedas, incluida el euro
Vanuatu	Tipo de cambio fijo, cesta de monedas, incluida el euro
WAEMU y CEMAC	Tipo de cambio fijo, pegado al euro

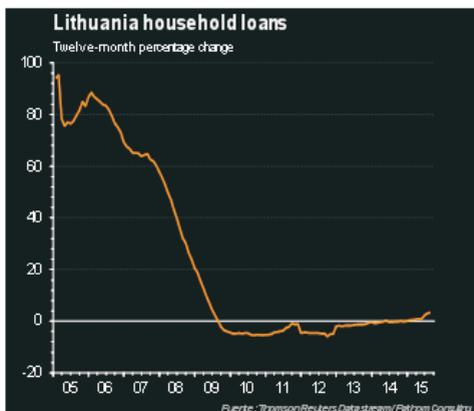
Fuente: ECB (2015) y AREAER-IMF (2015).

TA: WAEMU (Benín, Burkina Faso, Costa de Marfil, Guinea-Bissau, Mali, Nigeria, Senegal y Togo). CEMAC (Camerún, Chad, Rep. Africana Central, El Congo, Guinea Ecuatorial y Gabón). CFP (Nueva Caledonia, Polinesia francesa, Wallis y Futuna).

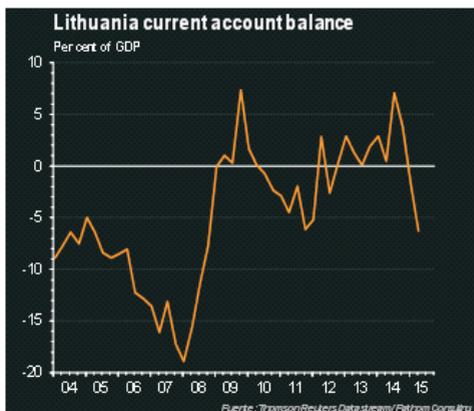
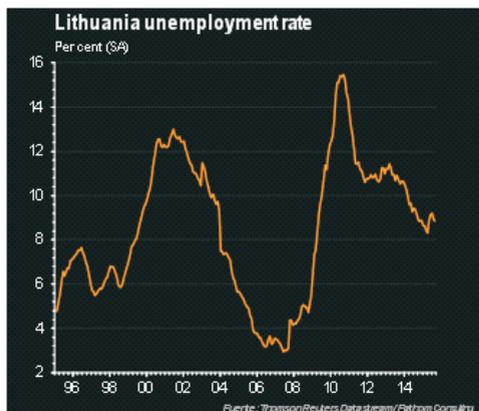
Box 1. Lituania, nuevo Estado miembro de la Eurozona

Lituania tiene casi 3 millones de habitantes con una renta per cápita de 8.300\$ (España: 30.053\$). Su Índice de Desarrollo Humano alcanza 0,834 (muy alto) y ocupa la posición 24 de 189 países en el *Doing Business*. S&P sitúa actualmente su rating en A- (estable). Es un país pequeño, de renta baja pero con un cuadro macro estable.

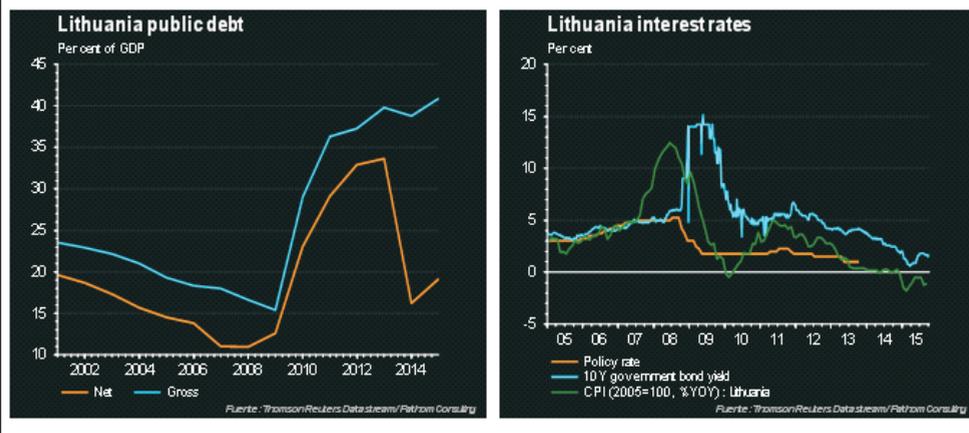
Crecimiento del PIB real por encima de la media de la Eurozona con expectativas positivas a pesar de (o gracias a) la ortodoxia en la concesión préstamos a hogares...



Tasas de paro inferiores a la media de la UEM (8,9% frente al 11%) y en descenso, y con un déficit corriente que puede haberse corregido, aunque todavía es una incógnita...



Las arcas públicas están saneadas (40% de deuda pública bruta), con tipos de interés que han ido convergiendo por el proceso de vinculación al euro. Antes de pertenecer a la UEM, Lituania formó parte del Mecanismo Europeo de Cambio (ERM II), lo que restó independencia a su política monetaria y eliminó cualquier atisbo de hiperinflación (episodio que sufrió en los 90').



1.3.2.2. Tipos de cambio con el euro como ancla implícita

Los sistemas cambiarios analizados en el apartado anterior se incluyen dentro de lo que podríamos definir como anclas duras y blandas (*hard pegs* y *soft pegs*). En el primer caso, destacan la euroización y el régimen de convertibilidad al euro y, en el segundo, los tipos de cambio fijo convencionales y los que incorporan bandas de fluctuación explícitas. En los países que utilizan anclas duras, su política monetaria queda condicionada a la del BCE y se produce, en respuesta, una importante pérdida de autonomía y cesión de soberanía, con el objetivo de estabilizar la economía. En los casos de ancla blanda, el país conserva cierto margen de actuación en el diseño e implementación de su política monetaria y cambiaria, puesto que puede modificar moderadamente el tipo de cambio, devaluar y revaluar, o simplemente variar el ritmo de ajuste de la paridad o la amplitud de la banda de tolerancia. Pero siempre afrontando las limitaciones derivadas de la intervención en el mercado de divisas y distorsión de incentivos (*The Impossible Trinity*¹³).

En el grupo de países que permiten fluctuar su moneda pero con correcciones arbitrarias y opacas (flotación sucia, intervenida o «*managed floating*» en terminología del BCE) se sitúan, en 2015: Argelia, Irán, Rumanía, Singapur y Marruecos (ver tabla 1.2).

¹³ Problemática en la que es imposible obtener al mismo tiempo los tres objetivos siguientes: 1) un tipo de cambio fijo, 2) libre movimiento de capitales o ausencia de controles de capitales y 3) una política monetaria independiente o autónoma. Para mayor detalle de esta problemática (también llamada *policy trilemma*) se puede ver BIS (2012).

En el caso de Marruecos, además, el euro constituye el 80% de las monedas utilizadas en la cesta de divisas con las que el dirham flota de manera intervenida.

Por último, Rusia, que pertenecía a este grupo hasta el 10 de noviembre de 2014, publicó una declaración en la que abolía el mecanismo de ajuste cambiario basado en una cesta de monedas de euro y dólar, introducida en febrero de 2005.

TABLA 1.2.**Régimen cambiario vinculado implícitamente al euro – flotación sucia (2015)**

2014	2015
Argelia	Argelia
Irán	Irán
Rumanía	Rumanía
Singapur	Singapur
Marruecos	Marruecos
Rusia	

Fuente: ECB (2014 y 2015) y AREAER-IMF (2014 y 2015).

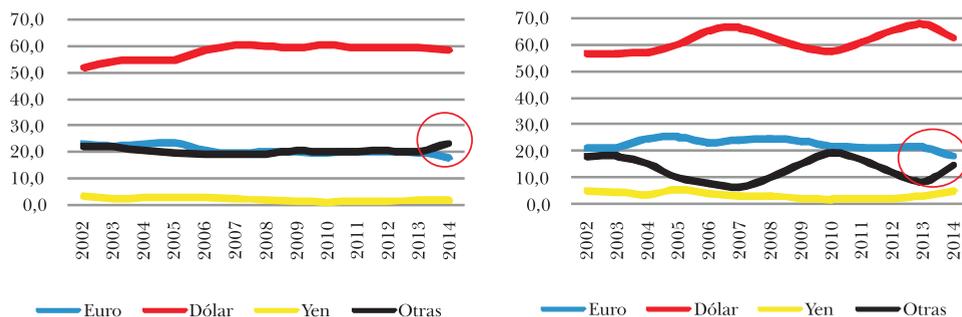
1.3.3. EL EURO COMO MONEDA PARALELA: DEPÓSITOS, PRÉSTAMOS Y OTROS INDICADORES DE CONFIANZA EN EL EURO**1.3.3.1. Evolución de los depósitos en euros**

Los depósitos totales en euros en el mundo han disminuido a tipo de cambio corriente de los 1,32 billones de dólares en 2013 a los 1,24 billones en 2014 (ECB, 2015: 74), en cierto modo por la depreciación del euro y por la incertidumbre de lo acaecido en Grecia pero sobre todo por el auge de las divisas de países emergentes y por la penalización que ha establecido el BCE para los depósitos de la banca comercial (*Euro Overnight Deposit* actual en el -0,2% y en negativo desde julio de 2014), que lógicamente ha influido en la caída del Euribor.

En términos porcentuales con respecto al total de depósitos en el mundo y a precios constantes, se observa una caída del 19,6% en 2013 al 17,6% en 2014 (a precios corrientes, del 19,6% al 18,2%), continuando con la senda a la baja iniciada en 2005, cuando el porcentaje era del 23,2%. El anuncio y los avances en la unión bancaria europea llevados a cabo en 2012 consiguieron frenar el deterioro de los depósitos en euros en 2011 y 2012 pero los lentos progresos en la puesta en marcha, la incertidumbre en Grecia, la penalización de depósitos del BCE y el claro efecto sustitución con respecto a las divisas de países de alto crecimiento (principalmente el renminbí) han vuelto a afectar la tenencia de depósitos en euros. En el gráfico 1.7 izda. (2014) puede apreciarse ese efecto sustitución entre el euro y el resto de monedas, efecto que todavía se observa con mayor intensidad fuera de la Eurozona (gráfico 1.7 dcha.).

GRÁFICO 1.7. DEPÓSITOS POR TIPO DE DIVISA: EN EL MUNDO (IZDA.) Y DEPOSITANTES DE FUERA DE LA EUROZONA EN BANCOS DE FUERA DE LA EUROZONA (DCHA.)

(Datos en porcentaje, a tipo de cambio constante)



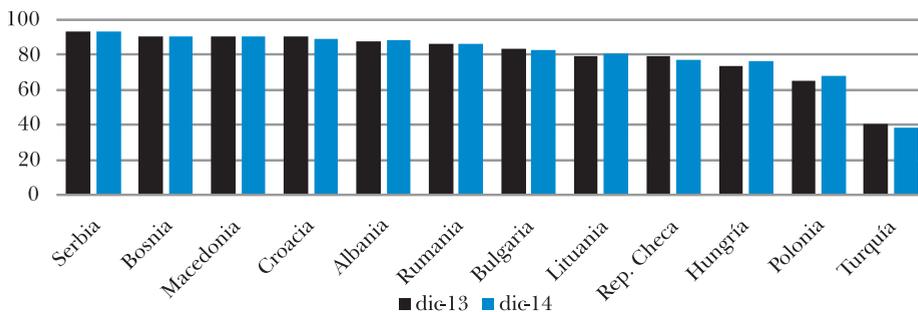
Fuente: ECB (2015).

El gráfico 1.8, por su parte, muestra el porcentaje de depósitos en euros con respecto al total de depósitos en moneda extranjera en un conjunto de países del este de Europa. Serbia, Bosnia y Macedonia son los países con mayor proporción de depósitos en euros, con niveles superiores al 90%. En los casos de Bosnia y Macedonia el dato es esperable pues utilizan un régimen cambiario muy vinculado al euro. En el caso de Serbia, aunque mantiene un tipo de cambio flexible con objetivo de inflación, su historia común con Bosnia y Montenegro, su pasado hiperinflacionista así como su elevado índice de conectividad (DHL index¹⁴) con los países de la UEM y los Estados vecinos cuyas monedas están vinculadas al euro, permiten explicar ese alto porcentaje de depósitos en euros.

De los 12 países incluidos en el análisis, 6 han aumentado la proporción de depósitos en euros y 6 lo han disminuido. El neto total es favorable para los depósitos en euros, que han pasado del 80,1% en 2013 al 80,4% en 2014.

¹⁴ El índice de conectividad global es un indicador que mide el grado de globalización de una economía. Se construye a través de cuatro pilares: comercio internacional, flujos de capital, tecnologías de la información y flujos migratorios. En los informes publicados por DHL también se pueden extraer los principales socios comerciales de cada uno de los países participantes (140 en 2014).

GRÁFICO 1.8: PORCENTAJE DE DEPÓSITOS EN EUROS EN PAÍSES NO MIEMBROS DE LA UEM Y EN PAÍSES CANDIDATOS/POTENCIALES CANDIDATOS (Como porcentaje de los depósitos en moneda extranjera)



Fuente: ECB (2015).

Por el contrario, los depósitos en euros en España han disminuido en 2014 y en 2015 (1,8% y 1,5% respectivamente) mientras que los depósitos en moneda extranjera se redujeron en 2014 un 9,6% pero han aumentado en 2015 un 2,8% (BdE, 2015). Datos que podrían explicar parcialmente por qué los depósitos totales en euros han descendido y los depósitos en euros en países de fuera de la Eurozona aumentado. En cualquier caso, el descenso de los depósitos en España se relaciona más con un efecto sustitución hacia los fondos de inversión, que ofrecen actualmente más rentabilidad que la que se puede obtener en depósitos de ahorro o similares.

1.3.3.2. Evolución de los préstamos en euros

El volumen total de préstamos denominados en euros en el mundo ha decrecido entre 2013 y 2014, a precios corrientes, de los 1,11 billones de dólares a los 1,08 billones, no solo como consecuencia de la depreciación del euro en 2014 sino también por los procesos de despalancamiento del sector privado en las principales economías de la UEM. Reducción de la deuda que tiene explicaciones de oferta y de demanda: de oferta, porque la regulación bancaria se ha endurecido (aumentos de los requisitos de capital) y porque se ha producido una penalización de determinadas operaciones tradicionales de la banca, y sobre todo de demanda, porque las familias y empresas están sobreendeudadas y amortizan sus deudas poco a poco.

En porcentaje con respecto al total de préstamos y a precios constantes, se produce una nueva caída, del 18,3% en 2013 al 16,1% en 2014, en respuesta a la menor concesión de préstamos en la Eurozona a lo largo de ese mismo año¹⁵. El porcentaje de préstamos en dólares y en yenes también disminuyen, del 56,9% al 51,9% y del 3,2% al 2,5%, respectivamente. Sin embargo, se produce un incremento sustancial en el caso de otras

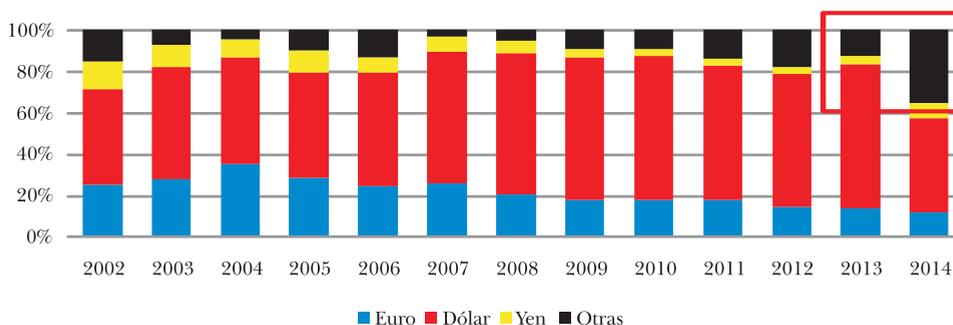
¹⁵ Véase el informe del BCE: *Monetary Developments in the Euro Area. December 2014*.



monedas: del 21,7% en 2013 al 29,5%, lo que viene a corroborar de nuevo el auge de las divisas de los mercados emergentes.

Esta misma comparativa pero enfocada a la actividad fuera de la Eurozona alcanza un resultado aún más significativo. El gráfico 1.9 muestra que el volumen de préstamos en euros con respecto al total de préstamos a prestatarios no pertenecientes a la Eurozona ha disminuido otra vez, del 14,2% en 2013 al 12% en 2014. Por su parte, el dólar presenta una abrupta caída del 69,2% al 45,7% en esos mismos años, que coincide con un repunte de los préstamos en yenes (del 4% al 7,3%) pero sobre todo con las exorbitantes cifras de «otras monedas», que crecen del 12,6% en 2013 al 35,1% en 2014. Cifras que se podrían explicar, atendiendo al informe de internacionalización del RMB de Deutsche Bank (2014), por las altas tasas de crecimiento de la concesión de préstamos en China en relación a los países avanzados y por la renacionalización del crédito en moneda local en muchos otros países emergentes.

GRÁFICO 1.9: PRÉSTAMOS POR BANCOS DE FUERA DE LA EUROZONA A PRESTATARIOS DE FUERA DE LA EUROZONA
(Datos en porcentaje, a tipo de cambio constante)

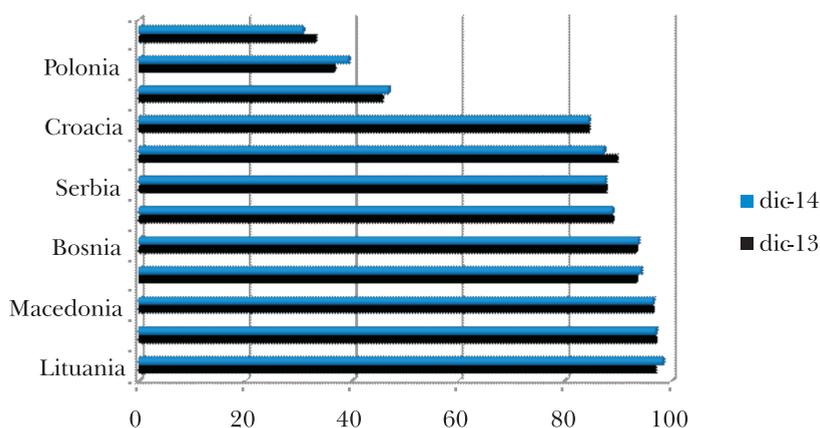


Fuente: ECB (2015).

Pero esta ligera pérdida de peso del euro en el mundo, en general, y fuera de la UEM, en particular, no se observa en la Europa del este, donde se ha producido un incremento del 1% del volumen de préstamos denominados en euros. En el gráfico 1.10 se muestra, por un lado, que en la mayoría de países se ha incrementado el porcentaje de préstamos en euros con respecto al total de préstamos en moneda extranjera en 2014 (excepto en Albania y Turquía) y, por otro, que existen intensas disparidades entre ellos, destacando por sus elevadas ratios de préstamos en euros: Lituania¹⁶, Bulgaria y Macedonia. La fidelidad de los países del Este refuerza la idea de que el proceso de euroización del *hinterland* europeo está funcionando, ayudado por la continuada inestabilidad de estas economías.

¹⁶ Nótese que los datos aquí presentados son de diciembre de 2014, justo antes de la incorporación a la Eurozona el 1 de enero de 2015. Por tanto, es lógico que el peso del euro en el volumen de préstamos sea elevado en este país.

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



Fuente: ECB (2015).

Finalmente, en la tabla 1.3 se presenta el riesgo bancario de estos países de la Europa Occidental en términos de préstamos/depositos denominados en euros. Rumanía, Hungría, Bosnia y Polonia (Lituania también pero se excluye del análisis por la reciente adhesión al Área Euro) son los países donde mayor desequilibrio existe entre el volumen de préstamos concedidos en euros y el volumen de depósitos en esa misma moneda. Estos desajustes hacen más vulnerable al sistema bancario de ese país porque ante un episodio de intensa depreciación de la moneda nacional se pueden generar mayores dificultades en la devolución de las deudas. Un ejemplo relativamente reciente lo podemos encontrar en Hungría (2008), que terminó siendo rescatada por el FMI a través de un *Stand-By Arrangement*.

**TABLA 1.3: RIESGO BANCARIO (MISMATCH DE DIVISAS) EN LOS PAÍSES DEL ESTE, RELACIONADO CON EL EURO**

País	2013	2014	Diferencia
Albania	0,98	0,97	0,00
Bosnia	1,74	1,71	-0,03
Bulgaria	1,59	1,33	-0,25
Croacia	0,89	0,85	-0,04
Hungría	1,64	1,60	-0,03
Lituania	3,80	3,35	-0,44
Macedonia	1,14	1,14	0,00
Polonia	1,75	1,80	0,06
Rep. Checa	1,07	1,05	-0,02
Rumania	1,86	1,59	-0,28
Serbia	0,81	0,72	-0,09
Turquía	0,76	0,82	0,06

Fuente: elaboración propia a partir de ECB (2015).

Nota: el riesgo bancario aquí mostrado se define como la ratio préstamo/depósito, denominados en euros (*LTD: Loan-to-deposit ratio*). Un nivel superior a uno significa que los depósitos no cubren los préstamos, por lo que se produciría un descuadre entre el pasivo y el activo del *balance sheet*, que habría que compensar con otras partidas y que reflejaría una exposición del sistema bancario ante escenarios de depreciación de la moneda local.

1.3.3.3. Otros indicadores de confianza en el euro

La utilización del euro como moneda paralela está directamente relacionada con la confianza que los agentes económicos le otorgan a la hora de tomar decisiones de ahorro e inversión. Por esta razón, el BCE publica dos interesantes indicadores para medir esas expectativas. El primero se basa en la encuesta que realiza semestralmente el Banco Central austriaco (OeNB) sobre la confianza en el euro, en donde se ofrece en detalle los resultados en los países del este de Europa, y el segundo se refiere a la evolución del envío de billetes de euros a destinos fuera de la Eurozona. Este indicador es útil para tener una idea aproximada de la cantidad de billetes que circulan en el exterior, puesto que según el BCE (2015) es muy complicado conocer los datos con exactitud.

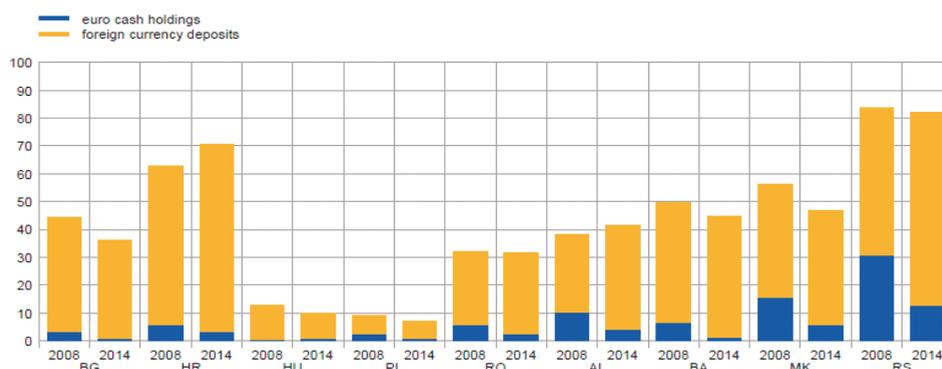
Encuesta OeNB

El gráfico 1.11 muestra la confianza que tienen los países de la Europa del este en el euro a través del índice de euroización (Brown and Stix, 2015). Cuanto mayor es el porcentaje de efectivo en euros de los hogares y de depósitos en moneda extranjera con respecto al total de efectivo más el total de depósitos, tanto mayor es la confianza mostrada en la estabilidad de la moneda única, sus políticas económicas y las instituciones europeas, o sea, mayor es el grado de euroización. Sin embargo, también puede ser consecuencia de una menor confianza en su propia moneda por episodios de inflación, problemas de seguridad jurídica, etc.

Aunque entre 2008 y 2014 se ha observado un descenso del efectivo en euros en casi todos los países analizados, los depósitos en moneda extranjera (la mayor parte están denominados en euros) se han mantenido estables, o incluso aumentado en algunos casos como Albania, Croacia y Serbia (Gráfico 1.11). De hecho, es en estos dos últimos países donde se observa mayor nivel de euroización (influido por la atracción del proyecto europeo pero también por el deterioro de sus cuadros macro), junto con Macedonia, Bosnia y Bulgaria, que presentan regímenes cambiarios *hard peg*.

Al mismo tiempo, Macedonia, Bosnia y Bulgaria han reducido el índice de euroización entre 2008 y 2014, descenso que obedece según el BCE (2015: 40) a dos razones: por el lado de la oferta, a la eficacia de las intervenciones en la regulación bancaria, que buscan reducir la exposición en moneda extranjera y, por el lado de la demanda, al desarrollo del mercado de capitales en moneda local en estos países.

GRÁFICO 1.11. ÍNDICE DE EUROIZACIÓN (Porcentajes)



Fuente: OeNB (2015).

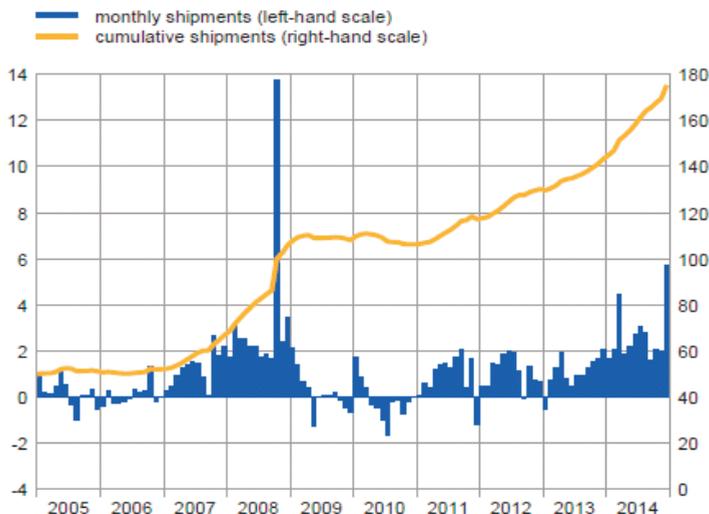
Nota: Euroisation index = (euro cash + foreign currency deposits) / (total cash + total deposits). Para mayor detalle sobre la metodología ver Scheiber and Stix (2009).

Envíos netos en barco de billetes de euros a destinos fuera de la zona del euro

El gráfico 1.12 muestra que el envío neto de billetes de euros al exterior de la Eurozona no ha parado de crecer desde principios de 2011, intensificándose desde diciembre de 2014 tras los problemas en Ucrania y los avances producidos en Grecia. Rusia continúa como destino predilecto, donde por cuarto año consecutivo crecen los envíos de billetes¹⁷.

¹⁷ Como ya apuntamos en la edición anterior: «este envío de billetes al exterior también se asocia a la utilización del euro como depósito de valor y riqueza de origen dudoso. La existencia de billetes de €500 permite acumular la divisa en efectivo con mayor facilidad que por ejemplo en dólares, cuyo billete de mayor valor es de \$100.»

GRÁFICO 1.12. ENVÍOS NETOS EN BARCO DE BILLETES DE EUROS A DESTINOS FUERA DE LA ZONA DEL EURO (Cifras en miles de millones de euros, corregidas estacionalmente)



Fuente: ECB (2015).

1.4. EL EURO EN LOS MERCADOS FINANCIEROS

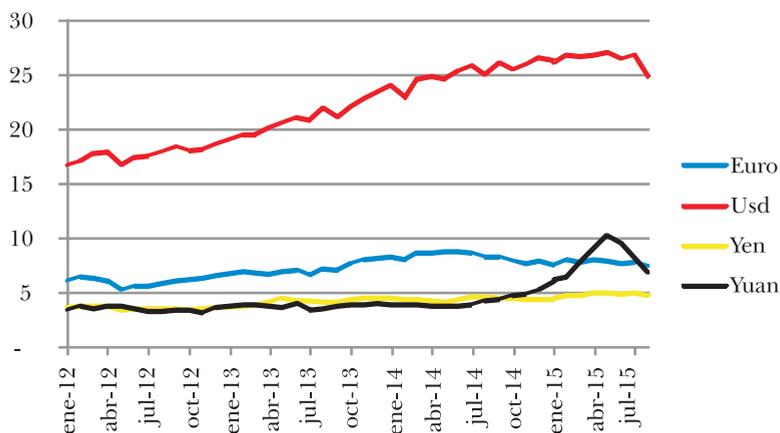
Con el objetivo de analizar la participación del euro en los mercados financieros y de valorar su importancia relativa frente al resto de monedas, se presenta una síntesis de su utilización en la renta variable, renta fija, mercado monetario, mercado de divisas y mercado de derivados. Aunque no se estudian todos los tipos existentes sí se recoge una parte substancial de las operaciones financieras en euros a nivel internacional.

Renta variable

La capitalización bursátil por divisas (gráfico 1.13) evidencia el «exorbitante privilegio» del dólar frente al resto de monedas. Según datos del *World Federation of Exchanges*, prácticamente triplica las cifras del euro, que continúa en segunda posición pero pierde algo de peso entre 2014 y 2015 (-5,8%), en línea con los riesgos de cola derivados de la incertidumbre en Grecia.

Pero la noticia más importante en 2015 se ha producido en China, en donde la explosión de las bolsas de Shanghai y Shenzhen elevó la capitalización bursátil en yuanes hasta los 10 billones de dólares (con un pico en mayo), momento a partir del cual se produce una fuerte corrección y se instaura la idea de que la debilidad mostrada por la economía china no responde a un proceso de reequilibrio sino a un escenario de *hard landing*. Actualmente la capitalización bursátil en yuanes se sitúa en tercera posición, por detrás del dólar y del euro pero por delante del yen.

GRÁFICO 1.13. CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL POR DIVISAS
(Cifras en billones de dólares)



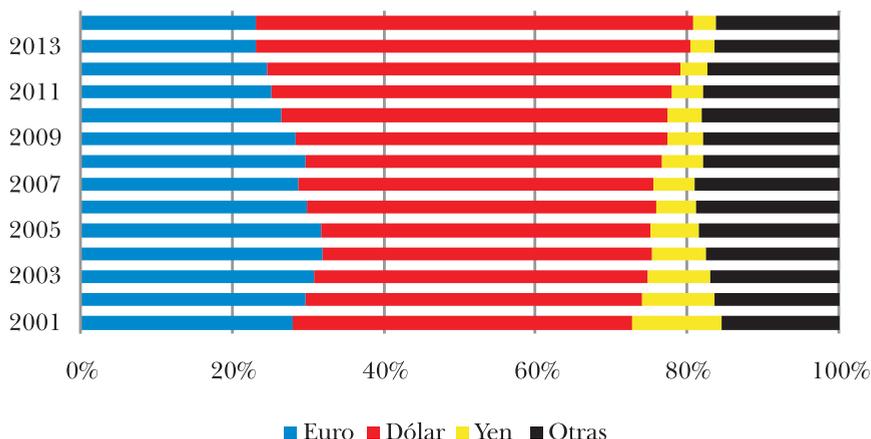
Fuente: World Federation of Exchanges.

NOTA: WFE es una asociación que agrupa a 57 mercados financieros de acciones, futuros y opciones y que publica numerosas estadísticas sobre bolsa, entre las que se encuentra la capitalización bursátil por monedas.

Renta fija

Los datos del Banco Central Europeo (2015) muestran que la proporción de deuda internacional en euros en 2014, a tipo de cambio constante y según la medida restrictiva del BCE, que comprende solo la emisión en una moneda distinta a la del país en el que reside el prestatario, es del 23,1% del total de deuda, 0,1 puntos porcentuales menos que en 2013 (gráfico 1.14). Con esta moderada caída, el porcentaje de deuda internacional en euros encadena 6 años consecutivos de descenso, y se aleja del dólar, que continúa ocupando la primera posición (el 57,7% de la deuda internacional mundial está emitida en dólares). Por tanto, el dólar sigue siendo la moneda de referencia, con gran diferencia, fuera de Europa.

GRÁFICO 1.14.
PROPORCIÓN DE LA DEUDA INTERNACIONAL POR DIVISAS
(Medida restrictiva, a tipo de cambio constante)



Fuente: ECB (2015).

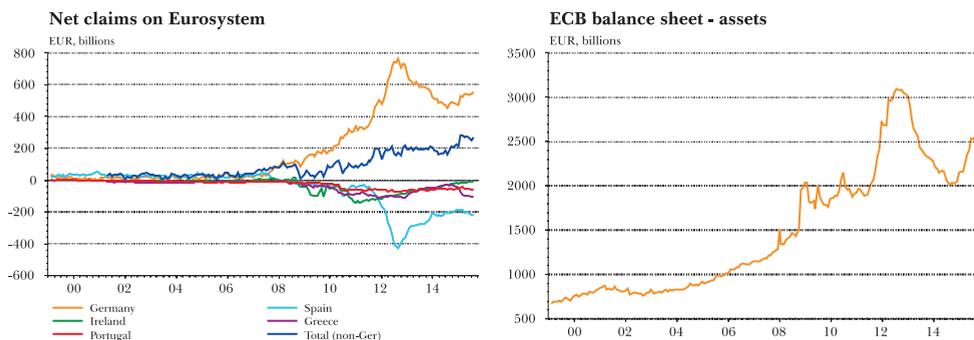
Nota: Según el BCE (2015), la medida restrictiva comprende solo la emisión en una moneda distinta a la del país en el que reside el prestatario.

Mercado monetario

El sistema de pagos TARGET2 confirma su liderazgo en el mercado europeo. En él se liquidan el 91% del valor total de los grandes pagos en euros. A nivel mundial ocupa la tercera posición por volumen de operaciones, por detrás de los sistemas americanos CLS y Fedwire, que han ganado terreno relativo como consecuencia de la volatilidad de la cotización del euro frente al dólar en el Forex (*Target Annual Report*, 2015: 11).

Como es sabido, TARGET2 permite la reasignación automática de liquidez entre los bancos comerciales de la Eurozona, lo que facilita la canalización del ahorro de aquellas regiones con exceso de liquidez (principalmente Alemania) hacia los países con mayores necesidades (fundamentalmente España e Italia pero también Grecia), que es lo que ocurre por definición en una unión monetaria dado que es uno de sus objetivos. El gráfico 1.15a recoge la posición acreedora o deudora de algunos de los países de la zona euro. Destacan los casos de Alemania (acreedor) y España (deudor), cuyas diferencias se han ido corrigiendo desde finales de 2012 por la devolución de la financiación recibida en años anteriores. No obstante, se observa un repunte de la posición acreedora alemana y deudora española desde enero de 2015, coincidiendo con el proceso de expansión monetaria llevada a cabo por el BCE (ver gráfico 1.15b).

GRÁFICOS 1.15A Y 1.15B. BALANCE NETO CON EL EUROSISTEMA Y LA NUEVA EXPANSIÓN MONETARIA



Fuente: Thomson Reuters Datastream / Fathom Consulting.

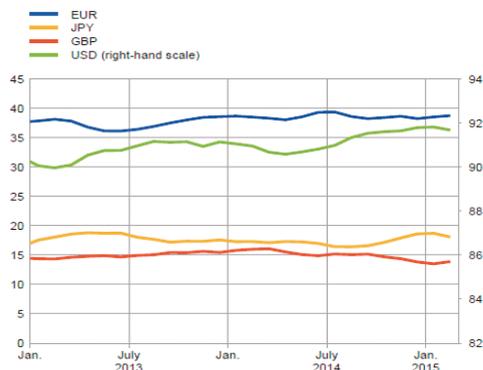
Mercado de divisas

Los datos del CLS sobre la participación de las divisas como contrapartida en las transacciones internacionales señalan que el dólar es, con diferencia, la moneda que más interviene en cada operación. En el gráfico 1.16a se puede observar que el porcentaje de participación en la negociación media diaria a principios de 2015 supera el 90%, mientras el euro roza el 40%, el yen el 20% y la libra el 15% (puesto que en cada transacción intervienen dos monedas, la suma de las participaciones individuales cada año será de 200%, a falta de las cifras del resto de monedas). El euro, además, participa con mayor frecuencia en el Forex en 2014 con respecto a 2013 (38,5% frente a 37,4%).

Del análisis de los datos presentados en los gráficos 1.16a y 1.16b se extraen dos grandes conclusiones: 1) Tanto el dólar como la libra presentan una elevada participación como contrapartida en el mercado de divisas en relación al peso que tiene el PIB de Estados Unidos y el del Reino Unido en el mundo. La ratio divisa/PIB es de casi 4 en EEUU y de 6 en UK, mientras que la del euro es de 2,5 y la del yen de 3. Esto significa que la participación del dólar en el Forex es casi cuatro veces el peso del PIB americano en el mundo; y 2) la caída del peso del PIB en EEUU, Eurozona y Japón con respecto al PIB mundial apenas se ha trasladado a una pérdida de participación de sus monedas como contrapartida en el Forex.

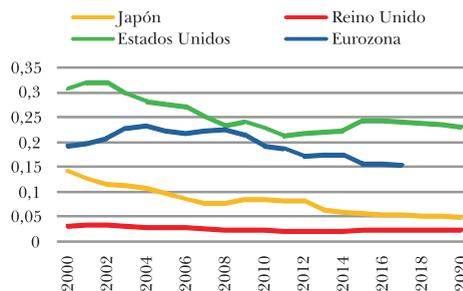


GRÁFICOS 1.16A Y 1.16B. PARTICIPACIÓN COMO CONTRAPARTIDA EN LAS TRANSACCIONES VS PESO DEL PIB DEL PAÍS EN EL MUNDO



Fuente: CLS (2015).

Nota: Puesto que en cada transacción intervienen dos monedas, la suma de las participaciones individuales cada año será de 200%.



Fuente: FMI (2015).

Nota: PIB a precios corrientes.

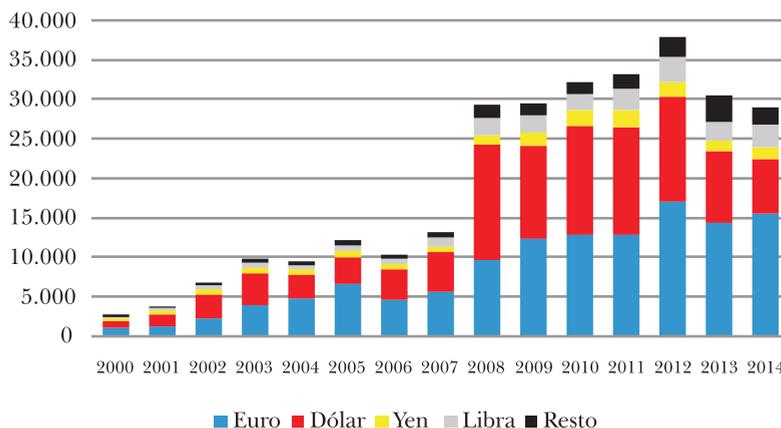
Mercado de derivados

De acuerdo a la información más reciente publicada por el BIS (2015), el volumen de negociación en los mercados no organizados de derivados de tipos de interés ha caído un 4,5% entre 2013 y 2014, básicamente por el descenso en los contratos en dólares, que se contraen casi un 25%. Esta reducción del volumen de negociación responde al menor uso de estos instrumentos por su elevada volatilidad, como ha sido el objetivo de la nueva regulación bancaria.

Los contratos en euros, por su parte, continúan suponiendo casi la mitad de los contratos llevados a cabo en el mercado OTC de derivados de tipos de interés. Además, la tasa de variación anual del volumen de negociación ha crecido un 8% en 2014.

GRÁFICO 1.17. VOLUMEN DE NEGOCIACIÓN EN MERCADOS OTC DE DERIVADOS DE TIPOS DE INTERÉS

(Miles de millones de dólares, valor de mercado bruto)



Fuente: BIS (2015).

1.5. CONCLUSIONES

Aunque la conclusión fundamental de este capítulo es que el euro se consolida como moneda regional y que no termina de irrumpir en los mercados internacionales para discutirle la primera posición al dólar, tratamos de resumir en 10 puntos las principales conclusiones del papel del euro en el mundo y de los cambios más significativos sucedidos en 2014 y 2015:

1. La intensa depreciación nominal del euro frente al dólar iniciada en 2014 ha continuado hasta abril de 2015, momento a partir del cual se ha estabilizado con altibajos en los aproximadamente 1,1€/\$. Los diferenciales negativos de tipos de interés en la UEM con respecto a EEUU explican en gran medida la debilidad de la moneda única. Por el contrario, el euro gana valor frente al renminbi por el deterioro de las expectativas de crecimiento económico en China y por su consecuente política monetaria expansiva.
2. En términos relativos, se produce un estancamiento de la utilización del euro como medio de pago en las transacciones de mercancías extra-AE de los países miembros, tanto en el caso de las exportaciones como en el de las importaciones de bienes y servicios. Sin embargo, en términos absolutos se produce un aumento de la utilización del euro por el incremento de las transacciones intra-Área Euro (4,1%) y por la mejora de las exportaciones e importaciones de la Eurozona hacia/desde destinos fuera del Área Euro (7,6% y 3,7%).



3. Grecia continúa con porcentajes de uso del euro como moneda de pago en las transacciones internacionales muy bajos (del orden del 30% en bienes y del 35% en servicios). Además, en el caso de mercancías la tendencia es bajista, puesto que comercia algo menos con la Eurozona al tiempo que estrecha lazos con Rusia, Irak y Kazajistán.
4. La proporción del euro en las reservas mundiales de divisas, a precios constantes, disminuye ligeramente en 2014, y encadena 5 años consecutivos de descenso. Sin embargo, sigue manteniéndose con diferencia en segunda posición por detrás del dólar, que continúa con su posición dominante pero que también cede terreno frente al yuan.
Noruega, Suecia, Reino Unido y Suiza han reducido sus reservas de divisas en euros notablemente entre 2009 y 2014 mientras que Estados Unidos, Rusia, Rumanía y Croacia las han incrementado en ese mismo periodo.
5. El número de países que vinculan su moneda explícitamente al euro apenas ha variado en 2015, pero se han producido dos cambios significativos: 1) Lituania ha pasado a formar parte de la Eurozona desde el 1 de enero de 2015, por lo que el número de Estados miembros aumenta a 19 y 2) Suiza abandonó en enero de 2015 el techo de tipo de cambio de los 1,20 CHF/EUR, establecido en 2011 para compensar la intensa apreciación del franco.
6. A fecha de cierre de este Anuario, existen cinco economías plenamente euroizadas en las que la divisa europea es la única moneda de curso legal: Andorra, Kosovo, Mónaco, Montenegro y San Marino, y dos que siguen un régimen de convertibilidad con el euro: Bosnia y Herzegovina y Bulgaria. Además, existen otros 34 países que utilizan algún otro tipo de sistema cambiario vinculado al euro.
7. Los depósitos en euros con respecto al total de depósitos en el mundo han disminuido en 2014, a tipo de cambio constante, por los riesgos de cola derivados de una eventual salida de Grecia de la Eurozona, por el auge de las divisas de países emergentes y por la penalización que ha establecido el BCE al situar en terreno negativo el *Euro Overnight Deposit* desde julio de 2014.
8. Los préstamos concedidos en euros con respecto al total de préstamos en el mundo han caído en 2014, a tipo de cambio constante, al tiempo que se han disparado los denominados en yuanes en ese mismo periodo.
9. Los indicadores de confianza en el euro (índice de euroización y envío de billetes a destinos fuera de la Eurozona) apuntan que el este de Europa continúa con su proceso paulatino de vinculación al euro.
10. En los mercados financieros, el papel de euro sigue siendo secundario: el dólar continúa liderando la capitalización bursátil por divisas (triplica las cifras del euro); el porcentaje de deuda internacional en euros con respecto al total de deuda encadena seis años consecutivos de caída, mercado que lidera holgadamente el dólar; TARGET2 confirma su liderazgo en el mercado europeo y se sitúa en tercera posición en el mundo por volumen de operaciones por detrás de CLS y Fedwire. Asimismo, se observa una reciente ampliación de la posición deudora y acreedora de países como España y Alemania, respectivamente, tras la mejoría de los últimos años; el euro es la segunda moneda más utilizada en el Forex por



detrás del dólar, que continúa liderando el mercado ampliamente. Además, las últimas cifras señalan que la moneda única participa en los intercambios con mayor frecuencia que en años anteriores; y los contratos en euros en el mercado OTC de derivados de tipos de interés suponen casi la mitad de los contratos llevados a cabo en dicho mercado.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- AREAER (2014): «Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions». International Monetary Fund.
- AREAER (2015): «Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions». International Monetary Fund.
- Bank for International Settlements (2012): «Lessons on the ‘Impossible Trinity’». BIS Paper n° 68. October 2012.
- Bank for International Settlements (2015): «OTC derivatives statistics at end-December 2014». Monetary and Economic Department. April 2015.
- Brown, M. and Stix, H. (2015): «The Euroisation of bank deposits in Eastern Europe». Economic Policy, Vol. 30, Issue 81, pp. 95-139.
- HSBC (2014): «Reserve Management Trends, 2014». HSBC.
- ICEX (2015): «Informe económico y comercial». Oficina Económica y Comercial de España en Atenas. Abril de 2015.
- European Central Bank (2014): «The international role of the euro». July 2014. ECB, Eurosystem.
- European Central Bank (2015): «Target Annual Report 2014». May 2015. ECB, Eurosystem.
- European Central Bank (2015): «The international role of the euro». July 2015. ECB, Eurosystem.



ANEXOS

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

Composición de las reservas de divisas de una selección de países no miembros de la Eurozona							
(Proporción de euros con respecto al total de reservas; porcentajes: a tipo de cambio corriente)							
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	
Miembros de la UE pero no de la UEM							
Bulgaria	99,1	99,6	99,9	99,9	100,0	93,2	
Croacia	71,7	73,7	75,9	80,3	68,7	79,8	
República Checa	61,3	57,4	60,1	58,7	69,7	52,5	
Polonia	36,7	35,0	30,4	30,9	30,7	33,1	
Rumanía	65,2	67,2	77,8	73,0	65,9	75,0	
Suecia	48,1	50,0	37,0	37,1	37,0	33,9	
Reino Unido	65,5	59,0	59,1	60,4	43,0	45,7	
Otras economías							
Canadá	43,8	40,0	37,0	54,1	47,2	38,4	
Noruega	47,2	36,4	36,1	35,9	36,5	28,0	
Rusia	33,2	43,1	42,1	40,4	41,1	43,3	
Suiza	58,1	54,9	50,5	50,1	47,8	46,3	
Estados Unidos	59,0	54,2	53,5	57,0	62,8	62,9	
Chile	36,5	35,2	31,5	19,8	18,8	19,5	
Perú	18,5	16,8	43,2	30,0	30,0	26,0	

Fuente: ECB (2015).



2. EVOLUCIÓN DE LA FRAGMENTACIÓN FINANCIERA EN EL AÑO 2015

JOSÉ RAMÓN DIEZ GUIJARRO¹

EXECUTIVE SUMMARY

This paper analyses the evolution of financial fragmentation in the Eurozone in the various segments of financial market, starting with wholesale finance, money and public and private debt markets and moving on to retail banking markets. On the whole, fragmentation indicators in Europe have improved continuously over the last two years, rebounding to close to pre-sovereign debt crisis levels. Price dispersion has decreased significantly, volumes are up, and in some markets such as the money markets, homebias has fallen.

The greatest progress has particularly happened in some segments of the wholesale financial markets that are very important to Spain. Since mid 2013, the group of countries that faced major headwinds (Spain, Italy and Portugal) have seen an average 170-basis point reduction in interest rates for new credit to small enterprises (loans of less than 1 million euros) compared to one of only 40 basis points in Germany. The improvement has been especially pronounced in the case of Spanish small and medium enterprises, which have enjoyed a reduction in the cost of credit of around 200 basis points since mid 2013. As a result, the extra financial cost in relation to their German counterparts narrowed from over 200 basis points in 2013 to less than 60 basis points in September 2015. These levels reflect the significant impact of TLTRO in opening up SMEs' access to bank finance in countries such as Spain, or Italy. Moreover, this improvement was not significantly interrupted during the periods of greatest stress at the time of the Greek government-debt crisis, highlighting the robust nature of the shift in fortunes and discrimination shown by the markets.

Thus, the new measures implemented by the ECB, such as quantitative easing or the TLTRO programme, have played a decisive role in driving the decrease in financial fragmentation in the Eurozone. From here on, potential further improvements will be likely linked with structural developments in the European construction process and/or the management of a number of new risks, such as declining liquidity in some market segments. It will therefore be necessary to monitor closely how fragmentation can be affected by episodes of extreme volatility in certain financial markets, such as those experi-

¹ José Ramón Díez es Director del Servicio de Estudios de Bankia y Profesor en IE Business School y CUNEF.



enced last year. The main assumption being that the exceptional liquidity conditions in money markets and bond purchasing by central banks will reduce the visibility and hinder the management of this risk.

In summary, although it appears that fragmentation is finally being curtailed, there is still a long way to go before the intended goal of robust and irreversible financial integration in Europe is accomplished. This challenge will require further work on fully developing the Banking Union and other complementary institutional initiatives such as the Capital Markets Union and keeping a closer eye on possible new sources of instability. The proposal to create a Capital Markets Union presented in February 2015 forms part of this effort and aims to break down the barriers inhibiting cross-border investments in the European Union and restricting companies' access to finance. The proposals focus on opening up alternative non banking sources of financing for the real economy, fostering efforts to raise capital, facilitating debt issues for SMEs, and developing new lending schemes such as crowdfunding and venture capital.

2.1. INTRODUCCIÓN

En este trabajo se analiza la evolución de la fragmentación en la zona euro en los distintos segmentos del mercado financiero, empezando por los mercados mayoristas de financiación, monetarios y de deuda pública y privada, para proseguir por los mercados bancarios minoristas. En general, se observa una mejora continua de los indicadores de fragmentación en Europa en los dos últimos años, que vuelven a aproximarse a los niveles previos a la crisis de la deuda soberana. La dispersión de los precios se ha reducido significativamente, los volúmenes tienen un buen comportamiento y, en algunos mercados, como los monetarios, se reduce el sesgo doméstico.

Pero ha sido especialmente en algunos segmentos de los mercados de financiación minoristas muy importantes para nuestro país, donde los avances han sido más marcados. En este sentido, cabe destacar que desde mediados de 2013 el grupo de los países que sufrieron fuertes tensiones (España, Italia y Portugal) ha acumulado una reducción de los tipos de interés de las nuevas operaciones de crédito a pequeñas empresas (créditos inferiores a un millón de euros) de unos 170 puntos básicos de promedio, frente a un ajuste de 40 puntos básicos en un país como Alemania. La mejora ha sido especialmente visible en el caso de las pequeñas y medianas empresas españolas, para las que el crédito nuevo se han abaratado cerca de 200 puntos básicos desde mediados de 2013, de forma que el sobrecoste que soportaban respecto a sus homólogas alemanas se redujo desde los más de 200 puntos básicos de 2013 a menos de 60 puntos básicos en septiembre de 2015. Estos niveles reflejarían la importancia que está teniendo el TLTRO en la recuperación de la financiación bancaria a pymes en países como España o, especialmente, Italia. Y, además, esta tendencia de mejora no experimentó disrupciones importantes en los momentos de mayor tensión de la crisis griega, lo que demuestra la solidez del cambio de tendencia y la discriminación que están ejerciendo los mercados.



Por tanto, las nuevas medidas del BCE, como la puesta en marcha de un QE (*Quantitative Easing*) o el TLTRO han terminado siendo determinantes para consolidar la tendencia de reducción de la fragmentación financiera en la zona euro. A partir de este punto, las mejoras potenciales adicionales estarán ligadas a avances estructurales en el proceso de construcción europea y/o a la gestión de algunos nuevos riesgos como es el descenso de la liquidez en algunos segmentos del mercado. En este sentido, habrá que monitorizar a partir de ahora cómo pueden afectar a la fragmentación episodios de elevada volatilidad en algunos mercados financieros como los que se han detectado en el último año. Partiendo de la base de que el excepcional contexto de liquidez en los mercados monetarios y las compras de bonos por parte de los bancos centrales dificultan la visibilidad y gestión de este riesgo.

En definitiva, aunque la fragmentación parece estar en camino de superarse, todavía queda lejos el objetivo de alcanzar una integración financiera sólida e irreversible en Europa, una meta que requiere seguir profundizando en el desarrollo pleno de la Unión Bancaria y de otras iniciativas institucionales complementarias, como la Unión del Mercado de Capitales y extremar la vigilancia sobre posibles nuevos focos de inestabilidad. En esta línea se sitúa la propuesta de crear una Unión del Mercado de Capitales, presentada en febrero de 2015, cuyo objetivo es eliminar las barreras que bloquean las inversiones transfronterizas en la Unión Europea y que impiden a las empresas el acceso a la financiación. Las propuestas van dirigidas a fomentar vías de financiación alternativas a las bancarias para las empresas, favoreciendo la obtención de capital, las emisiones de deuda y el desarrollo de sistemas de financiación no bancarios, como el *crowdfunding* o el capital riesgo.

2.2. INDICADORES DE LOS MERCADOS MONETARIOS

La revisión de los indicadores más útiles para medir el grado de fragmentación de los mercados monetarios sigue apuntando a una senda de mejora. No puede afirmarse que se haya regresado a la situación que era habitual antes del inicio de la crisis, aunque, sin lugar a dudas, se está cerca. En todo caso, las medidas que, desde distintos ámbitos, se han ido implementando en los últimos años, hacen muy difícil que se pueda volver a los niveles «normales» antes de la crisis, pues algunas de ellas han dado pie a cambios estructurales en los mercados. Por otro lado, tampoco sería deseable que se alcanzaran algunos de esos parámetros porque, no hay que olvidar, supondría cometer los mismos errores que nos llevaron a la crisis financiera que hemos padecido.

A grandes rasgos, lo importante es que se ha reducido la dispersión entre los tipos de interés negociados en los distintos mercados y que se ha seguido ampliando el rango de contrapartidas utilizadas en las operaciones (menor sesgo doméstico), si bien, continúa existiendo un abultado exceso de liquidez².

² El exceso de liquidez entendido como el dinero que las entidades financieras tienen depositado en el Banco Central que excede de las reservas obligatorias que deben mantener.



2.2.1. EL EXCESO DE LIQUIDEZ VUELVE A AUMENTAR, PERO NO POR MOTIVOS DE PRECAUCIÓN

Después de experimentar una gran reducción en 2013 y 2014, el exceso de liquidez acumulado por las entidades de contrapartida ha aumentado sensiblemente a lo largo de 2015. La reducción de tal exceso se ha valorado en el pasado como un indicador de reducción del grado de fragmentación del mercado, en la medida en que se entendía que reflejaba un menor deseo de las entidades de acumular un colchón de seguridad, así como la mejora de su acceso a los mercados mayoristas de financiación.

El aumento del exceso de liquidez que se ha producido en 2015, cercano a los 500.000 millones de euros (ver gráfico 1), no tiene tanto que ver con las motivaciones citadas porque no se ha observado un deterioro de las condiciones de mercado, sino con un cambio en la instrumentación de la política monetaria del Banco Central Europeo (BCE). En concreto, dos decisiones del BCE de carácter no convencional provocaron un cambio substancial en la situación de liquidez del sistema: i) la puesta en marcha de un programa de préstamos condicionados a la concesión de créditos (denominados *Targeted Longer-Term Refinancing Operations*, TLTROs por sus siglas en inglés) ha supuesto una inyección total de 400.000 millones de euros entre septiembre de 2014 y septiembre de 2015; ii) la implementación de un programa de compra de activos (QE o *Quantitative Easing*) que se ha traducido en una liquidez adicional de 470.000 millones de euros desde marzo de este año (ver gráfico 2).

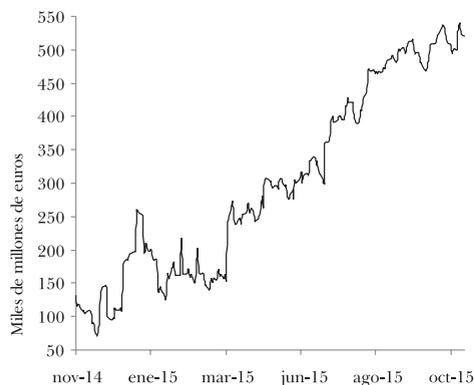
El aumento de la liquidez global que la estrategia del BCE ha producido no ha encontrado contrapartida en igual medida en el crecimiento del crédito al sector privado (magnitud que sí ha crecido en 2015, pero levemente) ni en un aumento del flujo de inversión en otros activos, como sucedía con los títulos de deuda pública en los peores años de la crisis (su bajo rendimiento, la incipiente tendencia de caída en sus precios y alguna incertidumbre sobre su tratamiento regulatorio en el futuro, pueden haber desincentivado esta práctica). Por tanto, las entidades mantienen esa liquidez en sus cuentas en el banco central.

Otra consecuencia de tal exceso de liquidez es que provoca una disminución de los volúmenes negociados en los mercados monetarios, tanto en depósitos no asegurados como en repos, sin que de ello deba desprenderse una lectura negativa. Más bien, la abundancia de liquidez es tal y tan barata que las entidades ven reducidos los estímulos para acudir al mercado.



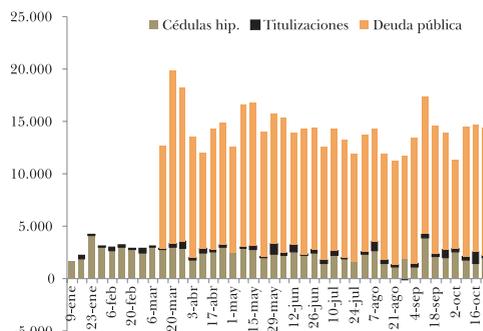
GRÁFICO 1

EXCESO DE LIQUIDEZ EN LA UEM



Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO 2

BCE: COMPRAS DE ACTIVOS
Volumen semanal en millones de euros

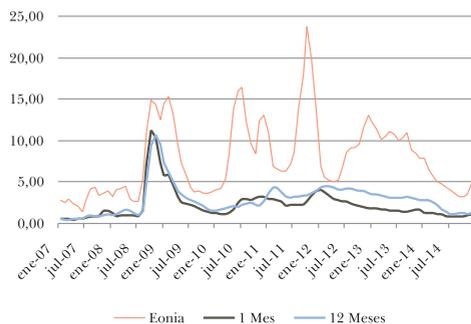
Fuente: Bloomberg.

2.2.2. SE HA SEGUIDO REDUCIENDO LA DISPERSIÓN ENTRE LOS TIPOS DE INTERÉS MONETARIOS

El grado de dispersión de los tipos de interés del mercado interbancario y del mercado de repos ha mantenido durante 2014 la tendencia a la baja que se venía observando desde 2012 (ver gráfico 3).

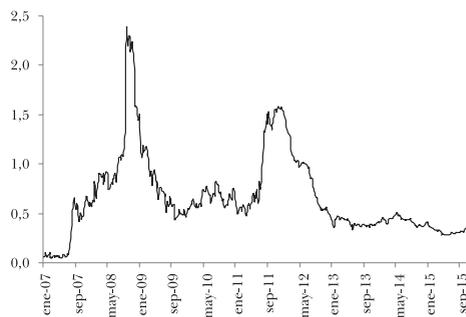
En el caso de los tipos Euribor a 1 mes y a 12 meses el grado de dispersión llegó a niveles propios de una situación de normalidad, al acercarse mucho a cero. También se observa una mejora de la dispersión en los tipos a un día, aunque aún tendría margen para nuevos descensos, si bien limitados. Esta diferencia entre plazos se debe a que el tipo Eonia es un tipo de interés efectivamente negociado en el mercado a plazo de un día, mientras que los otros son referencias que se obtienen de un panel de bancos que contribuyen los tipos de interés a los que estarían dispuestos a prestar a bancos de primer nivel (*prime bank*).

GRÁFICO 3
TIPOS DE INTERBANCARIOS
Desviación estándar de tipos diarios
entre bancos de diferentes países
de la UEM



Fuente: BCE.

GRÁFICO 4
PRIMA DE RIESGO DEPÓSITO
A 12M
Diferencia entre el Euribor
y el OIS



Fuente: BCE.

El escaso uso de los índices Eurepo como referencia para el coste de operaciones interbancarias con colateral ha llevado a que se dejaran de publicar en 2015. Por tanto, no nos es posible realizar el análisis de dispersión en este caso.

Otro análisis de sumo interés que también apunta a la mejora del sentimiento de los actores en el mercado monetario y, por tanto, a una menor fragmentación, es el que toma en cuenta la prima de riesgo del mismo, medida a través del diferencial entre un tipo Euribor a un plazo determinado y el tipo fijo de un contrato OIS al mismo plazo (*Overnight Interest Swap*, contrato *swap* cuyo tipo variable es el Eonia).

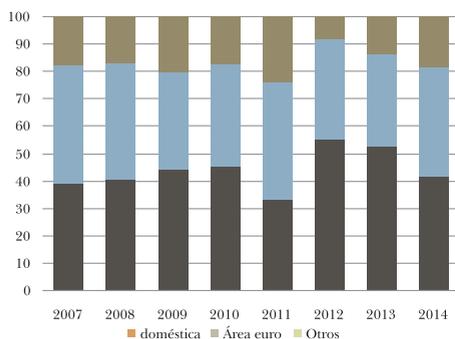
La reducción que se ha producido en esta prima ha sido muy importante en los últimos años y se ha prolongado también en 2015, aunque, lógicamente, a un ritmo inferior (ver gráfico 4). Desde los niveles actuales, en torno a los 30 puntos básicos para el plazo a 12 meses, no se pueden descartar mejoras adicionales en el futuro, pero probablemente su margen es escaso. La situación post-crisis es estructuralmente distinta y no se justificarían niveles de prima de riesgo como los que había en 2007.

2.2.3. AUMENTA LA DIVERSIFICACIÓN GEOGRÁFICA EN LAS CONTRAPARTIDAS

Resulta muy interesante el análisis de las contrapartidas geográficas en la operativa que se realiza en los mercados monetarios, distinguiendo entre el grupo de países que experimentó tensiones³ y el grupo que no las sufrió.

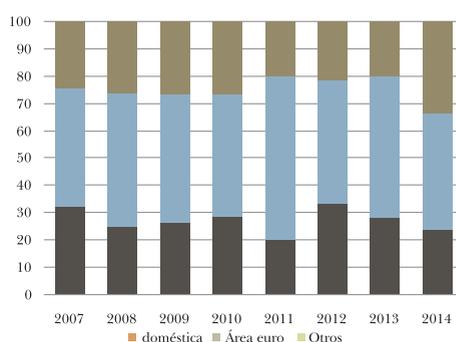
³ Los países que sufrieron tensiones fueron Italia, España, Portugal, Irlanda y Grecia.

GRÁFICO 5
PAÍSES CON TENSIONES:
CONTRAPARTIDA GEOGRÁFICA
Operativa en mercado interbancario y repos



Fuente: BCE.

GRÁFICO 6
PAÍSES SIN TENSIONES:
CONTRAPARTIDA GEOGRÁFICA
Operativa en mercado interbancario y repos



Fuente: BCE.

En el primero de estos grupos se observa un sano reequilibrio de las contrapartidas, aumentando las externas en detrimento de las domésticas, lo que se debe entender como una recuperación de la confianza de los inversores no residentes. El aumento de las contrapartidas externas se produce tanto en las de la zona euro como en las que se consideran «resto del mundo». En ambos casos aumentan más de cinco puntos porcentuales su peso sobre el total (ver gráfico 5). Con datos de 2014, casi el 60% de las contrapartidas son externas (en 2012 apenas representaban el 44%).

Por lo que respecta a los países que no experimentaron tensiones durante la crisis, la pauta es similar pero más acentuada. En éstos, el 76% de las contrapartidas fueron externas en 2014, correspondiendo el menor peso a las domésticas. Dentro de las externas, otro signo de mejora de la confianza inversora es que el peso de las contrapartidas de fuera de la zona euro se ha incrementado desde el 20% al 33% (ver gráfico 6).

En suma, hay una mejora evidente en la distribución geográfica de las contrapartidas en los dos grupos de países. Esa mayor diversificación es una prueba del aumento de la confianza de los inversores, no sólo entre los países vecinos de la zona euro, sino también de terceros países que han incrementado sus operaciones con aquellos.

2.3. INDICADORES DEL MERCADO DE BONOS SOBERANO

Sin lugar a dudas, el mercado de bonos soberanos es el que ha reflejado la mejora más importante en términos de reducción del grado de fragmentación que llegó a alcanzar durante la crisis financiera de la zona euro. El mérito de esta mejora es compartido. Por un lado, hay que reconocer los esfuerzos de cada país por reconducir sus finanzas y por llevar a cabo las reformas estructurales necesarias para aumentar la eficiencia y la competitividad de sus economías. Por otro, a nivel colectivo, esto es, en el marco de la Unión Europea, hay que valorar los avances en la mejora de la arquitectura europea

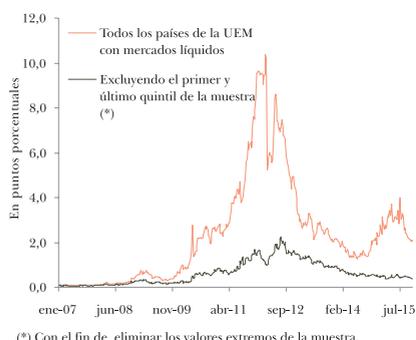
materializados en nuevos acuerdos, nuevas instituciones, nuevas tareas y procedimientos, etc. Por último, probablemente todo lo anterior hubiera sido mucho más difícil de llevar a cabo si una institución, como ha sido el BCE, no hubiera tomado decisiones clave en momentos muy complicados, gracias a las cuales se ha dispuesto del tiempo necesario para su gestación e implementación.

2.3.1. AUMENTA LA INTERRELACIÓN ENTRE LOS BONOS DE LOS PAÍSES DE LA ZONA EURO

La dispersión entre las rentabilidades de la deuda de los países de la zona euro muestra signos de estabilización en unos niveles algo más elevados que antes del inicio de la crisis. Todo indica que se ha alcanzado una situación de normalidad y las mayores divergencias entre las rentabilidades deben interpretarse como una mejor valoración de los riesgos asociados a cada emisor y no a la existencia de problemas de fragmentación en el mercado. Es cierto que las tensiones durante el verano por la situación de Grecia provocaron un repunte de este indicador, pero su estabilización, tras filtrar los datos extremos de la muestra, evidencia que las distorsiones que se produjeron en la zona no fueron generalizadas, sino que se limitaron, exclusivamente, al mercado griego.

El aumento de la correlación entre las rentabilidades de la deuda de los países *core* y las de los periféricos, hasta niveles que no se registraban desde 2009, confirma la reducción que se ha producido en la segmentación del mercado. Sin duda, a ello ha contribuido la mejora de la economía y los avances en la construcción europea, pero también el nuevo programa de compras del BCE que, en el fondo, ha supuesto un incremento de la presión compradora con una intensidad similar en los bonos de todos los países de la zona.

GRÁFICO 7
DISPERSIÓN RENTABILIDADES DEUDA DE PAÍSES DE LA UEM



Fuente: Bloomberg y Bankia Estudios.

GRÁFICO 8
CORRELACIÓN RENTABILIDADES DEUDA CORE Y PERIFÉRICA (*)



Fuente: Bloomberg y Bankia Estudios.

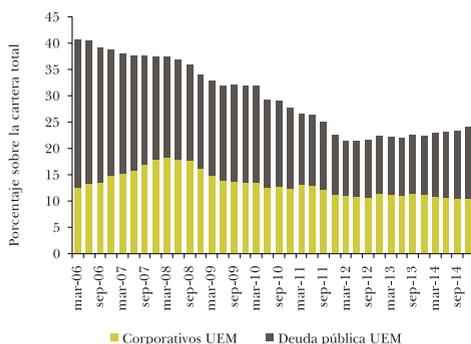
2.3.2. LAS ENTIDADES FINANCIERAS SIGUEN AUMENTANDO SUS TENENCIAS DE DEUDA DE OTROS EMISORES SOBERANOS DE LA ZONA EURO

Se trata de una tendencia que avanza con lentitud pero que se mantiene desde marzo de 2012. A lo largo de este periodo de tiempo, la deuda de otros emisores soberanos de la zona euro en manos de las entidades financieras ha repuntado, pasando su cuota desde el 10% al 13,5% actual (ver gráfico 9). Estamos, de nuevo, ante un proceso evidente de recuperación de la confianza de los inversores, que poco a poco reducen el sesgo doméstico de sus carteras para introducir una mayor diversificación, tanto hacia otros países de la zona euro, como a los de la UE que no han adoptado la moneda única (el peso de estos últimos ha aumentado desde el 3,7% al 4,3%).

Centrando la atención en el caso de la deuda pública española, el proceso es aún más evidente. Desde 2012, el porcentaje de bonos y obligaciones del Tesoro en manos de inversores no residentes ha aumentado de una manera ininterrumpida, pasando de representar en torno al 30% en los peores momentos, a más del 40% en la actualidad. De acuerdo con los últimos datos del Tesoro, los inversores no residentes son los mayores tenedores de bonos y obligaciones, a clara distancia de las entidades financieras, que son los segundos inversores con una cuota del 26%.

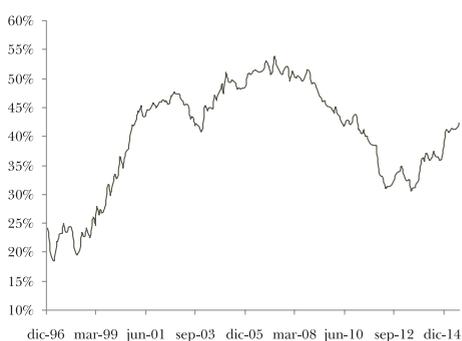
Estos avances aún tienen recorrido. Las entidades financieras han alcanzado una cuota del 24% de la deuda de emisores (públicos y privados) de otros países de la UEM, frente a niveles cercanos al 40% que ostentaban en 2008, con lo cual aún no se ha vuelto a una situación de «normalidad». En España, antes de la crisis, los inversores no residentes también tenían una cuota que superaba el 50% de los bonos y obligaciones en circulación, lo cual induce a pensar que aún hay un importante margen de mejora tanto en la cuota de no residentes como, presumiblemente, en reducción de la prima de riesgo de los títulos de Tesoro. Cabe esperar que ambos procesos, si concurren, vayan de la mano.

GRÁFICO 9
TENDENCIAS DE DEUDA DE EMISIONES DE OTROS PAÍSES DE LA UEM



Fuente: BCE.

GRÁFICO 10
ESPAÑA: CUOTA DE NO RESIDENTES
Porcentaje que acumulan de bonos obligaciones



Fuente: Banco de España.

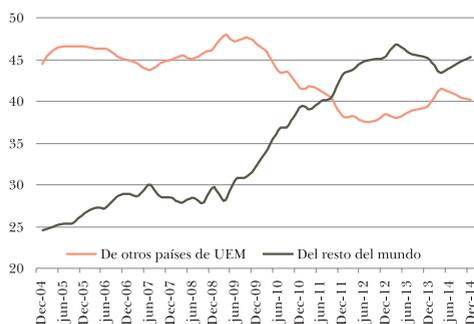
2.3.3. SE MANTIENE LA TENDENCIA A REDUCIR EL SESGO DOMÉSTICO N LAS CARTERAS DE LAS INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA

De forma similar a la conducta observada en las entidades financieras, los gestores de fondos de renta fija de Instituciones de Inversión Colectiva han aumentado el grado de diversificación de sus carteras, a la par que han reducido su sesgo doméstico.

En los peores momentos de la crisis financiera la tendencia de los gestores fue aumentar el peso de los activos de renta fija de otros emisores ajenos a la zona euro, en tanto que reducían la de éstos. Desde 2012, esta estrategia ha cambiado, disminuyendo el peso de los activos del resto del mundo y aumentando los de la UEM (ver gráfico 11). Hay que decir, no obstante, que es un proceso que se está desarrollando a un ritmo menor que el precedente, lo que vuelve a demostrar que la confianza de los inversores es algo que se pierde más rápidamente de lo que se recupera.

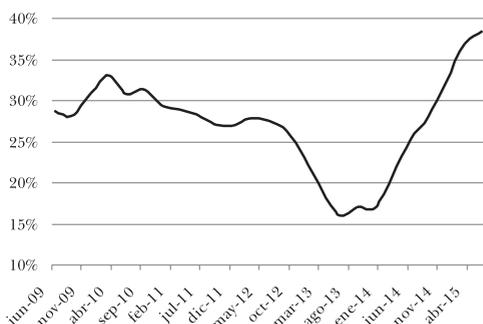
Por lo que respecta a los gestores de fondos de renta fija españoles, el hecho de que España fuera objeto de tensiones en los mercados de deuda introdujo algunas particularidades en su conducta. En su caso, durante la crisis se reforzó su sesgo doméstico, reduciéndose a la mitad el peso de los activos exteriores frente al total de la cartera de renta fija. Es a partir de 2013 cuando se observa un intenso proceso de diversificación hacia activos exteriores, acercándose su peso, en relativamente poco tiempo, hasta niveles del 40% del total de la cartera a mediados de 2015 (ver gráfico 12).

GRÁFICO 11
UEM: RENTA FIJA EN FONDOS DE INVERSIÓN
% del total de la cartera



Fuente: BCE.

GRÁFICO 12
ESPAÑA: RENTA FIJA EN FONDOS DE INVERSIÓN
% Cartera exterior sobre total de la cartera



Fuente: CNMV.

2.4. INDICADORES DEL MERCADO DE BONOS CORPORATIVOS

Obviamente, el mercado de bonos corporativos no ha sido ajeno a la mejora en el grado de fragmentación que hemos comentado en relación a los bonos soberanos. Esa



mejora es observable tanto en términos del buen comportamiento de la actividad emisora, a la que la demanda no ha defraudado, como atendiendo a la reducción de las tires y las primas de riesgo negociadas.

Los volúmenes de emisión han tenido una evolución satisfactoria, al margen de que su tendencia haya sido decreciente. Ello se debe al esfuerzo del sector privado empresarial por reducir su apalancamiento, al buen comportamiento de los flujos de autofinanciación vía beneficios y, también, a las menores necesidades de financiación. La respuesta de la demanda ha sido aún más satisfactoria, si cabe, con ratios⁴ de sobresuscripción medios por encima de tres provocados por unos inversores ávidos de encontrar rentabilidad extra en un entorno de tipos de interés en zona de mínimos históricos.

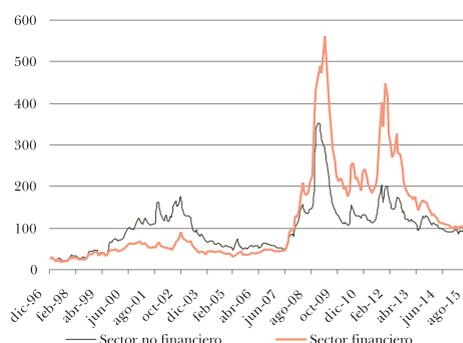
Por lo que respecta a las rentabilidades y a las primas de riesgo negociadas, aunque en los meses más recientes se ha producido un repunte por las dudas sobre el entorno económico y por circunstancias que han afectado a sectores muy concretos pero con alto peso en el mercado (sector de energía y materias primas, principalmente), es bien visible la mejora que se ha seguido produciendo desde los peores momentos de la crisis, tanto en el sector financiero como en el no financiero (ver gráficos 13 y 14).

GRÁFICO 13
RENTABILIDAD BONOS CORPORATIVOS UEM



Fuente: Bank of America Merrill Lynch.

GRÁFICO 14
SPREAD BONOS CORPORATIVOS UEM

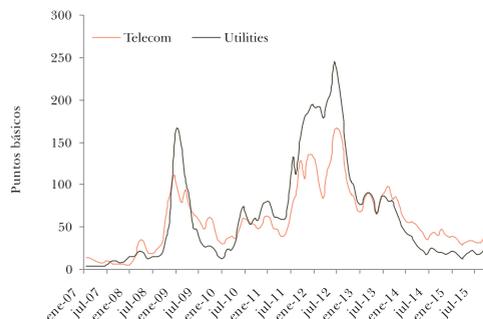


Fuente: Bank of America Merrill Lynch.

Otro indicador muy útil es el grado de dispersión de las primas de riesgo negociadas en el mercado de CDS (*Credit Default Swap*). En él se observa, perfectamente, la mejora que experimentan desde los máximos de 2012. En el caso concreto de los CDS de dos grandes sectores de la zona euro, como son *Utilities* y *Telecom*, vemos que la dispersión se ha reducido hasta niveles muy próximos a los que había antes del inicio de la crisis (por debajo de los 50 puntos básicos en ambos casos) (ver gráfico 15).

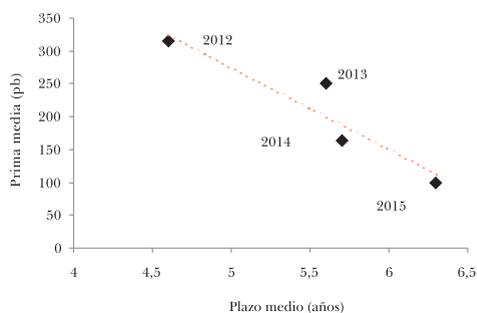
⁴ Una ratio de dos indica que la demanda duplica la oferta, lo cual se considera una buena magnitud.

GRÁFICO 15
DISPERSIÓN PRIMAS DE CDS 5A UEM MODO DEUDA PRIVADA EN ESPAÑA



Fuente: Bloomberg y Bankia Estudios.

GRÁFICO 16
MODO DEUDA PRIVADA EN ESPAÑA
Actividad emisora últimos años



Fuente: Bloomberg y Bankia Estudios.

Por último, es importante hacer una referencia al mercado de bonos privados español. Éste siguió, en 2014 y en lo que llevamos de 2015, la senda de mejoras que inició en 2012. En estos años, hemos asistido a un volumen creciente de emisiones, al debut de nuevos emisores, a unas condiciones de financiación cada vez mejores y a una participación de inversores no residentes cada vez mayor. Por ejemplo, hasta octubre, el volumen emitido en nuestro país ya supera en un 23% al emitido en todo 2012. Por lo que respecta a las condiciones, la tendencia ha sido muy positiva: se está logrando emitir a plazos cada vez más amplios y con unas primas medias cada vez más reducidas. Por ejemplo, el plazo medio de emisión entre 2012 y 2015 ha pasado de poco más de 4,5 años a los casi 6,5 actuales, en tanto que la prima de riesgo media actual es un tercio de la registrada en 2012 (ver gráfico 16).

2.5. INDICADORES DE LOS MERCADOS DE FINANCIACIÓN MINORISTAS

Al igual que en los mercados mayoristas, la integración en los mercados bancarios *retail* de la zona euro ha mejorado de forma continua en los dos últimos años, impulsada por las medidas de política monetaria no convencionales, por la puesta en marcha de la Unión Bancaria y por la recuperación del sector tras la crisis. Durante este tiempo, se ha logrado reducir considerablemente los costes de financiación, y su dispersión dentro del euro, al tiempo que se ha reactivado el flujo de crédito.

2.5.1. LA CONVERGENCIA DE LOS PRECIOS CONTINÚA

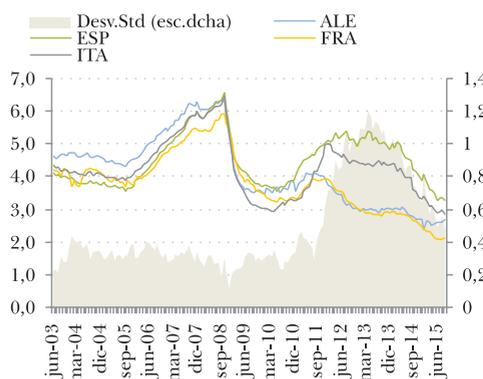
A lo largo de los dos últimos años, los indicadores de integración de los mercados bancarios basados en precios han evolucionado de forma muy favorable pero todavía presentan cierto margen de mejora, especialmente en la actividad de financiación.

En el crédito, la dispersión de los tipos de interés aplicados por los bancos ha disminuido significativamente, situándose en la mayor parte de los segmentos de negocio en niveles próximos a los existentes antes de la crisis de la deuda soberana, aunque todavía ligeramente superiores.

Este proceso de convergencia ha tenido lugar gracias a un ajuste de los precios de los préstamos minoristas más intenso en los países que atravesaron dificultades financieras y que partían de niveles de tipos de interés más altos; y en particular, en aquellos segmentos que han sido muy sensibles a los problemas de fragmentación, como es el caso de los préstamos a pequeñas y medianas empresas (ver gráficos 17 y 18).

GRÁFICO 17

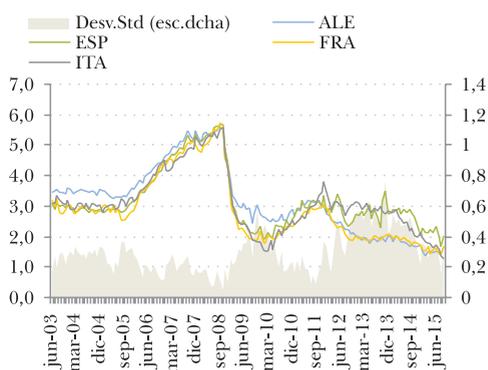
Tipo de interés medio ponderado de nuevas operaciones de crédito a empresas de importe hasta 1 mll. € (%)



Fuente: BCE y Bankia Estudios.

GRÁFICO 18

Tipo de interés medio ponderado de nuevas operaciones de crédito a empresas de importe superior a 1 mll. € (%)



Fuente: BCE y Bankia Estudios.

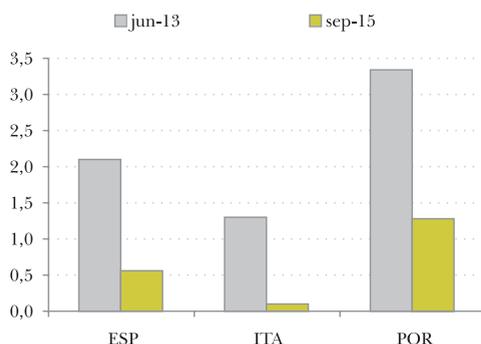
En concreto, desde mediados de 2013 el grupo de los países que sufrieron fuertes tensiones (España, Italia y Portugal) ha acumulado una reducción de los tipos de interés de las nuevas operaciones de crédito a pymes de unos -170 puntos básicos de promedio frente a un ajuste de -40 puntos básicos en un país principal como Alemania, ajeno a los *shocks* de financiación. La mejora ha sido especialmente visible en el caso de las pequeñas y medianas empresas españolas, para las que el crédito nuevo se han abaratado cerca de -200 puntos básicos desde mediados de 2013 de forma que el sobrecoste que soportaban respecto a sus homólogas alemanas se redujo desde los más de 200 puntos básicos de 2013 a menos de 60 puntos básicos en septiembre de 2015 (ver gráfico 19).

La intensidad del ajuste se repite en otros segmentos del crédito como en la financiación a grandes empresas, cuyos tipos de interés de nuevas operaciones disminuyen unos -140 puntos básicos en media desde junio de 2013 en los países afectados por las turbulencias, y en el crédito a familias para vivienda, que cae unos -85 puntos en el mismo período. En ambos casos se supera el abaratamiento experimentado en la economía alemana (unos -60 puntos básicos).

En la actividad de captación, la tendencia también es de mayor convergencia en tipos. Desde mediados de 2013, cuando los mercados estaban cerrados y la presión competitiva por los fondos *retail* era máxima, el tipo de interés de los depósitos de hogares a plazo en el grupo de países formado por España, Italia y Portugal se ha reducido un promedio de -120 puntos básicos frente a unos -45 en Alemania. De esta forma, la diferencia en la remuneración del plazo respecto a la principal economía europea se ha estrechado desde los 100 puntos básicos de media alcanzados en 2013 hasta los 20 puntos básicos actuales, llegando incluso a presentar un *spread* ligeramente negativo en el caso de los hogares españoles (ver gráfico 20), lo que está relacionado con las peculiaridades de cada sector respecto a las políticas comerciales de los bancos y a las decisiones de cartera de las familias y las empresas.

GRÁFICO 19

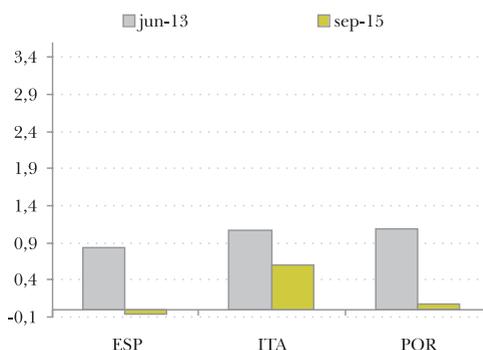
Diferencial respecto Alemania de los tipos de interés de nuevas operaciones de crédito a empresas por importe inferior a 1 mll. (pp)



Fuente: BCE y Bankia Estudios.

GRÁFICO 20

Diferencial respecto Alemania de los tipos de interés de nuevas operaciones de depósitos a plazo de hogares (pp)



Fuente: BCE y Bankia Estudios.

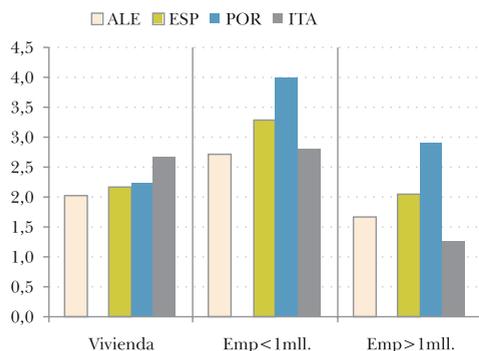
El panorama que revela la evolución de los indicadores de precios *retail* en los últimos dos años muestra una corrección importante de la fragmentación en los mercados bancarios minoristas y un aumento de la convergencia en precios entre países, deseable en escenarios de integración financiera.

No obstante, existe margen para mayores ganancias de convergencia, tanto en financiación como en captación ya que, en algunos segmentos y en algunos países, persiste cierto grado de disparidad aun teniendo en cuenta el distinto posicionamiento en el ciclo de las economías (ver los gráficos 21 y 22).

Sin embargo, cabe destacar que, aunque mejorables, los logros alcanzados hasta el momento son sólidos y así se refleja en el satisfactorio comportamiento de los precios bancarios durante la crisis griega del pasado verano de 2015. La ausencia de reacción de los precios minoristas, y de los volúmenes como se verá en el siguiente epígrafe, en las economías más expuestas al contagio demuestra que se está consolidando una integración financiera en los mercados bancarios más resistente y estable.

GRÁFICO 21

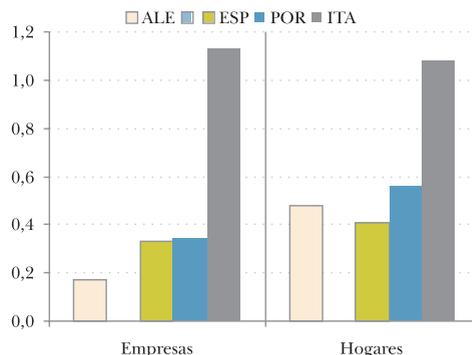
Tipos de interés medio ponderado de nuevas operaciones de crédito en sep-15 (pp)



Fuente: BCE y Bankia Estudios.

GRÁFICO 22

Tipos de interés medio ponderado de nuevas operaciones de depósitos a largo plazo en sep-15 (pp)



Fuente: BCE y Bankia Estudios.

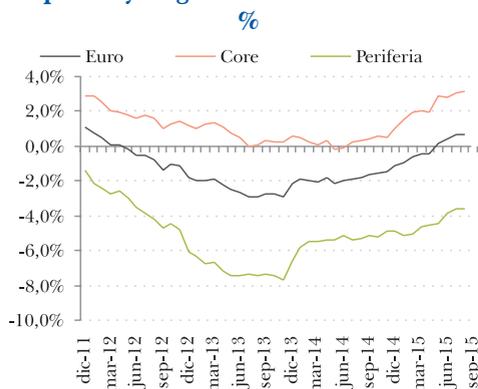
2.5.2. LOS VOLÚMENES CREDITICIOS CONFIRMAN LA MEJORA DE LOS MERCADOS BANCARIOS

Los indicadores de cantidad confirman la mejora de la evolución de los mercados bancarios de crédito, mientras que las tendencias en depósitos reflejan las diferentes estrategias nacionales de gestión del ahorro en un entorno de tipos de interés muy bajos.

Los volúmenes de financiación al sector privado de empresas y hogares en la zona euro han mostrado una recuperación progresiva desde 2013 que ha culminado en mayo de 2015 cuando las tasas de crecimiento del saldo vivo han vuelto al terreno positivo por primera vez en los últimos tres años (ver gráfico 23), del orden de +0,5% en septiembre.

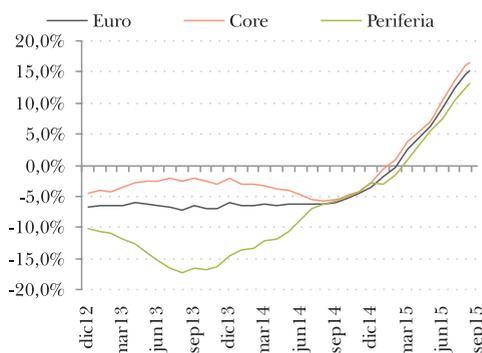
Al crecimiento de los volúmenes en las economías centrales del euro (+3% interanual en el *stock* de crédito a empresas y hogares y +20% en el flujo acumulado de nuevas operaciones a septiembre), se suma la recuperación de las nuevas operaciones de crédito en las economías más afectadas por la crisis (ver gráfico 24), que avanzan prácticamente a las mismas que el resto de la zona. A pesar de ello, este grupo de países todavía sufre la caída en el *stock* de crédito (-3,5% en septiembre de 2015), necesaria para completar su despalancamiento.

En el caso particular de España, ha tenido lugar un importante estímulo de la actividad crediticia en los dos últimos años. Desde 2014 vienen creciendo las nuevas operaciones de crédito a pymes y de hogares y, desde principios de 2015, también lo hacen las nuevas operaciones con grandes empresas. Hasta septiembre, el importe acumulado en el año de nuevas operaciones de crédito a empresas y hogares españoles ha aumentado un +16% respecto al año anterior, mostrando incrementos del +16% en empresas y del +27% en hogares.

GRÁFICO 23
Evolución del saldo vivo de crédito a empresas y hogares. Variación interanual


Periféricos: España, Grecia, Portugal, Italia, Irlanda, Chipre, Malta, Eslovenia y Letonia. Core: Alemania, Francia, Holanda, Austria, Bélgica, Finlandia y Luxemburgo.

Fuente: BCE y Bankia Estudios.

GRÁFICO 24
Evolución del saldo vivo de crédito a empresas y hogares. Variación interanual de media móvil 12 meses (%)


Fuente: BCE y Bankia Estudios.

El impulso de la oferta crediticia por parte de los bancos obedece, de forma general, a una percepción más favorable de los riesgos en la zona euro, a las mejores condiciones de financiación y al incremento de la competencia sectorial. Estos factores han influido en la progresiva relajación de los criterios para la concesión de créditos por parte de los bancos, tal y como se viene registrando en las encuestas sobre préstamos bancarios realizadas a lo largo de 2014 y 2015 (ver gráficos 25 y 26).

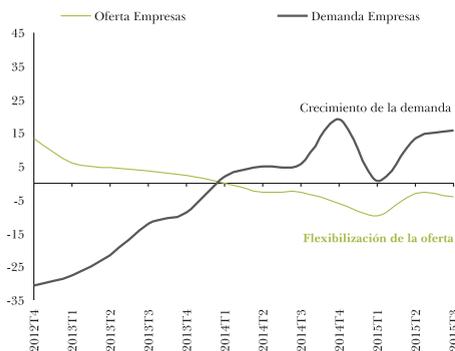
En paralelo, se ha producido una flexibilización de las condiciones generales aplicadas a los créditos destacando la reducción de los márgenes medios, muy superior en los países que han sufrido problemas de fragmentación graves como es el caso de España.

Asimismo, las entidades de la zona euro reconocen un crecimiento recurrente de la demanda de financiación en los dos últimos años, tanto por parte de las empresas como por los hogares a lo que ha contribuido el buen nivel de tipos de interés y la mayor confianza del consumidor.

Para finales del año 2015, los bancos de la zona euro esperan que continúen las tendencias que se vienen observando, de mayor disponibilidad de crédito para una demanda que sigue expandiéndose en Europa.

GRÁFICO 25

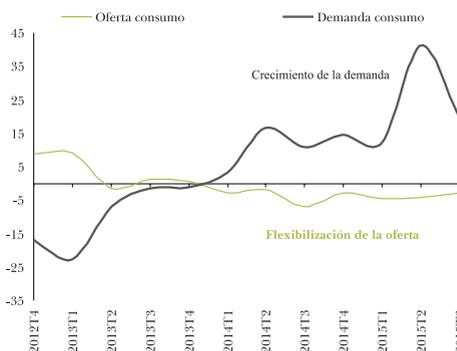
Encuesta sobre préstamos bancarios. Indicadores de oferta y demanda de crédito a empresas en el euro



Fuente: BCE y Bankia Estudios.

GRÁFICO 26

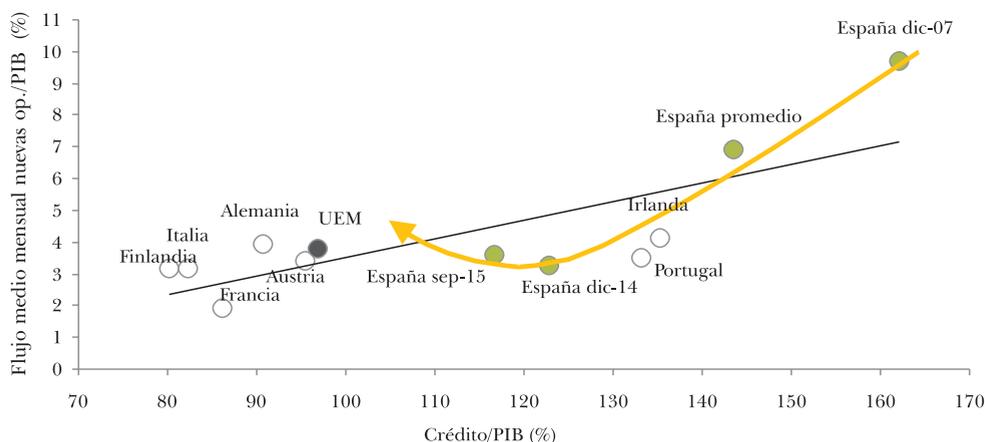
Encuesta sobre préstamos bancarios. Indicadores de oferta y demanda de crédito para familias consumo en el euro



Fuente: BCE y Bankia Estudios.

Con todo, aunque la recuperación del crédito en la zona euro es incipiente y, por tanto, tiene margen para seguir creciendo en los próximos años, es deseable que los flujos de financiación alcancen niveles sostenibles que, obviamente, estarán lejos de los crecimientos vistos en los años previos a la crisis, durante la fase de sobreendeudamiento. Incluso considerando la particular dependencia de la financiación bancaria de economías como la española, los flujos de nuevas operaciones deberían tender hacia niveles medios de la zona euro, compatibles con un apalancamiento más moderado, inferior al 100% del PIB (ver gráfico 27).

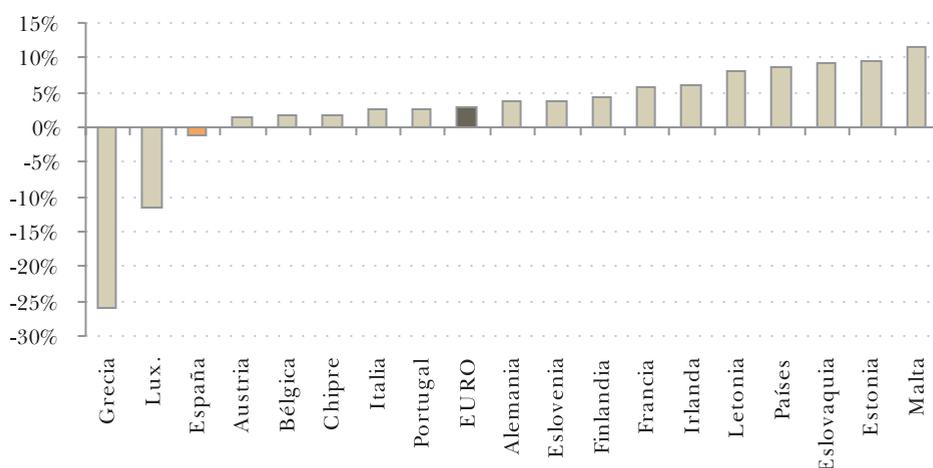
GRÁFICO 27. RELACIÓN ENTRE EL GRADO DE ENDEUDAMIENTO Y LOS FLUJOS DE NUEVAS OPERACIONES. PROMEDIO DIC.03-SEP15 (%)



Fuente: BCE y Bankia Estudios.

Respecto a la evolución de los depósitos, la tendencia es de crecimiento en la mayor parte de los países (+3% en el conjunto de la zona), con tres excepciones: Grecia que ha sufrido una importante fuga de depósitos en la primera mitad del año 2015, de forma que en septiembre había perdido un -26% del volumen de recursos minoristas de sus bancos (-41.100 millones de euros menos de depósitos), Luxemburgo afectado por su papel de centro financiero internacional y España, donde las decisiones de cartera de las empresas y hogares han dado lugar a un trasvase hacia otros productos de ahorro con mejores perspectivas de rentabilidad, como los fondos de inversión (ver gráfico 28).

GRÁFICO 28. TASA DE VARIACIÓN INTERANUAL DEL VOLUMEN DE DEPÓSITOS DE EMPRESAS Y HOGARES EN SEP-15 (%)



Fuente: BCE y Bankia Estudios.

Finalmente, la actividad bancaria transfronteriza a nivel *retail* continúa siendo residual en los principales sistemas financieros del euro, manteniéndose un elevado sesgo doméstico de los balances. Cabe esperar que los proyectos institucionales que están en marcha estimulen la competencia *cross border*, directa o a través de adquisiciones transfronterizas, al crear un campo de juego homogéneo para todas las entidades.

2.5.3. NUEVOS DESARROLLOS PARA LA INTEGRACIÓN DE LOS MERCADOS BANCARIOS

Los indicadores de precios y cantidades del mercado bancario muestran una evolución favorable de la integración en los dos últimos años, demostrando la eficacia del conjunto de medidas excepcionales que se adoptaron a finales de 2012 para hacer frente al grave problema de fragmentación financiera.

Las medidas de política económica no convencionales del BCE y puesta en marcha de la Unión Bancaria y de sus mecanismos (*single rule book*, Mecanismo Único de



Supervisión, Mecanismo Único de Resolución, armonización de los fondos de garantía) seguirán reportando efectos beneficiosos a la integración toda vez que su desarrollo no está completo y hay margen para profundizar.

Sin embargo, es preciso seguir trabajando en iniciativas nuevas que complementen las anteriores y permitan mantener el pulso integrador, especialmente cuando en el futuro las condiciones monetarias vuelvan a la normalidad.

En esta línea se sitúa la propuesta de crear una Unión del Mercado de Capitales, presentada en febrero de 2015, cuyo objetivo es eliminar las barreras que bloquean las inversiones transfronterizas en la Unión Europea y que impiden el acceso a la financiación a las empresas. Las propuestas van dirigidas a fomentar vías de financiación alternativas a las bancarias para las empresas, favoreciendo la obtención de capital, las emisiones de deuda y el desarrollo de sistemas de financiación no bancarios, como el *crowdfunding* o el capital riesgo.

2.6. EL DESCENSO DE LA LIQUIDEZ COMO NUEVO GENERADOR DEL RIESGO DE FRAGMENTACIÓN

En los últimos tres años se ha producido una evidente mejora en el grado de fragmentación de los mercados, reduciéndose, gracias a ello, sus nocivas consecuencias para la eficacia de la política monetaria, la asignación eficiente de recursos y una correcta formación del precio de los activos. Nadie cuestiona que este es un logro que hay que atribuir a las medidas puestas en marcha por las autoridades monetarias y económicas de la zona euro. Sin embargo, el carácter tan excepcional, en unos casos, o exigente, en otros, de esas medidas ha llevado a la economía, a las instituciones y a los mercados de la zona euro a una situación muy compleja y sin antecedentes históricos.

De la última crisis financiera se pueden extraer muchas lecciones. Una de ellas es que una crisis de liquidez en un mercado financiero concreto, por pérdida de confianza, puede devenir rápidamente en una crisis de solvencia para los participantes en él si no se ponen los remedios oportunos con prontitud. Otra, que el contagio desde un mercado financiero hacia otro puede producirse con gran rapidez, pudiendo, incluso, generar una perniciosa cadena que acaba afectando a los agentes privados, luego a los públicos y, al final, se llega a cuestionar la solvencia de un país.

Habiéndose tomado conciencia de estos riesgos, se aprecia una mayor atención a nivel global tendente a prevenir o anticipar cuál puede ser la siguiente amenaza para la estabilidad financiera, máxime cuando las principales economías aún no han alcanzado ritmos de crecimiento como los del pasado después de salir de una recesión.

En definitiva, la complejidad de la situación actual, unida a un recuerdo muy vivo de cómo se precipitaron los acontecimientos en los primeros años de la crisis, obligan a extremar la vigilancia sobre el surgimiento de posibles nuevos focos de inestabilidad. Uno de esos focos es el riesgo de iliquidez de los mercados, que está mereciendo una atención creciente desde hace un año, aproximadamente, tanto por instituciones públicas (FMI, BIS, BCE) como por agentes privados (bancos de inversión, agencias de rating, consultoras, etc.).



2.6.1. LIQUIDEZ EN CIRCULACIÓN VS LIQUIDEZ DE LOS MERCADOS

La abundante liquidez actualmente en circulación en el mercado monetario de la zona euro, como se ha señalado en el apartado 2, es el resultado de las medidas no convencionales de política monetaria puestas en marcha por el BCE. La última de ellas fue el tan esperado programa de compra de activos. Éste se empezó a aplicar en octubre de 2014 pero se amplió en marzo de 2015 a un ritmo de compras por valor de 60.000 millones de euros en media mensual, con el fin de lograr un aumento del balance de la institución de 1,1 billones de euros en el plazo que media entre marzo de 2015 y septiembre de 2016. Esas compras incluyen los siguientes activos de renta fija: cédulas hipotecarias (*covered bonds*), titulizaciones (*asset-backed securities* o ABS por sus siglas en inglés) y deuda pública (bonos soberanos y de agencias gubernamentales). El hecho de que no se esterilice la liquidez que se inyecta a través de las compras explica el fuerte aumento que ésta ha experimentado en los últimos meses, junto al hecho de que no se esté empleando íntegramente en otras finalidades como sería, por ejemplo, el aumento de la concesión de crédito a la economía real.

En suma, se ha producido un aumento extraordinario de la liquidez disponible, lo cual no quiere decir que toda esa liquidez esté circulando por los circuitos financieros, ya sea intermediados o desintermediados.

Por otro lado, el concepto de liquidez de un mercado se debe entender como el grado de facilidad para desprenderse de un activo financiero con un coste bajo y sin que se resienta su precio. Dicho de otro modo, que una orden de venta de un activo, por un volumen normal para el mercado en cuestión, no debería conllevar, para poder llevarse a cabo, un impacto importante en el precio de esa operación ni tampoco en el precio al que se negocia ese mismo activo en dicho mercado.

Que un mercado acuse una baja liquidez tiene varias implicaciones negativas. Por un lado, reduce la eficiencia del proceso de intermediación de fondos entre prestamistas y prestatarios, lo cual, en última instancia, reduce el flujo de financiación a la economía real y merma su crecimiento. Por otro lado, en un entorno de baja liquidez, los precios de los activos pueden sufrir tal distorsión que no reflejen adecuadamente sus fundamentales. En situaciones extremas, incluso, la volatilidad puede alcanzar cotas excesivas y, en el peor de los casos, producirse una práctica ausencia de operaciones.

Además de la liquidez de los mercados en sí misma, preocupa lo que podríamos llamar su resistencia a *shocks*. Ha habido varios episodios, relativamente recientes, que han evidenciado que mercados que en apariencia tenían unos niveles de liquidez normales han sufrido caídas repentinas y bruscas en la misma, con fuerte impacto en el precio de los activos negociados. Estos *flash crash*, como se han venido a denominar, son el resultado de una repentina sequía de liquidez en el mercado, entremezclada con otros factores, como pueden ser, por ejemplo, el error humano, los efectos de la operativa de alta frecuencia o, incluso, la intencionalidad de provocar un *crash* y obtener beneficios del mismo. Afortunadamente, la duración de estas mini-crisis ha sido muy reducida, pero puede que no siempre sea así.

Como ejemplo de estos episodios podemos citar los siguientes, en los que los protagonistas son algunos de los activos considerados tradicionalmente más líquidos:



- El 6 de mayo de 2010 el *Dow Jones* llegó a perder en cinco minutos 1000 puntos, lo que suponía la mayor caída en puntos de su historia en una sesión. La jornada se cerró con una pérdida de 345 puntos.
- El 14 de octubre de 2014 el bono de EEUU a 10 años abrió la sesión con una tir del 2,20% y después se desplomaba hasta alcanzar una rentabilidad mínima intradía del 1,86%, cerrando al final en 2,13%.
- En abril y en junio de 2015 se han producido dos movimientos inusuales en la tir del *bund* alemán a 10 años. El primero de ellos se inició en torno al 28 de abril y llevó la tir del 0,16% al 0,77% en seis sesiones. El segundo, iniciado a principios de junio, llevó la tir del 0,52% al 1,05% en siete sesiones. En los mercados se ha bautizado este comportamiento como *bund tantrum*.

2.6.2. FACTORES QUE PUEDEN HABER REDUCIDO LA LIQUIDEZ DEL MERCADO

En los últimos años se han producido una serie de cambios importantes en los mercados financieros que parece haber tenido un efecto colateral no deseado sobre la liquidez de determinados mercados o segmentos de mercado.

Entre esos cambios cabe destacar los siguientes:

- 1) El endurecimiento de las exigencias de capital para desarrollar ciertas actividades en los mercados parece que ha provocado una retirada de los bancos de inversión de estos negocios o, al menos, han reducido su presencia. En otros casos, además, se han impuesto límites a los riesgos que se podían tener en la cartera propia (*proprietary trading*). Esto ocurre, por ejemplo, con la función de creación de mercado (*market making*), en la que los bancos han reducido drásticamente sus carteras de títulos, antes mucho más abultadas y ahora más reducidas y ofrecidas sólo a grupos de clientes muy reducidos.
- 2) El desarrollo de las plataformas electrónicas de contratación han dado pie al importante crecimiento de una nueva operativa en los mercados sustentada en la combinación de: i) órdenes lanzadas por programas automáticos que aplican sofisticados algoritmos, y ii) la realización de muchísimas operaciones en intervalos reducidísimos de tiempo aprovechando los últimos avances tecnológicos (*high-frequency trading*).
- 3) El mayor protagonismo adquirido por otros participantes en los mercados financieros puede haber cambiado la respuesta de estos ante determinados shocks. Entre esos participantes sobresalen los fondos de inversión. Frente a los bancos de inversión, que tradicionalmente han desempeñado una función de provisión de liquidez al mercado (*sell-side*), los fondos de inversión actúan más como demandantes de liquidez (*buy-side*). El temor es que estos fondos de inversión se pueden ver forzados a protagonizar un comportamiento de rebaño por sus compromisos de dar liquidez casi inmediata a sus participaciones, cuando éstas se encuentran materializadas en activos cuya liquidez no está igual de garantizada (lo cual es más obvio en fondos que invierten en bonos con *rating* especulativo o en bonos de economías emergentes). En cuanto a otros inversores de naturaleza institucional,

como los fondos de cobertura (*hedge funds*), gestoras de fondos de pensiones y compañías de seguros, cuya conducta en los mercados podría hacer de contrapeso a la descrita para los fondos de inversión tradicionales, dado su carácter más oportunista (en el caso de los *hedge funds*) o por su perfil de inversión a plazos más largos (pensiones y seguros), no parece que puedan contribuir *de facto* a garantizar la liquidez en momentos puntuales de tensión.

- 4) Las compras de activos llevadas a cabo por los principales bancos centrales también han afectado a la liquidez de determinados activos, aunque, en este caso, a unos positivamente y a otros negativamente. Por ejemplo, se han visto beneficiados los bonos que entran en el objetivo de tales compras, al tiempo que los que quedan fuera puedan verse perjudicados. Otra cuestión de sumo interés es la escasez, aunque sea puntual, que se puede generar en los activos de determinados emisores soberanos ante el ingente volumen de compras que está llevando a cabo el BCE, sobre todo si se reproducen episodios de tensión que provoquen un aumento de la demanda de activos refugio (esta sensación de escasez puede, incluso, agudizarse si tenemos en cuenta la reducida emisión neta de tales activos refugio por parte de emisores como Alemania, Finlandia, Holanda o Austria). No obstante, hay que reconocer que el BCE es consciente de ello y está actuando para paliar esta situación, aumentando tanto la lista de activos elegibles en sus programas de QE como los límites autoimpuestos por emisor y emisión. Por último, otro problema que se detecta en el mercado de cédulas hipotecarias es que acusan una notable falta de demanda por la baja rentabilidad que ofrecen (debido a la presión de las compras del BCE), lo que, paradójicamente, obliga al BCE a «ocupar ese hueco» provocado por su propia operativa.

2.6.3. ¿CÓMO PREVENIR ESTE RIESGO?

Hay que señalar, en primer lugar, que los diferentes análisis que, hasta el momento, se han realizado desde distintas instancias sobre el riesgo de liquidez no han obtenido resultados del todo concluyentes. Es cierto que hay algunas señales de que la liquidez se ha deteriorado en algunos segmentos, sobre todo en los bonos corporativos de calidad más baja y también los bonos emitidos por economías emergentes, pero todavía no se puede hablar de un fenómeno generalizado.

Curiosamente, la percepción de que puede ser un riesgo que se esté «incubando» es mucho más clara cuando se habla con los *traders* y *brokers* de estos mercados, quienes sí señalan que les resulta más complicado realizar su labor de comprar, vender o encontrar contrapartida con la rapidez que lo hacían antes.

Por otro lado, cabe la posibilidad de que las excepcionales condiciones actuales de liquidez en los mercados monetarios, de apoyo por parte de los principales bancos centrales y de mayor apetito por el riesgo por el entorno de tipos de interés en mínimos históricos estén dificultando la visibilidad y la cuantificación de este riesgo o sofocando sus efectos. De ahí que haya voces que ya estén alertando sobre las consecuencias que, en términos de liquidez de un mercado, pueda tener el futuro proceso de normalización monetaria que deberá acometer el BCE.



Considerando lo anterior, los frentes de actuación posibles que se están planteando son variados, pero aún falta darles el impulso institucional suficiente para que lleguen a tiempo y sean eficaces. En este sentido, cabría destacar las siguientes propuestas:

- Hay que seguir vigilando muy de cerca este riesgo. Para ello, hay que poner los medios que permitan monitorizar, prácticamente, en tiempo real su evolución. Los diferentes estudios que ya se han realizado han identificado los suficientes indicadores⁵ como para poder seguir de cerca el riesgo de liquidez y detectar a tiempo la necesidad de actuar.
- Las autoridades y, más en concreto, el BCE deben ser conscientes de este riesgo (entendemos que en su caso sí lo es) y han de tenerlo en consideración cuando aborden el proceso de normalización monetaria que, en algún momento, habrá de iniciarse.
 - La regulación tiene que adaptarse para prevenir los riesgos que pueden emerger de los cambios que se han producido en la infraestructura de algunos mercados. En este sentido, podrían apuntarse varias líneas de actuación:
 - El auge que ha tenido la operativa automática y por alta frecuencia en algunos mercados precisa de una adaptación normativa que aún no se ha producido, aunque es cierto que ya se han empezado a dar los primeros pasos.
 - El exceso de regulación o unas exigencias demasiado altas pueden tener, en algunos casos, más inconvenientes que ventajas, como sucede en el deterioro que se aprecia en la actividad de creación de mercado. Sería deseable una revisión de esa normativa para suavizarla.
 - El regulador y el sector de fondos de inversión tienen que buscar una solución que reduzca los riesgos que emanan de su práctica de ofrecer una liquidez inmediata o casi inmediata a los clientes de estos productos, al tiempo que las carteras están invertidas en activos con liquidez más reducida. Las opciones son varias, desde establecer plazos de preaviso, exigir colchones de liquidez más elevados a las instituciones de inversión colectiva, hasta el establecimiento de una comisión de disposición inmediata cuya función sea hacer de desincentivo para los clientes más «nerviosos».

BIBLIOGRAFÍA

- Andreas Dombret - Member of the Executive Board of the Deutsche Bundesbank (nov-2013): «How to overcome fragmentation in the European financial market».
- Banco Central Europeo (sep-2015): «Euro Money Market Survey».
- Banco Central Europeo (abr-15): «Financial Integration in Europe»
- Banco Central Europeo (oct-14): «ECB announces operational details of asset-backed securities and covered bond purchase programmes».

⁵ En el FMI hay abundante literatura sobre los diferentes indicadores. Véase, de forma más resumida, su publicación trimestral «Global Financial Stability Report».



- Banco Central Europeo (jul-14): «Targeted Longer-Term Refinancing Operations».
- Banco Central Europeo (dic-14): «Fragmentation in the euro overnight unsecured money market».
- Banco Central Europeo (2015): «The Governing Council's expanded asset purchase programme».
- Banco de España (2014): «Integración financiera y modelos de financiación de los bancos globales».
- Banco de España (dic-13): «La fragmentación financiera en la zona del euro durante la crisis».
- BIS Quarterly Review (Sep-15) Volatility and evaporating liquidity during the bund tantrum.
- BIS Quarterly Review (Sep-15) Global liquidity indicators.
- BIS, Caruana, J (2012): «Assessing global liquidity from a financial stability perspective», speech at the 48th SEACEN Governors' Conference and High-Level Seminar, Ulaanbaatar, November.
- BIS, Caruana, J (2013): «Global liquidity: where do we stand?» speech at the Bank of Korea Annual Conference, Seoul, June.
- Comisión Europea (abr-2014): «European Financial Stability and Integration».
- Draghi, M.-President of the European Central Bank (feb-14): «Financial integration and banking union», Speech at the conference for the 20th anniversary of the establishment of the European Monetary Institute, Brussels.
- Fondo Monetario Internacional (2014): «From Fragmentation to Financial Integration in Europe».
- International Monetary Fund (Oct-15) Global Financial Stability Report. Market liquidity—resilient or fleeting?



3. LA POLÍTICA MONETARIA EN 2015. ANÁLISIS DEL CONTENIDO Y EFECTO DE LAS MEDIDAS EXTRAORDINARIAS

BLANCA NAVARRO PÉREZ¹

EXECUTIVE SUMMARY

The real protagonist in 2015 with regards to monetary policy in the euro area has been the announcement and implementation of the Expanded Asset Purchase Programme. Prior to this announcement, the unconventional measures of the European Central Bank (ECB) focused on providing abundant liquidity to the banking sector in the expectation that it would filter down into the real economy in the form of new loans to households and businesses. However, the unusual financial situation of many institutions (with balance sheets in need of consolidation) and the macroeconomic situation at the time prevented the ECB's monetary stimulus from filtering through to the desired extent, forcing the monetary authority to consider a change of approach. The year could therefore be considered as the moment when the approach changed from being 'banking focused' to a 'direct intervention' approach.

The ECB's monetary policy decisions need to be seen in a global context. In other economic areas, especially the USA (and to a lesser extent the United Kingdom), the debate is focused on the strategy for exiting exceptional measures. Europe is still in the phase of implementing quantitative easing.

The transition to a 'direct perspective' includes targeted longer term refinancing operations (TLTRO), which took full effect in 2015 and were intended to improve the transmission of the extremely loose monetary policy to the real economy by incentivising banks to lend more, although their quantitative effect was predicted to be modest from the outset. TLTROs, which were the ECB's central measure in 2014, continued to work in 2015 with the aim of incentivising greater lending in exchange for cheap funding for the banks. However, their ineffectiveness led to the real step forward with the announcement and implementation of the expanded asset purchase programme, which breaks new ground by including the purchase of government securities and involves a change of approach from the unconventional measures applied up until that point.

Interest rates were effectively as low as they could go and it was evident that the measures to provide the banking sector with liquidity were failing to achieve the ECB's

¹ Blanca Navarro Pérez es la Jefa del Servicio de Estudios de ICO.



objectives by themselves. Consequently, in the last few months of 2014 inflation expectations clearly began to diverge from the desired levels. The ECB's commitment to adopting all measures within its mandate, where necessary, required the institution to adopt new measures, since the existing programmes did not allow the balance sheet to expand sufficiently to achieve its objectives. The ECB was being asked by various sides to take bolder action, with American-style debt purchases.

So, in September 2014 the ECB announced its intention to increase its balance sheet to the levels of early 2012, which meant ambitious quantitative easing which had not been achievable with the instruments in effect at that time. That led to the announcement in January 2015 of the start of the expanded asset purchase programme, with monthly purchases amounting to 60 billion euros, which would be extended until at least September 2016. In reality, there are three complementary programmes, two of them already in effect² (ABSPP and CBPP3), for the purchase of asset-backed securities and covered bonds, respectively, and the third (PSPP), a genuine departure, to purchase public sector securities. The purchase of these public assets, which is an essential part of this package of measures and represents direct intervention in government debt markets without the intermediation of the banks, began in March.

The aim of this quantitative easing is to reduce asset yields in the markets in which the purchases are made as well as in other markets due to the expected restructuring of portfolios, so that monetary stimulus is ultimately transferred to the real economy. The ECB's credibility has been boosted, giving agents more confidence in this new action.

During the course of this year, instability re-emerged in Greece, which forced the ECB to make certain decisions about what was –in principle– a purely technical instrument, Emergency Liquidity Assistance (ELA).

All of these measures, and the new outlook achieved by Draghi by setting a target volume of assets for the ECB, have had their effects on financial markets and the real economy. In brief, the announcement caused the expected reduction in yields and increased inflation expectations, although its actual implementation has caused a certain amount of correction, a situation which was accentuated by the repricing process that began before the summer in light of the uncertainties coming from emerging countries and China in particular. The exchange rate is another of the variables most directly affected by this new move by the ECB and the euro depreciated against the dollar with the announcement and implementation, although there has been a subsequent partial correction due to various other factors.

The strategy of significantly expanding the balance sheet is not risk-free and its effects will have to be assessed in the coming months. Some commentators doubt whether the impact on yields will end up affecting household and business spending and therefore inflation. Other risks relate to the possible creation of bubbles or certain agents taking excessive risks.

² After the closing of this publication, the ECB approved new measures, consisting basically in the extension of its asset purchase program, at least until March 2017, and also in a deposit rate reduction leaving it at -0.3%. Those new measures do not distort the basics of the guidance mentioned during the article.



Lastly, the main challenge which the ECB will have to face in the coming years –as is occurring in other economic areas where the monetary expansion process is more advanced– will be the implementation of an exit strategy, in other words, a strategy to reduce the balance sheet that does not create distortions in the markets or compromise other objectives such as economic growth.

3.1. INTRODUCCIÓN

El verdadero protagonista del 2015 en materia de política monetaria en el área del euro ha sido el anuncio y puesta en marcha del Programa Ampliado de Compra de Activos. Hasta ese momento, las medidas no convencionales del Banco Central Europeo (BCE) estaban enfocadas a proveer de liquidez abundante a la banca con la expectativa de que ésta la transmitiera a la economía real en forma de nuevos préstamos a familias y empresas. Sin embargo, la peculiar situación financiera de muchas entidades (cuyos balances debían reducirse) y la coyuntura macroeconómica del momento impidieron que se produjera adecuadamente esa deseada transmisión del impulso monetario que estaba realizando el BCE, obligando a la autoridad monetaria a plantearse un cambio de enfoque. Así podemos calificar 2015 como el año del cambio de enfoque desde la «perspectiva bancaria» a la «perspectiva de intervención directa».

Es necesario poner en perspectiva las decisiones de política monetaria del BCE en el contexto mundial. En otras áreas económicas, en particular en EEUU (y en menor medida también en el Reino Unido), el debate está centrado en la estrategia de salida de las medidas excepcionales. En Europa todavía nos encontramos en la fase de puesta en marcha de la expansión cuantitativa.

Por el camino de la transición a una «perspectiva directa» se sitúan las operaciones de financiación a largo plazo con objetivo específico (TLTRO o *targeted longer-term refinancing operations*), que desplegaron plenos efectos en 2015 y que trataron de mejorar la transmisión de la extremadamente laxa política monetaria hacia la economía real, al incentivar el incremento del volumen de crédito por parte de los bancos, pero cuyo efecto cuantitativo ya se preveía desde el principio que iba a ser modesto. Las TLTRO, que fueron la medida estrella del BCE en 2014, siguieron funcionando durante 2015 con el objetivo de incentivar la mayor concesión de crédito a cambio de fondos baratos para los bancos. No obstante, su insuficiencia llevó al verdadero paso adelante que supuso anunciar y poner en marcha el programa ampliado de compra de activos, en donde aparece la compra de valores del sector público como auténtica novedad y supone un cambio de enfoque de las medidas no convencionales.

Los tipos de interés se encontraban en su límite inferior efectivo y se estaba constatando la ineficacia de las medidas de provisión de liquidez a la banca para alcanzar por sí solas los objetivos del BCE. En este contexto, en los últimos meses de 2014 las expectativas de inflación comenzaron a separarse de manera clara de los niveles deseados. El compromiso del BCE de adoptar todas las medidas a su alcance en el caso de que fuera necesario comprometía a la institución a adoptar nuevas medidas, pues los programas en vigor no permitían una expansión del balance suficiente para alcanzar sus objetivos.



Desde varios frentes se le venía reclamando al BCE una actuación más audaz, con compras de deuda al estilo americano.

Además, la anunciada intención de llevar el balance del BCE a los niveles de principios de 2012 obligaba a una ambiciosa expansión cuantitativa como la anunciada: compras mensuales de 60.000 millones de euros hasta, al menos, septiembre de 2016³ con el objetivo de reducir las rentabilidades de los activos de los mercados intervenidos y también del resto de mercados debido a la previsible recomposición de las carteras. La credibilidad del BCE sale reforzada, con lo que se incrementa la confianza de los agentes ante esta nueva actuación.

No hay que olvidar que por el camino resurgió la inestabilidad en Grecia, lo que obligó al BCE a tomar determinadas decisiones sobre lo que en principio era un instrumento puramente técnico, la Asistencia de Liquidez de Emergencia o *Emergency Liquidity Assistance* (ELA).

Todas estas medidas, y la nueva orientación de expectativas realizada por Draghi al autoimponerse un objetivo de volumen de activo del BCE, han tenido sus efectos en los mercados financieros y en la economía real. De manera resumida el anuncio provocó la esperable reducción de rentabilidades e incrementó las expectativas de inflación, si bien su efectiva puesta en marcha ha provocado cierta corrección, circunstancia que se vio acentuada por el proceso de *repricing* que comenzó antes del verano ante las incertidumbres provenientes de los países emergentes y en particular de China. El tipo de cambio es otra de las variables más directamente afectadas por este nuevo paso en la actuación del BCE, en donde se observa una depreciación del euro frente al dólar con el anuncio e implementación, que posteriormente ha corregido parcialmente por la existencia de otros múltiples factores.

La estrategia de fuerte expansión del balance no está exenta de riesgos y habrá que valorar en meses venideros sus efectos: hay autores que dudan si el impacto en rentabilidades se acabará trasladando al gasto de las familias y empresas y por lo tanto a la inflación. Otros riesgos estarían relacionados con la posible creación de burbujas o con la asunción de excesivos riesgos por parte de algunos agentes.

Por último, el principal reto al que deberá enfrentarse el BCE en los próximos años será, al igual que está ocurriendo en otras áreas económicas cuyo proceso de expansión monetaria está más avanzado, la implementación de una estrategia de salida, esto es, de reducción del balance, que no genere distorsiones en los mercados ni comprometa otros objetivos como el crecimiento económico.

3.2. LA POLÍTICA MONETARIA EUROPEA EN EL CONTEXTO MUNDIAL: DISTINTOS RITMOS Y ESTRATEGIAS DE SALIDA

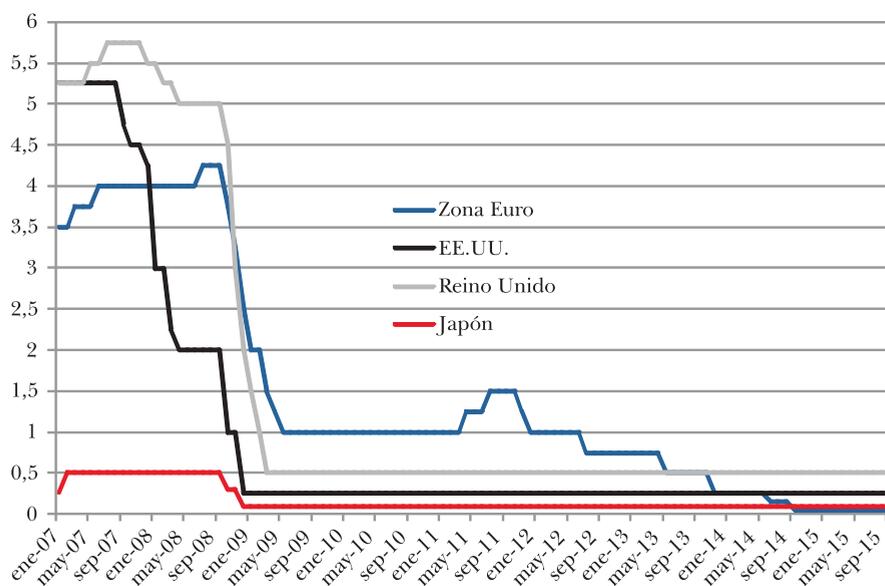
El año 2015 ha seguido confirmando que los principales bancos centrales del mundo están desarrollando aproximaciones a la política monetaria muy diferentes entre sí.

³ Con posterioridad al cierre de la edición de este anuario, el BCE aprobó nuevas medidas que básicamente consisten en la extensión de su programa de compra de activos hasta al menos marzo de 2017 y en la rebaja del tipo de depósito hasta el -0,3%. Estas nuevas medidas no alteran en lo sustancial el sentido de las orientaciones comentadas a lo largo del artículo.

Cabría deducir de la mera observación de los tipos principales de refinanciación (gráfico 1), que todos los bancos centrales mantienen desde mayo de 2013 en la franja entre el 0 y el 0,5%, que todos persiguen en la actualidad orientaciones similares en sus políticas. Nada más lejos de la realidad, pues se está produciendo una creciente divergencia en el tono de la política monetaria, que se irá acentuando más aún a partir de las próximas subidas de tipos en Estados Unidos (y presumiblemente en Reino Unido). En cualquier caso, los bancos centrales se mantienen en el centro de las políticas económicas de recuperación, como viene sucediendo desde el comienzo de la «Gran Recesión».

La mencionada divergencia en el *momentum* de la actuación de los bancos centrales volvió a ilustrarse a finales de agosto de 2015 en la reunión anual de gobernadores de bancos centrales celebrada en Jackson Hole (Wyoming, EE.UU.). En esta reunión, pese a la preocupación por la situación en China, se confirmó que ha llegado el momento de las subidas de tipos en EE.UU.: «no deberíamos esperar a que la inflación actual vuelva al 2% para comenzar a endurecer la política monetaria»⁴. Si bien menos inminente, sucede algo parecido en el Reino Unido: «la previsión de una recuperación sostenida de la economía del R.U.,..., pondrá presumiblemente de mayor relieve la decisión de cuándo comenzar el proceso de normalización gradual de la política monetaria hacia el final de este año»⁵.

GRÁFICO 1. TIPOS DE INTERVENCIÓN DE LOS PRINCIPALES BANCOS CENTRALES



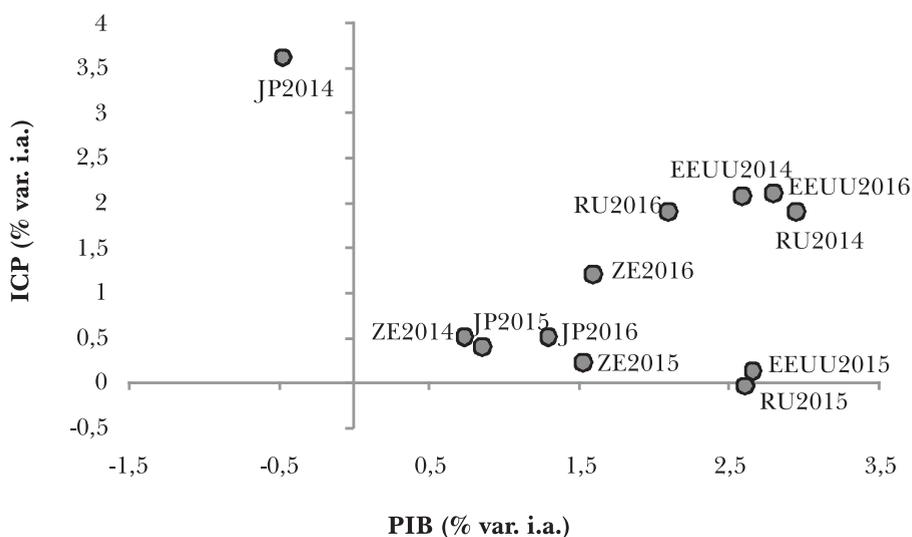
Fuente: BCE, Reserva Federal, Banco de Japón, Banco de Inglaterra.

⁴ Discurso del vicepresidente de la Reserva Federal, Stanley Fisher.

⁵ Discurso del Gobernador del Banco de Inglaterra, Mark Carney.

De este modo, como respuesta a una situación macroeconómica diferente en los principales bloques económicos, mientras que el BCE y el Banco de Japón están desarrollando una política monetaria expansiva que trata de dar fuerza a una recuperación económica que no alcanza el ritmo deseado, la Reserva Federal de Estados Unidos (Fed) y el Banco de Inglaterra están, en mayor o menor medida, en un contexto de repliegue de las políticas expansivas implementadas durante los últimos años en respuesta a unos indicadores macroeconómicos que se están comportando de una manera más positiva a lo visto en la Zona Euro y Japón.

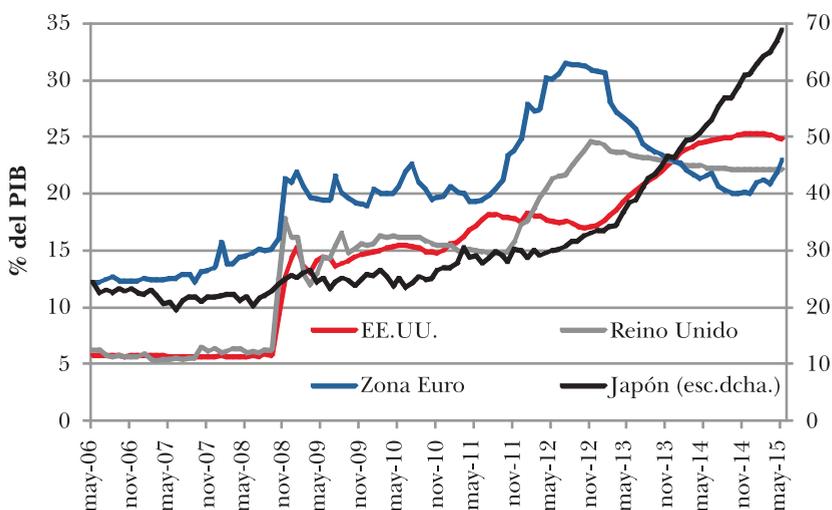
GRÁFICO 2. SITUACIÓN DEL PIB Y LA INFLACIÓN EN LOS PRINCIPALES BLOQUES ECONÓMICOS EN 2014, 2015 Y 2016 (PREVISIÓN DEL FMI)



Fuente: Fondo Monetario Internacional.

En efecto, a partir del gráfico 2 se observa que tanto Estados Unidos como el Reino Unido se están moviendo desde una posición de crecimiento relativamente alto en 2015 (en ambos casos por encima del 2,5%) pero con una variación de precios prácticamente nula, a un crecimiento que se mantendría por encima del 2% para ambos países en 2016 pero con una inflación también en los alrededores de dicho 2%. Por el contrario, tanto la Zona Euro como Japón se mantienen en 2015 y 2016 en áreas del cuadro que denotan un crecimiento de la actividad muy inferior al de EE.UU. y R.U. con una variación de precios asimismo inferior.

Por otro lado, para ilustrar el diferente ritmo de actuación de cada uno de los bancos centrales en respuesta a la diferente situación en cada espacio económico, la evolución de los balances acumulados es probablemente el indicador más representativo.

GRÁFICO 3. BALANCE DE LOS PRINCIPALES BANCOS CENTRALES (MOSTRADO COMO % DEL PIB)

Fuente: Reserva Federal, Banco de Inglaterra, BCE y Banco de Japón.

La **Fed de Estados Unidos** ha vivido 2015 bajo una gran expectación. Una vez que en octubre de 2014 finalizó su programa de compra de nuevos activos y teniendo en cuenta la mejoría de los datos macroeconómicos, el debate sobre cuándo y a qué ritmo se elevarían los tipos de interés oficiales ha sido recurrente. Ello es así ya que tales tipos de interés se mantienen en el intervalo 0-0,25% desde diciembre de 2008, cuando se acababa de producir el estallido de la crisis financiera a nivel internacional.

La mayor cercanía del momento del cambio de signo en la política monetaria americana, unido a la entrada de Yellen como Presidenta han propiciado un cambio en la política de comunicación desde una estrategia más centrada en la orientación de expectativas (tratando de incrementar al máximo la previsibilidad de las decisiones) hacia otra más centrada en el análisis de la coyuntura del momento (datos macroeconómicos), que avale las decisiones.

La aparición de dudas significativas sobre la situación real de China durante el verano y la debilidad en otros países emergentes ha sido clave para que la Fed decidiese mantener los tipos de interés inalterados en su reunión de septiembre. De hecho, en su comunicado posterior a la reunión de los días 16 y 17 de septiembre aludió expresamente a que «recientes acontecimientos económicos y financieros a nivel global podían frenar algo la actividad económica», indicando así que la decisión venía influida principalmente por la situación internacional («el comité continúa viendo equilibrados los riesgos de su previsión de actividad económica y de comportamiento del mercado laboral, pero permanece atento a los acontecimientos en el exterior»). Además, el movimiento de salida de capitales de China que se ha venido produciendo en los últimos meses como resultado de la creciente incertidumbre sobre el futuro de dicho país tendría



un efecto similar, en términos de entrada de capitales en EE.UU. al que pudiera tener una subida de tipos de interés⁶, de modo que la presión para elevar los tipos de interés también se reduce por esta vía, y no sólo por los riesgos económicos globales.

A partir de tal decisión, el consenso de mercado ha desplazado hasta finales de 2015 la expectativa de la primera subida de tipos (previsiblemente en diciembre) aunque, de mantenerse o intensificarse las dudas sobre China y el resto de emergentes, podría retrasarse hasta la primera mitad de 2016. En cualquier caso, es de esperar que a medio plazo se produzca una senda alcista en la evolución de los tipos de interés de referencia, de modo que en 2016 se produzcan varias subidas de tipos que en todo caso no serán muy pronunciadas.

Así, durante 2015 la Fed se ha mantenido en un tono prudente al mantener inalterados los tipos de interés durante la mayor parte del año, pero también lo ha hecho al mantener su política de reinversión de los importes recibidos como consecuencia del vencimiento de los activos acumulados en su balance. En efecto, la Fed ha mantenido una política de esterilización de su balance, comprando nuevos títulos para mantener inalterado el volumen total de sus activos, al sustituir sus tenencias de deuda de agencias, de cédulas hipotecarias y de deuda pública. Tales compras suponen importes no exentos de relevancia en los mercados financieros. Así, sólo en cédulas hipotecarias la Fed ha adquirido durante 2015 títulos por un volumen medio de 33.554 millones de dólares a la semana.

Esta política de reinversión finalizará algo después de la primera subida de tipos de interés, según la propia Fed acordó en su reunión de septiembre de 2014, de modo que el activo de la Fed se irá reduciendo progresivamente al no reinvertirse los activos que lleguen a su vencimiento, si bien el ritmo será en todo caso paulatino, dada la prudencia que está exhibiendo la Fed en todas sus decisiones de normalización. En este sentido se descarta que la Fed venda activos, produciéndose la reducción de su balance únicamente a vencimiento de los títulos. De este modo, si no se producen cambios en esta política, Carpenter y otros (2013), estiman que hasta 2020 no se produciría la vuelta del balance de la Fed a sus niveles anteriores a 2007, si bien teniendo en cuenta que dado que sus supuestos de partida se han ido cumpliendo en general más tarde de lo previsto, es de prever que se retrase la vuelta del balance a sus niveles pre-crisis.

En el Reino Unido, el **Banco de Inglaterra**, aunque en un estadio algo menos avanzado que la Fed también se encuentra en un incipiente proceso de endurecimiento de su política monetaria, si bien la posibilidad de una subida de tipos se ha ido enfriando a lo largo del año. Al igual que la Fed, el Banco de Inglaterra mantiene sus tipos de interés históricamente bajos desde hace varios años (en el caso británico, el tipo de referencia se encuentra en el 0,5% desde marzo de 2009), acompañando dichos tipos con un volumen de activos financieros en balance bastante significativo. En efecto, una vez finalizado en abril de 2013 su programa de compras de activos por un importe de 375 mil millones de libras esterlinas, el Banco de Inglaterra ha mantenido constante el stock de activos en su balance, esterilizando los activos que llegaban a su vencimiento. La previsión

⁶ Nye y Sly (2015), Coppola (2015).



es que siga actuando así en lo que resta de año, tal y como ha confirmado en las reuniones del Comité de Política Monetaria celebradas el 6 de agosto y el 10 de septiembre de 2015, en que decidió mantener el stock de activos recomprando activos por idéntico volumen al que vence en septiembre. Igualmente, en dichas reuniones de agosto y septiembre, tras varios comités en que se venía especulando con próximas subidas de tipos de interés, tan sólo uno de los nueve miembros del Comité defendió una subida inminente de tipos en vista de la situación macroeconómica británica. Lo que hace prácticamente seguro (unido a lo apuntado por el Gobernador Carney en Jackson Hole) que las subidas queden para 2016 (su previsión de inflación media para 2015 es del 0,3% frente al 1,5% que prevé para 2016). Asimismo, del mismo modo que en el caso de la Fed, cabe esperar que las subidas de tipos sean muy graduales (el propio Comité de Política Monetaria del Banco de Inglaterra así lo ha apuntado en sus últimas reuniones), que lleguen hasta un nivel inferior al de anteriores ciclos expansivos y que se produzcan antes de reducir o eliminar la esterilización de los activos en balance. Detrás de la cautela en endurecer la política monetaria se encontraría entre otras razones el temor a frenar el incipiente crecimiento económico y a una apreciación aún mayor de la libra esterlina (desde marzo de 2013 la libra se ha apreciado alrededor de un 20% frente a las principales divisas según constata el propio Banco de Inglaterra).

Por otro lado, el **Banco de Japón** se encuentra inmerso en un ambicioso programa de compra de activos. La utilización de estos instrumentos excepcionales se produce dada la imposibilidad de aplicar instrumentos tradicionales (básicamente bajadas de tipos de interés, por encontrarse los tipos en su cota inferior efectiva desde hace varios años). Dicho programa, anunciado en abril de 2013 con el objetivo de duplicar la base monetaria de Japón desde dicho momento hasta diciembre de 2014, fue prorrogado una vez alcanzada la fecha término prevista (y alcanzados los objetivos de expansión monetaria), ya que la economía nipona seguía sin responder adecuadamente.

En efecto, se ha triplicado la base monetaria (entre abril de 2013 y septiembre de 2015) pero la economía japonesa sigue sin alcanzar un ritmo de crecimiento sostenido ni un alza de precios dentro de los márgenes objetivo. Entre los factores que han influido para que estas medidas no hayan tenido efectos se encuentra una influencia contractiva mayor de lo esperado de la subida de impuestos indirectos aprobada en abril de 2014. Ante el desequilibrio de las finanzas públicas y el elevado nivel de deuda pública, el gobierno japonés decidió aprobar una subida del IVA en dos fases (el tipo general pasó del 5 al 8% en abril de 2014 y se aprobó una nueva subida del 8 al 10% con efectos en octubre de 2015), que ha tenido un importante efecto contractivo. De hecho, ante la contracción experimentada tras el alza impositiva de abril de 2014, el gobierno decidió posponer dos años el alza prevista inicialmente para octubre de 2015.

Ante dicha situación se ha prorrogado y ampliado el programa de compras de activos por un período indefinido, del mismo modo que se han ampliado las facilidades de crédito del Banco de Japón. De este modo, el Banco de Japón continúa con sus compras de 80 billones de yenes al año (unos 590 mil millones de euros). En las últimas reuniones del Banco de Japón en relación con la política monetaria (en particular en los comunicados emitidos el 7 de agosto y el 15 de septiembre de 2015) se ha reiterado esta política sin ofrecer señal alguna sobre el horizonte temporal final de estas medidas, por lo



que los mercados descuentan la continuidad de una política monetaria acomodaticia al menos hasta bien entrado 2016. De hecho, en un documento de trabajo sobre la cuestión de un miembro del Consejo de Gobierno del Banco de Japón⁷, se alude a la necesidad de mantener las políticas expansivas para recuperar incluso el objetivo de una inflación alrededor del 2% en el medio y largo plazo. Las bajas actividad económica e inflación han contribuido a un desanclaje de tales expectativas de inflación, pese a los esfuerzos del Banco de Japón.

3. PRINCIPALES DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA DEL BCE EN 2015: UNA CRONOLOGÍA

El año 2014 finalizó con los tipos de interés oficiales fijados por el BCE en su cota inferior efectiva⁸ sin que existiesen resultados claros en cuanto a la consecución de los objetivos de política monetaria. En efecto, los mencionados tipos unidos a la orientación de que tales tipos se mantendrían bajos durante un largo tiempo, más unos incipientes programas de compra de activos privados y el suministro de liquidez a la banca, no evitaban que existiera un riesgo evidente de desanclaje de las perspectivas de inflación a 5 años respecto de su objetivo alrededor del 2% (más allá de unos niveles negativos de inflación durante varios meses de 2014), mientras que los mecanismos de transmisión de la política monetaria convencional presentaban notorias deficiencias. Así, las políticas expansivas en vigor no se estaban trasladando de una manera homogénea a lo largo de la Unión Económica y Monetaria Europea. A todo ello se unía una recuperación económica poco vigorosa en el conjunto de la Zona Euro.

Ante esta situación, la experiencia de los últimos años señalaba que cabía efectuar dos acciones adicionales para lograr resultados similares a los de una bajada de tipos: usar orientaciones explícitas sobre la evolución de los tipos de intervención (*forward guidance*, ya vigente a finales de 2014) y comprar activos públicos o privados en los llamados procesos de expansión cuantitativa o *quantitative easing* (aunque el BCE ya había expandido su balance por medio de programas anteriores era aquí donde existía un mayor margen de actuación). En esta línea, trabajos ya clásicos como el de Bernanke et alía (2004), han servido de base teórica para llevar a cabo estas actuaciones.

El año 2015 comenzó con importantes decisiones de política monetaria en el área del euro. El Consejo de Gobierno celebrado el 22 de enero de 2015, tras analizar los efectos de las medidas llevadas a cabo hasta el momento y las perspectivas de evolución de los precios, decidió poner en marcha un ambicioso programa de compra de activos que incluía activos titulizados, bonos garantizados y bonos gubernamentales.

Se constató así, aunque de manera implícita, la insuficiencia de todas las medidas tomadas hasta entonces; la mayoría de las cuales iban enfocadas a proveer fondos baratos a las entidades de crédito para que éstas los pusieran a disposición de la economía.

⁷ Shirai, Sayuri (2015).

⁸ El tipo oficial para operaciones principales de refinanciación finalizó 2014 en el 0,05% mientras que la facilidad de depósito se situó en el -0,2%.



De hecho, la devolución anticipada o programada de las primeras LTRO no iba a ser compensada por las nuevas disposiciones previstas en las TLTRO, por lo que el balance del BCE estaba comenzando a disminuir y era esperable que lo siguiera haciendo en los meses por venir. Todo ello combinado con una inflación baja (en diciembre de 2014 el IPC armonizado cayó un 0,2% i.a.) y unas perspectivas de inflación para los siguientes trimestres también reducidas (se esperaba una recuperación muy gradual en un contexto de debilidad del crecimiento) ponían al BCE en una situación en la que ya parecía inevitable que recurriera a una compra de bonos mucho más ambiciosa que hasta el momento para reactivar la economía y apuntalar las expectativas de inflación, como se comenzó a hacer en otras áreas económicas algunos años atrás.

Con los tipos de interés en mínimos históricos y sin margen ya para la bajada, el tamaño del balance se había convertido en la principal herramienta de política monetaria del organismo emisor. De hecho, a finales de 2014 Mario Draghi anunció la intención del BCE de aproximar su balance a los niveles máximos que llegó a alcanzar a principio de 2012, en pleno auge de las LTRO. Los cálculos de los analistas no dejaban lugar a dudas: la evolución prevista de los mecanismos en funcionamiento o anunciados en ese momento no permitiría, en absoluto, aproximarse a ese objetivo. Así nació el «tótem» del billón de euros como objetivo del BCE.

Como ya se constató desde un primer momento, y como anunciábamos en nuestro capítulo de política monetaria del Anuario anterior, eran necesarias nuevas medidas que hicieran crecer el balance del Banco Central si se quería cumplir con la intención de alcanzar ese volumen de activo: la utilización de los programas de compra de *covered bonds* o ABS no era suficiente para el incremento esperado. El debate se centraba en delimitar qué tipo de activos adquiriría el BCE en su objetivo de incrementar con fuerza los volúmenes de compra: si sólo activos del sector público o también adquiriría deuda corporativa. Como se comentará más adelante, la decisión fue circunscribirse al sector público, mediante el programa de compra PSPP, pues se entendió que era suficiente en términos de volumen y así mantener algo de margen de actuación para, si fuera necesario un nuevo impulso, poder realizar una ampliación del programa a activos del sector privado.

En realidad **el programa ampliado de compra de activos anunciado comprendía en sí mismo tres programas**. Los dos primeros ya se encontraban en vigor, la verdadera novedad se encontraba en la compra de bonos de Gobiernos.

El **primer programa es la tercera edición de la compra de bonos garantizados** (Covered Bonds Purchase Programme 3). Tras las compras de estos instrumentos realizadas en 2009-2010 (CBPP1⁹) y en 2011-2012 (CBPP2¹⁰), el 20 de octubre de 2014 comenzaron las compras bajo esta nueva edición del programa, que durará al menos dos años y se une al resto de medidas que tratan de tener un impacto significativo en el balance del BCE.

⁹ https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2009/html/pr090604_1.en.html y <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2010/html/pr100630.en.html>

¹⁰ https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2011/html/pr111103_1.en.html



El **segundo es el de bonos de titulización de activos** (Asset-backed Securities Purchase Programme), que comenzó el 21 de noviembre de 2014 y también tiene una duración de al menos dos años.

El **tercero**, el más importante, tanto por volumen como por el tipo de activos que se van a adquirir es **el de Activos del Sector Público** (Public Sector Purchase Programme). Por su mayor complejidad, la compra comenzó el 9 de marzo de 2015.

Para el conjunto de este programa ampliado las compras ascenderán a 60.000 millones de euros mensuales, y se mantendrán, al menos, hasta septiembre de 2016 y, en todo caso hasta que la inflación se reconduzca a niveles cercanos al objetivo. Este horizonte temporal tan extenso y explícito obedece a la necesaria previsibilidad de las medidas de política monetaria y, de alguna manera, a una nueva forma del concepto de la «orientación de expectativas» (*forward guidance*¹¹), utilizado desde 2013 por el Consejo de Gobierno del BCE para lanzar mensajes al mercado sobre sus pautas de actuación futuras en materia de tipos de interés. En un momento donde no era necesario realizar ninguna orientación sobre las decisiones de tipos de interés, que no tienen recorrido a la baja y no está cercano el momento de volver a subirlos, se lanza el mensaje de que la compra de activos no es una política puntual sino un compromiso perdurable en el tiempo y con impacto significativo en términos de volumen (por encima del billón de euros, cifra *benchmark* como se ha comentado anteriormente). De manera implícita, también se está apoyando el crecimiento económico, al reforzar la demanda y respaldar el crecimiento del dinero y del crédito, como apuntaba el discurso inicial¹² de Mario Draghi en la conferencia de prensa tras la reunión.

En la misma reunión del 22 de enero también se adoptaron otras medidas que relajaran todavía más la política monetaria, en particular se anunció una rebaja en los tipos de interés de las TLTRO, al eliminar el diferencial de 10 puntos básicos respecto del tipo de las operaciones principales de financiación que se aplicó a las dos primeras TLTRO. Se trata así de hacer todavía un poco más atractiva esta financiación para los bancos, que deben mejorar su concesión de crédito para poder acceder a ella.

Las siguientes reuniones del consejo de gobierno no alteraron sustancialmente los anuncios realizados. El 5 de marzo, tras la reunión celebrada en Nicosia, se publicaron algunos aspectos técnicos sobre la puesta en marcha del programa de compra de activos del sector público y se reiteraron sus principales características (60.000 millones mensuales en total, duración hasta septiembre de 2016 como mínimo). Draghi¹³ comienza a poner en valor los efectos positivos de las anteriores decisiones de política monetaria: «La situación de los mercados financieros ha seguido mejorando y el coste de la financiación externa de la economía privada ha seguido reduciéndose. (...) las condiciones de concesión de crédito a empresas y hogares han mejorado considerablemente.» El 15 de abril¹⁴, ya con el programa PSPP operativo, el mensaje es muy similar: se insiste en las características del programa y se reitera su eficacia en la economía

¹¹ Sobre el Forward Guidance, su utilidad y efectos, BCE (2014), The ECB's forward guidance. *Monthly Bulletin*, abril 2014, p. 65-73.

¹² Draghi, Mario (2015a).

¹³ Draghi, Mario (2015b).

¹⁴ Draghi, Mario (2015c).



real. El 3 de junio¹⁵ y el 16 de julio¹⁶ el mensaje respecto de los programas de compra de activos continúa en la misma línea que en reuniones anteriores. Tras el verano, en la reunión del 3 de septiembre¹⁷ se anunció la introducción de una ligera modificación en el límite máximo de compra por parte del BCE en una misma emisión (del 25% al 33%) y se insistió en que el programa de compras es flexible y puede adaptarse en duración, composición y cuantía si las circunstancias lo requirieran, poniendo de manifiesto que el BCE está, como siempre, preparado para actuar y si se producen circunstancias que lo aconsejen, tiene flexibilidad para adaptar el programa de compras a las necesidades de cada momento.

Sin embargo, en esas dos últimas reuniones de antes del verano el foco de la política monetaria se había desplazado de los programas de compra de activos hacia la situación en Grecia y, en particular, al uso del mecanismo de emergencia de provisión de liquidez (ELA), que había comenzado a ser utilizado por los bancos griegos de manera intensa. Lo que en principio estaba diseñado para solucionar los problemas concretos de liquidez de bancos individuales solventes pero con dificultades puntuales y que no pudieran acudir a los mecanismos estándares del BCE de provisión de fondos por falta de colateral suficiente (que acudirían al banco central nacional, con una política de colateral más laxa)¹⁸ se había convertido en un auténtica respiración asistida al conjunto de la banca griega. El sistema bancario griego, que para el BCE era solvente según sus fundamentales, se enfrentaba a un importante problema de desconfianza que sólo podía ser afrontado de manera temporal por el recurso al ELA, pero éste a su vez no es ilimitado ni incondicional, por lo que de manera periódica era necesaria una decisión del BCE de incremento del límite máximo. La congelación de este límite en los momentos de máxima tensión en la negociación con Grecia pudo suponer uno de los principales catalizadores para que se llegara a ese acuerdo. Tras el mismo, se recuperó cierta normalidad en el funcionamiento de la ELA, autorizándose los importes solicitados por el Banco de Grecia.

El resto de instrumentos clásicos de política monetaria siguieron funcionando con normalidad. Destaca el hecho de que a pesar de que la facilidad marginal de depósito seguía en terreno negativo, los importes no se redujeron de manera significativa (es más, la tendencia es alcista desde principios de 2015). Esto implica que los bancos siguen dispuestos a depositar parte de sus fondos aun teniendo que asumir un coste, por la disponibilidad y seguridad que les ofrece este instrumento, antes que situarlo en otros circuitos financieros.

4. LTRO, TLTRO y balance del BCE

El BCE, una vez situados los tipos oficiales en su cota inferior efectiva, contaba con varios retos encima de la mesa. Uno de ellos era el vencimiento de las LTRO¹⁹ entre diciembre de

¹⁵ Draghi, Mario (2015d).

¹⁶ Draghi, Mario (2015e).

¹⁷ Draghi, Mario (2015f).

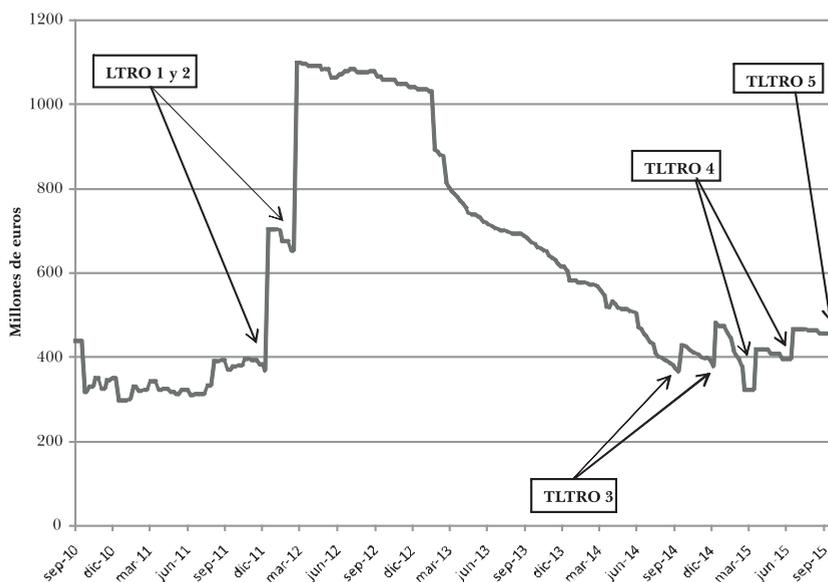
¹⁸ Una buena explicación del funcionamiento del ELA puede encontrarse en la edición de 2013 de esta misma obra: Fernández, Fernando (2013). «La política monetaria común», *Anuario del Euro 2013*, pp. 147-149.

¹⁹ *Long-term Refinancing Operations*, que se refieren a los préstamos a 3 años concedidos por el BCE a las entidades financieras en diciembre de 2011 (por 489.190 millones de euros) y febrero de 2012 (por 529.530 millones de euros) para dotar de liquidez a las mismas.

2014 y febrero de 2015. Al problema que suponía para las entidades financieras tener que afrontar tales amortizaciones (en un primer momento las LTRO supusieron 1,019 billones de euros, si bien la cuantía pendiente de amortizar a vencimiento era notablemente inferior a la mitad del importe total, al situarse alrededor de 400 mil millones) se sumaba que el crédito seguía sin fluir adecuadamente (de hecho gran parte de los fondos de las LTRO se estaba destinando a la adquisición de títulos de deuda soberana), ante lo que el vencimiento de estas operaciones era la ocasión ideal para reformar la arquitectura de estas medidas. Así, una de las primeras medidas que el BCE había adoptado en previsión a este vencimiento (para salvar cualquier tensión de liquidez que pudiera surgir en el sistema financiero) había sido la ampliación realizada en junio de 2014, y hasta al menos el final de 2016, del sistema de subastas a corto plazo a tipo fijo y con adjudicación plena.

Podemos observar (gráfico 4) que, aunque las operaciones TLTRO están teniendo unos resultados algo mejores a lo esperado cuando se pusieron en marcha, no están suponiendo financiación adicional para el sistema bancario y están siendo utilizadas dentro de las entidades financieras para obtener liquidez con la que financiarse sin moverse de los límites actuales de su cartera de préstamos, refinanciando los títulos con los que anteriormente se estaban financiando pero a un mejor precio. De hecho, el volumen prestado se mantiene alrededor de los 400 mil millones de euros desde el verano de 2014, sin que sea previsible un incremento significativo a corto plazo dada la condicionalidad exigida para esta facilidad de financiación (es necesario incrementar el volumen prestado para poder mantener este instrumento).

GRÁFICO 4. SALDO VIVO DE LAS OPERACIONES DE REFINANCIACIÓN A LARGO PLAZO DEL BCE



Fuente: Banco Central Europeo.



A finales de 2014 se observaba que las medidas anunciadas no lograban instalar en los mercados la sensación de que fueran a contribuir a la recuperación, ni siquiera que pudieran asegurar el anclaje de las expectativas de inflación. Así, en septiembre de 2014 el BCE aprobó dos programas de compras de deuda privada (CBPP3¹⁹ y ABSPP²⁰), con el objetivo de dotar de liquidez los mercados de bonos garantizados (aquí destacan las cédulas hipotecarias o los *covered bonds*) y los mercados de titulizaciones. Teniendo en cuenta que las medidas (programas CBPP3 y ABSPP) podían suponer desde 370 hasta 560 mil millones de euros dependiendo de las estimaciones que se empleen, quedaba claro al final de 2014 que el BCE tenía otra medida preparada para llegar a ampliar su balance en los volúmenes que había comprometido.

5. QUANTITATIVE EASING A LA EUROPEA: ANÁLISIS DE LOS INSTRUMENTOS

Como se ha comentado, el programa ampliado de compra de activos del BCE incluye tres programas en sí mismo: dos de ellos ya se encontraban en vigor en 2014 mientras que el tercero es la verdadera novedad y cambio de paradigma de 2015.

Constatada la insuficiencia del **enfoque bancario** de la política monetaria, el Banco Central decidió a principios de 2015 dar un giro en el discurso y en los instrumentos utilizados para relajar todavía más las condiciones monetarias en un entorno de tipos ya en su límite inferior.

Nos referimos a enfoque bancario de la política monetaria como la orientación que tuvieron las medidas no convencionales hasta enero de 2015. A pesar del ingente volumen de fondos suministrados por el BCE, el crédito seguía débil y las entidades acaparaban estos fondos para protegerse de eventuales adversidades futuras y mantener unas cuentas saneadas.

Así, aunque el BCE tenía activos dos programas de compra (ABSPP y CBPP3), entiende que si quiere generar un volumen significativo de compras debe ampliar el tipo de activos adquiribles. Aquí podríamos situar el verdadero momento de cambio de enfoque desde la perspectiva bancaria al **enfoque directo**.

Ya se le venía reclamando hace tiempo este cambio al BCE desde varios frentes, pues se entendía necesario en Europa un programa de expansión cuantitativa similar al americano. Además, el anclaje de las expectativas de inflación, que es el mandato principal del BCE, no se estaba produciendo, como demostraba el hecho de que en los últimos meses de 2014 los instrumentos financieros que cotizan vinculados a la inflación esperada se encontraban en niveles históricamente muy bajos.

²⁰ *Third Covered Bond Purchase Programme.*

²¹ *Asset-backed Securities Purchase Programme.*



Las motivaciones de este cambio de enfoque pueden encontrarse en el Boletín Económico del BCE²², en donde la autoridad monetaria se declara satisfecha acerca de la transmisión de la liquidez de las medidas no convencionales anunciadas hasta el momento hacia el sector privado en términos de reducción de los costes (intereses), pero no tanto en cuanto a cantidades.

Los economistas del BCE han repasado en un artículo²³ los objetivos que persiguen los bancos centrales cuando expanden su balance: provisión de liquidez, mejorar la transmisión de la política monetaria, apoyar la provisión de crédito a la economía real, mejorar la condiciones de financiación de los agentes, estimular la creación de crédito nuevo, impulsar el crecimiento y, en última instancia, reconducir la senda de inflación. Son, básicamente, los objetivos que en última instancia persigue el BCE con estas medidas.

Así, el BCE estima que en el contexto de tipos en su límite inferior, la expansión y cambio de composición del balance es la **única herramienta efectiva** a su disposición para hacer todavía más acomodaticia la política monetaria. Se daba cumplimiento así al firme propósito de usar todos los mecanismos a su alcance por un período de al menos dos años y en todo caso hasta que se reconduzcan las expectativas de inflación. Su intención era que se produjera una mejora de la confianza y se diera soporte a las expectativas de inflación, lo que a su vez reduciría las rentabilidades de la deuda pública. Esta caída de rentabilidades afectaría por la vía de los precios a reducir la rentabilidad de otros activos, en particular, de los préstamos a la economía real, y por la vía de las cantidades, al propiciar que parte de los fondos ahora depositados en deuda pública se desplazaran hacia otro tipo de activos, produciendo una relajación de las condiciones monetarias amplia, con efectos generales en la financiación del sector privado.

Como apuntaba el Informe Anual 2014 del Banco de España²⁴, la transmisión de las políticas del BCE para la consecución del objetivo de inflación se puede producir por los tres canales que hemos comentado y que pasamos a detallar a continuación:

- a. *Precios de los activos*. Las compras de títulos en tal volumen suponen una presión evidente sobre los precios que el mercado está dispuesto a pagar por estos activos.
- b. *Recomposición de carteras (sustitución)*. Una menor rentabilidad en los activos de deuda pública, reduce el atractivo de estos títulos para los inversores, que en buena lógica buscarán otras posiciones donde puedan conseguir una rentabilidad superior.

Otro canal relacionado con esta recomposición de carteras (y también influenciado por la arquitectura de las nuevas subastas de la LTRO) sería el que haría menos atractivo el *carry trade*²⁵ para la banca europea, de modo que pudiera reactivarse

²² BCE (2015a). *Economic Bulletin*, 1/2015, pp.15-18.

²³ BCE (2015b). «The Role of the central bank balance sheet in monetary policy». *Economic Bulletin*, 4/2015, pp.61-77

²⁴ Banco de España (2015): «La política monetaria», *Informe anual 2014*, pp 43-66, Banco de España, Madrid, junio de 2015

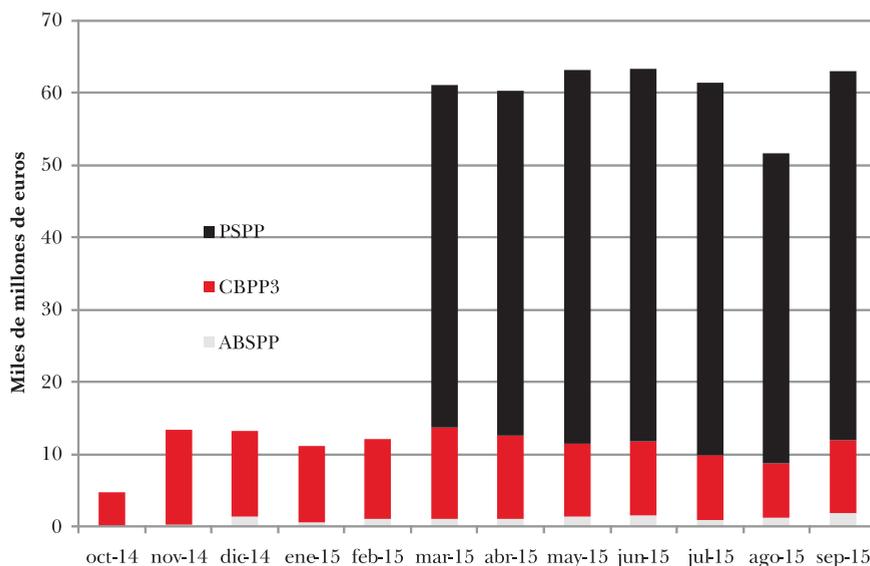
²⁵ Utilización de lo tomado prestado a bajo tipo de interés del Banco Central Europeo para invertir en la compra de títulos de deuda pública.

la concesión de nuevo crédito a empresas y familias (sin duda uno de los objetivos del BCE).

- c. *Expectativas*. En efecto, la política del BCE supone una señalización clara de lo que va a suceder en un período relativamente largo de tiempo, de modo que los agentes económicos ajustan desde el primer momento sus expectativas.

El programa ampliado de compra de activos comprende tres instrumentos diferenciados. Tiene como objetivo intervenir de forma significativa en el mercado con unas **compras mensuales en torno a los 60.000 millones de euros** y una duración de, al menos, hasta septiembre de 2016, o bien hasta que el Consejo de Gobierno constate que la inflación se ha reconducido a niveles cercanos a su objetivo.

GRÁFICO 5. PROGRAMA AMPLIADO DE COMPRAS: COMPRAS MENSUALES POR PROGRAMA



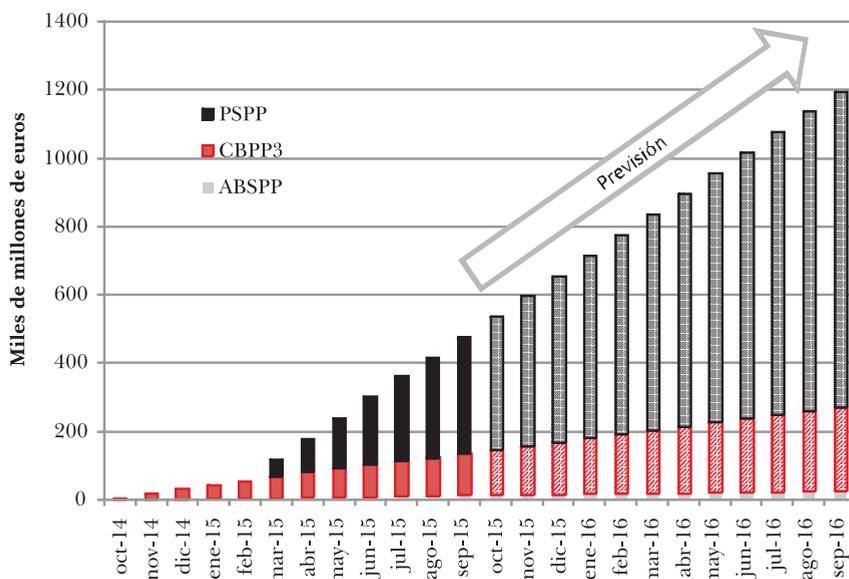
Fuente: BCE.

Como se puede observar en el gráfico ⁵²⁶, el peso cuantitativo del programa de compras recae sobre los valores del sector público, que acaparan el 80% de las compras desde marzo que es cuando comienza a operar. El programa de bonos garantizados supone en torno al 18%, mientras que los bonos de titulización representan sobre el 2% de las compras mensuales.

²⁶ Datos actualizados de la evolución de los diferentes programas de compras pueden consultarse en: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html>

Con todo ello, el BCE pretende expandir su balance de manera significativa y está decidido a hacerlo basado sobre todo en la compra de valores del sector público. Con este ritmo de compras, el volumen inyectado total por parte del Eurosistema en la economía real a través de los tres programas comentados superará el billón de euros en el verano de 2016 (gráfico 6), con lo que el activo del BCE se acercaría al objetivo declarado de aproximarse a los niveles de 2012.

GRÁFICO 6. PROGRAMA AMPLIADO DE COMPRAS: STOCK ACUMULADO Y PREVISIÓN



Fuente: BCE.

A continuación se desglosan las principales características de cada uno de los programas:

5.1. PROGRAMA DE COMPRA DE BONOS DE TITULIZACIÓN DE ACTIVOS

Nombre del programa:	Asset-backed securities purchase programme (ABSPP)
Tipo de activos:	Bonos bancarios garantizados (cédulas)
Inicio de las compras:	Octubre 2014
Mercado:	Primario y secundario (principalmente)
Volumen adquirido:	13.015 (sep-15)
Fin del programa:	Al menos, hasta septiembre de 2016



El programa se centra en compras en primario y secundario de tramos preferentes de bonos de titulización de activos (*senior*) así como aquellos tramos con subordinación intermedia, que tengan ciertas garantías (*guaranteed mezzanine*, en la terminología específica).

Respecto de los primeros, deben estar admitidos como garantía en las operaciones de crédito del Eurosistema, estar denominados en euros y emitidos por residentes en el área euro. Los activos que los respalden deben ser créditos frente a entidades del sector privado no financiero residentes en el área euro (con un mínimo del 95% denominados en euros y mínimo 95% residentes en la zona euro).

Se exige tener como segunda mejor calificación de al menos nivel 3, que corresponden a BBB-/Baa3/BBBI (para Grecia y Chipre se fija una excepción según la cual si cumplen otros requisitos adicionales, podrían ser adquiribles). El máximo que podrá comprarse de cada emisión será el 70% (determinado por su código ISIN).

5.2. PROGRAMA DE COMPRAS DE BONOS GARANTIZADOS

<i>Nombre del programa:</i>	Covered bond purchase programme 3(CBPP3).
<i>Tipo de activos:</i>	Activos de titulizaciones simples
<i>Inicio de las compras:</i>	Diciembre 2014
<i>Mercado:</i>	Primario y secundario (principalmente)
<i>Volumen adquirido:</i>	121.151 (sep-15)
<i>Fin del programa:</i>	Al menos, hasta septiembre de 2016

Las compras progresivas de bonos garantizados denominados en euros se llevarán a cabo en el mercado primario y secundario. Los criterios de elegibilidad se basan en las condiciones de aceptación en operaciones de política monetaria. Además, deben ser emitidos en euros por entidades de la zona del euro y una calificación crediticia mínima del nivel 3 (equivalente a BBB-). Para Grecia y Chipre se fijaron sus criterios específicos ante la imposibilidad de cumplir con el rating exigido.

También se limita al 70% de cada emisión (por código ISIN), que baja al 30% para Grecia y Chipre. Se admiten expresamente emisiones retenidas en su totalidad.

El objetivo de este programa es ayudar a la transmisión de la política monetaria a través de influir en los precios de este instrumento concreto, los *covered bonds*. El racional que está detrás es que el incremento de los precios de estos bonos debería, a través del fuerte vínculo entre el instrumento y los préstamos que sirven de garantía al mismo, tener más incentivos para conceder nuevos préstamos y así tener más posibilidad de originar bonos garantizados. Se trata de fomentar el crédito nuevo y a su vez, reducir las rentabilidades de estos bonos, lo que a su vez debería trasladarse a otros activos, que verían también reducidas sus rentabilidades al entrar nuevos inversores para los que lo ofrecido por los *covered* sea insuficiente.



5.3. PROGRAMA DE COMPRAS DE VALORES DEL SECTOR PÚBLICO

<i>Nombre del programa:</i>	Public sector purchase programme (PSPP)
<i>Tipo de activos:</i>	Valores públicos emitidos por estados, agencias e instituciones europeas
<i>Inicio de las compras:</i>	Marzo 2015
<i>Mercado:</i>	Mercado: Secundario
<i>Volumen adquirido:</i>	341.462 mill € (sep-15)
<i>Fin del programa:</i>	Al menos, hasta septiembre de 2016

La compra de activos del sector público constituye el verdadero cambio de enfoque de las medidas no convencionales adoptadas por el BCE. Los dos programas anteriores tenían la intención de complementar y mejorar la eficacia de las inyecciones a largo plazo a la banca (LTRO, TLTRO).

Este paso adelante supone intervenir en los mercados de deuda pública europea, inyectando liquidez directamente en el sistema sin intermediación del canal bancario. Bien es cierto que los fondos no están destinados directamente a familias y empresas sino al sector público, y que por lo tanto, la influencia en aquéllas es todavía indirecta. Quedaría, por lo tanto, la intervención directa en deuda corporativa como nueva medida que podría ser adoptada por el BCE si estima insuficiente el impulso generado por las vigentes.

La compra de estos valores está encaminada a que el importe obtenido por los tenedores de los mismos sea utilizado para adquirir otros activos y conceder crédito a la economía real. Las compras obviamente no serán esterilizadas para que se produzca una inyección neta de fondos en el sistema por parte del BCE.

El diseño del programa es el siguiente: se adquirirán instrumentos de deuda emitidos por gobiernos centrales del área euro, algunas agencias de los estados miembros y algunas instituciones internacionales o supranacionales. **La distribución por países se hará conforme a la clave de capital del BCE**, esto es, proporcional a la participación que cada estado en el capital del Banco Central. Las compras las realizará por una parte el propio BCE y por otra los Bancos Centrales Nacionales, siempre bajo la supervisión y dirección del propio BCE para asegurar la aplicación uniforme de la política monetaria.

Que las compras reproduzcan el esquema de participación de los países en el capital del BCE es un asunto importante, pues diferencia este programa de compra de activos con otros, utilizados o no, que trataban de mitigar los problemas concretos de determinados emisores soberanos. Nos referimos a los programas *Securities Market Programme* y al *Outright Monetary Transactions*, en donde las compras o los anuncios iban encaminados a desincentivar la adopción de posiciones agresivas en contra de la deuda soberana de determinados países por parte de algunos inversores. Ahora se trata de un impulso que se quiere que llegue a la economía real del conjunto del área del euro, por lo que se escoge este criterio neutro a la hora de repartir por países.

Se especifican una serie de condiciones técnicas²⁷ para la admisibilidad de los valores adquiribles, entre los que destacan que la vida residual deberá estar entre los

²⁷ Los criterios técnicos pueden consultarse en: https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr150122_1.en.html y <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/pspp.en.html>



dos y los treinta años, ser elegibles según los criterios para las operaciones de política monetaria del Eurosistema, y tener una calificación crediticia mínima de categoría 3 (aunque se establecen excepciones para los países sujetos a programa de asistencia).

Para asegurar la **neutralidad** de las compras, éstas se realizarán a precios de mercado, tratando de no distorsionar la formación de precios. Para ello, el Eurosistema acepta tener el mismo tratamiento que el resto de acreedores (*pari passu*). También se establecen límites máximos de compra, del 33% del saldo vivo del total de emisiones elegibles de un mismo emisor y del 25% de cada emisión concreta (en la reunión del 3 de septiembre se amplió al 33% el límite para cada emisión). Se trata de evitar que la posición del BCE sobre una determinada emisión sea significativa a la hora de que pudieran entrar en juego cláusulas de acción colectiva e incluye también las compras en el contexto de otros programas (en particular, en el *Securities Markets Programme*). El límite del 33% sobre un emisor trata de salvaguardar el correcto funcionamiento de los mercados, impidiendo que el BCE sea el acreedor dominante de algún emisor.

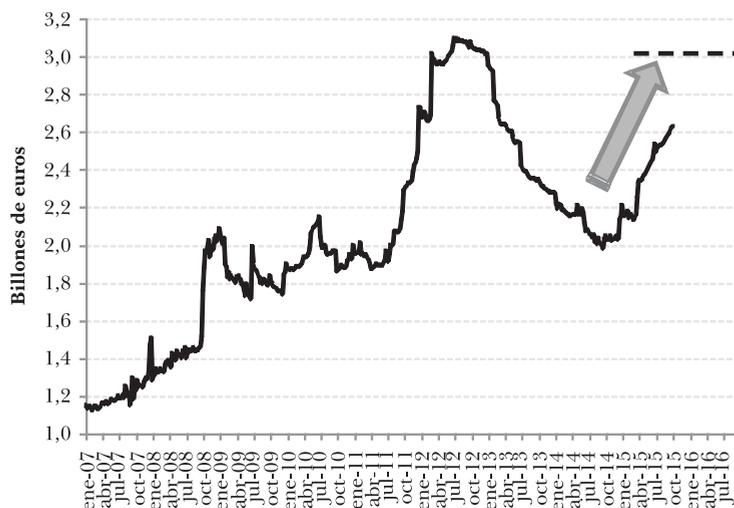
Un elemento al que se le dio mucha importancia cuando se comenzó a discutir sobre la compra de activos es el esquema de **compartición de riesgos**. Lo primero que hay que reseñar es el carácter no privilegiado de la condición de acreedor del BCE (*pari passu*). El otro aspecto relevante respecto de la asunción de las posibles pérdidas es el sistema de mutualización de las mismas. El diseño del sistema hace que sea la entidad compradora la que asuma el riesgo, esto es, los bancos centrales nacionales y el BCE. Como la mayor parte de la deuda de un determinado país es adquirida por su propio banco central, la mutualización es pequeña. Sólo se produce para el 8% del total que adquirirá el BCE, más para el 12% referente a entidades supranacionales, en donde sí hay compartición plena del riesgo independientemente del Banco Central comprador.

El ritmo de compras bajo el programa PSPP se sitúa en torno a los 50.000 millones mensuales, lo que unido a los importes de los otros dos programas alcanzarían los 60.000 millones anunciados. Por lo tanto, tal y como se esperaba, el grueso del volumen del programa ampliado de compra de activos se está centrando en valores del sector público.

En resumen, el programa ampliado de compra de activos se viene implementando con éxito y se ha desarrollado según lo previsto, realizando las compras anunciadas basadas sobre todo en el programa de compras del sector público.

CUADRO 1. EN BUSCA DEL BILLÓN DE EUROS

GRAFICO 7. ACTIVO TOTAL DEL BCE



Fuente: BCE.

El 22 de septiembre de 2014 Mario Draghi sorprendió con unas de esas declaraciones importantes (e inesperadas) al afirmar que la intención del BCE era ampliar el balance «hasta los niveles que tuvo al principio de 2012», en el marco de su intervención en el comité de asuntos económicos y monetarios del Parlamento Europeo²⁸. Los analistas interpretaron pronto que se trataba de un hito muy relevante en la política monetaria, al anunciar un incremento del balance tan importante.

En efecto, esto suponía un objetivo ciertamente ambicioso, pues en ese momento el balance se encontraba cerca de los dos billones de euros y a principios de 2012 estaba en torno a los tres, por lo que la diferencia era la nada despreciable cifra de un billón de euros.

Aunque al principio existía alguna duda sobre la efectividad de ese compromiso, pronto se confirmó, como no podía ser de otra manera, que respondía a una orientación explícita del propio Consejo de Gobierno. En concreto, en la conferencia de prensa del 6 de noviembre²⁹, ya en el discurso inicial se afirma que se espera que los programas vigentes tengan un impacto considerable en el balance del BCE, que alcanzaría niveles de principios de 2012. Por si quedaban dudas, en el turno de preguntas Draghi confirmó que esa era la intención del BCE sin desmentir la cifra de billón de euros que ya comenzaron a manejar los analistas.

²⁸ https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2014/html/sp141117_2.en.html

²⁹ Draghi, Mario (2014b).



Del análisis de las medidas vigentes en ese momento (TLTRO, amortizaciones de las LTRO, programas de compra de ABS y covered bonds) se deducía muy fácilmente que el objetivo era tremendamente ambicioso y no lograría llevarse a cabo salvo que se ampliara el programa de compras a activos de otro tipo.

Y así, puede decirse que comenzó la búsqueda del billón de euros por parte del BCE, para lo cual era necesario implementar un ambicioso programa de compras como el que se anunció en enero de 2015.

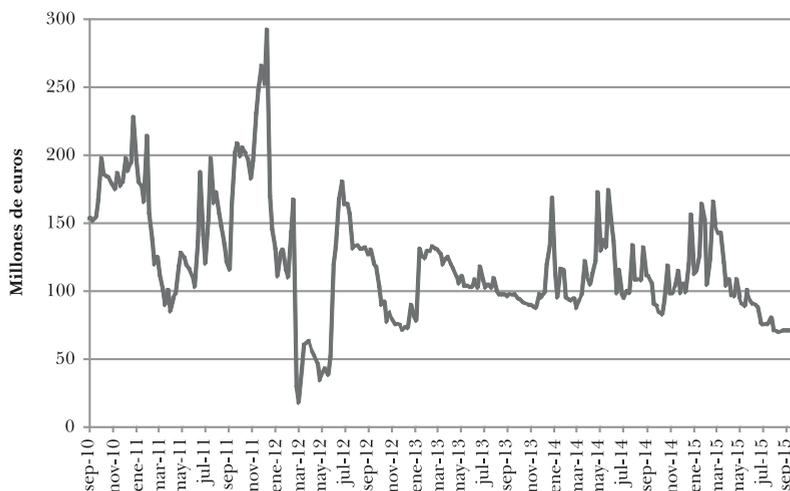
El programa funciona según lo previsto y está realizando compras al ritmo anunciado, por lo que es factible que en verano de 2016 se alcance la «mágica» cifra de los tres billones.

6. OTROS INSTRUMENTOS: TIPOS, SUBASTAS TRIMESTRALES, FACILIDADES, ELA

En 2015 la política monetaria del BCE ha estado dominada por el anuncio y puesta en marcha del comentado programa ampliado de compra de activos. Sin embargo, el resto de instrumentos a disposición del Banco Central han seguido utilizándose con normalidad. Repasamos a continuación la evolución durante este año de cada uno de ellos.

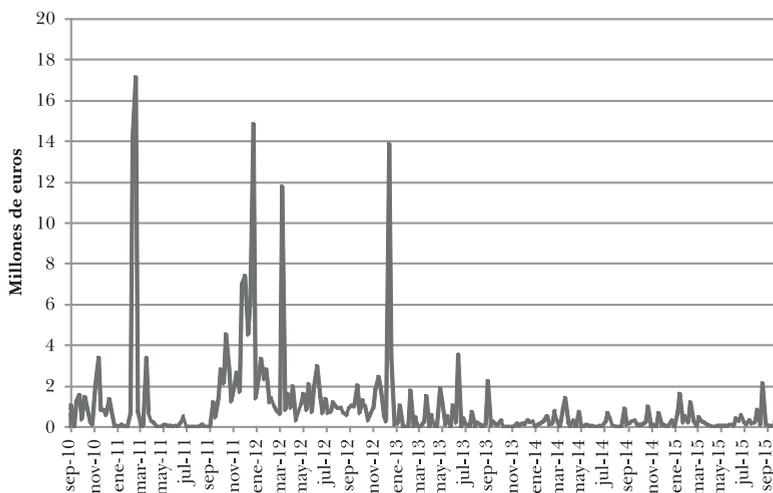
En primer lugar, en lo que se refiere a los tipos de interés, no se han producido cambios en los tipos de referencia, que desde septiembre de 2014 se encuentran en 0,05% para las operaciones principales de financiación, del 0,30% para la facilidad marginal de crédito y del -0,20% para la facilidad marginal de depósito.

Respecto de las operaciones principales de financiación (gráfico 8), el saldo vivo que el BCE mantiene con las entidades del área euro comenzó a disminuir en el mes de marzo, con la plena implementación del programa ampliado de compra de activos.

GRÁFICO 8. BCE: OPERACIONES PRINCIPALES DE REFINANCIACIÓN. SALDO VIVO

Fuente: BCE.

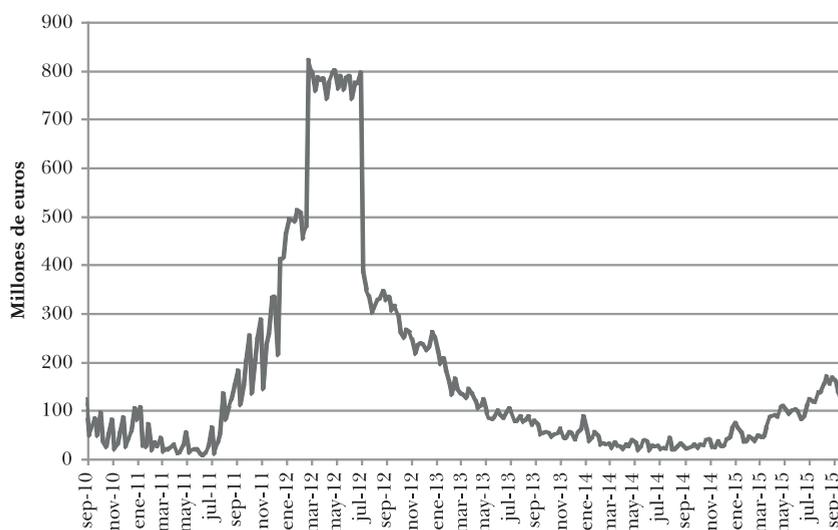
La **facilidad de crédito**, por la que el BCE presta en última instancia a entidades con necesidades puntuales que no han podido ser atendidas por otros instrumentos, se ha mantenido en niveles testimoniales (gráfico 9), con peticiones puntuales en momentos concretos por importes insignificantes para el balance del Banco Central.

GRÁFICO 9. BCE: FACILIDAD DE CRÉDITO. SALDO VIVO

Fuente: BCE.

Por último, la **facilidad de depósito**, en donde las entidades con exceso de liquidez pueden depositar sus fondos pagando por este servicio (pues el tipo de interés es negativo), se viene incrementando de manera sostenida desde inicios del año (gráfico 10). Si bien la normalización financiera y la recuperación de la confianza hicieron que las entidades disminuyeran el uso de esta facilidad, y pese a ofrecer rentabilidad negativa (-0,20% desde en septiembre de 2014) sigue acaparando una cantidad no despreciable de fondos. .

GRÁFICO 10. BCE: FACILIDAD DE DEPÓSITO. SALDO VIVO



Fuente: BCE.

Durante este año lo que sí ha adquirido una singular importancia es la **provisión de liquidez de emergencia** que facilita el BCE a bancos con dificultades puntuales de liquidez (ELA). El procedimiento³⁰ general para la provisión de esta asistencia establece que los bancos centrales nacionales podrán poner a disposición de entidades solventes fondos para atajar problemas puntuales de liquidez. Lo primero que hay que decir es que se trata de un instrumento excepcional, más allá de las operaciones propias de política monetaria que en principio también pueden ser utilizadas por bancos en dificultades. Para los casos en los que no se pueda acudir a éstas, por insuficiencia de colateral o por otro motivo, se puede activar este instrumento especial.

³⁰ Más detalles pueden encontrarse en https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/201402_elaprocedures.es.pdf?c18f465f3fb9839fa55429d26fe26463



Los **costes y riesgos** de estas operaciones los asume el banco central nacional correspondiente, sin que exista en ningún caso ningún esquema de mutualización de deudas del Eurosistema.

Todo ello convierte al ELA en un instrumento que trata de salvaguardar la estabilidad financiera en el área del euro, pero no en un verdadero instrumento de política monetaria. Bien es cierto que la estabilidad financiera es un requisito necesario para la correcta aplicación de la política monetaria y su transmisión a todas las economías de la zona del euro, pero como decimos no se trata de un instrumento propiamente de política monetaria.

En cualquier caso, existe la posibilidad de que el BCE limite las operaciones de ELA si estima que interfieren en los objetivos y tareas del Eurosistema. Se establecen dos umbrales en los 500 y 2.000 millones de euros, a partir de los cuales la labor de supervisión e información del BCE es más intensa (pudiendo establecerse un techo a las mismas).

Lo cierto es que este mecanismo está diseñado para que entidades concretas hagan frente a dificultades temporales. Se exige que la entidad sea solvente y que el problema se circunscriba a su liquidez. Así, en el pasado, los bancos centrales respectivos prestaron asistencia a varias entidades irlandesas, a Hypo Real Estate de Alemania, al belga Dexia y a bancos griegos y chipriotas. Pero la diferencia entre unos casos y otros es grande: en unos se apoyaba a una entidad en dificultades, sin que hubiera un problema generalizado en el sistema bancario del país en cuestión. Por ello, estas operaciones no son totalmente transparentes, para evitar que la entidad en dificultades se vea todavía más perjudicada por un aumento de la desconfianza. Pero en otros casos, y como se volvió a poner de manifiesto en este 2015, los problemas concretos de las entidades escondían problemas generales del sistema bancario del país en cuestión. Dando por supuesto en todos los casos que los bancos cumplían con los requisitos de solvencia exigibles, el hecho de que no se tratara de casos aislados sino del conjunto del sector hace cambiar sustancialmente el panorama.

Y eso es lo que volvió a ocurrir en 2015 con los bancos griegos: bancos teóricamente solventes, pero con graves problemas de liquidez por la fuga de depósitos provocada por la desconfianza. Todo ello en un contexto de negociaciones del gobierno griego con las instituciones europeas e internacionales para renegociar las condiciones de su rescate. Y así, lo que era un instrumento «técnico» de apoyo puntual a entidades concretas pasó a ser la respiración asistida de todo un sistema bancario. Por lo tanto, las decisiones sobre su incremento, congelación o eventual retirada ya no suponían un ajuste técnico sino que formaban parte de todo el entramado de negociaciones de Grecia con Europa.

Sin entrar en los detalles de las negociaciones sobre el tercer rescate griego, lo cierto es que la **ELA** se convirtió en uno de los **elementos principales** de las **negociaciones**, pues el gobierno griego era consciente que sin esta liquidez de emergencia sus bancos se encontrarían en una situación insostenible por lo que su congelación o supresión podría ser la puerta de salida del euro.

Esta renovada importancia sistémica de la ELA llevó al propio Draghi a reconocer que habría que replantearse los procesos de adopción de decisiones y de comunicación sobre este instrumento. Como se ha dicho, el riesgo es asumido por el banco central nacional correspondiente, que respondería de las eventuales pérdidas. Sin embargo, la



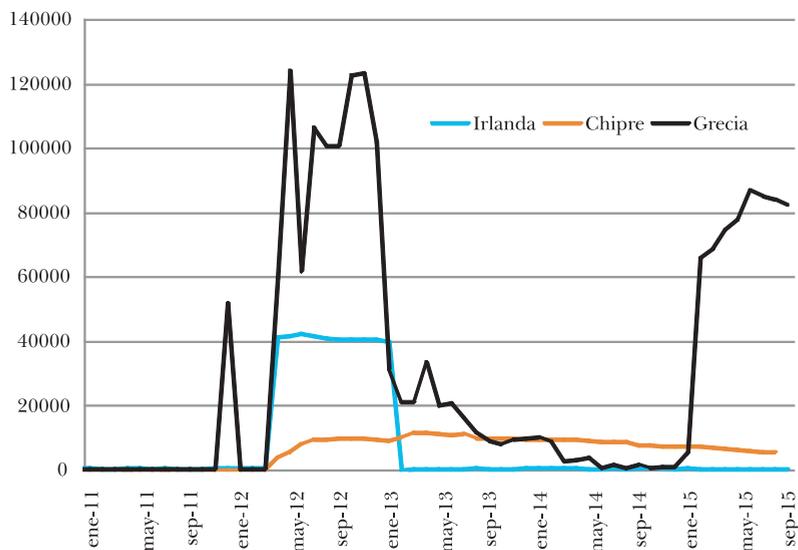
pertenencia al Eurosistema exige adoptar las debidas cautelas para salvaguardar la estabilidad financiera, pues problemas en el balance de un banco central nacional perteneciente a un Estado con graves dificultades en sus finanzas públicas podría acabar contagiando al resto del Eurosistema.

Para analizar el uso de este instrumento nos encontramos con una doble dificultad: por un lado el BCE no publica los importes concedidos bajo esta modalidad, sino que hay que acudir a su balance, en donde se encuadraría dentro del epígrafe «*Other claims on Euro Area credit institutions*». Además, el importe no se desglosa por país, por lo que hay que acudir a los bancos centrales nacionales para obtener la participación de cada uno en este epígrafe. Esta relativamente opaca política de comunicación tiene su base, como se ha dicho, en que la finalidad primordial de esta asistencia era para entidades concretas con dificultades puntuales, por lo que una cierta cautela a la hora de comunicar las operaciones es necesaria. Como se puede observar en el gráfico 11, durante esta crisis, ha podido haber episodios puntuales en los que alguna entidad de alguno de los países ha utilizado este mecanismo, lo que contrasta con el uso masivo de los países con problemas sistémicos en su sistema bancario, que finalmente se vieron abocados a un rescate (gráfico 12).

GRÁFICO 11. OTROS ACTIVOS FRENTE A INSTITUCIONES DE CRÉDITO DEL ÁREA EURO (TOTAL ZONA EURO)



GRÁFICO 12. OTROS ACTIVOS FRENTE A INSTITUCIONES DE CRÉDITO DEL ÁREA EURO (PAÍSES SELECCIONADOS)



Fuente: Datastream.

Como se ha detallado anteriormente, el sistema bancario griego ha tenido que recurrir en diversas ocasiones al ELA. La masiva fuga de depósitos provocada por la incertidumbre ante la situación de sus finanzas públicas y la necesidad de ayuda externa provocaron necesidades de liquidez muy importantes (gráfico 13) en sus bancos como se detalla en el Cuadro 2.

CUADRO 2. GRECIA, DEPÓSITOS Y ELA

Aunque no es el único factor determinante en la gestión de la liquidez de una entidad de crédito, es cierto que la retirada de depósitos en cuantía superior a lo normal puede ser el desencadenante de una crisis de liquidez difícil de afrontar sin apoyo externo.

La fuerte desconfianza hacia el sistema bancario griego, como consecuencia de los problemas financieros del soberano y su contagio al resto de la economía financiera y real griega fueron provocando una paulatina fuga de depósitos desde los bancos griegos hacia otros lugares en busca de mayor seguridad.

La garantía que se ofrece a los depositantes de 100.000 euros por titular y depósito no está soportada por unos fondos suficientes (al igual que en resto de países) sino que se basa en la confianza de que las autoridades nacionales, llegado el caso extremo, asumirían este compromiso. Como las finanzas públicas griegas se

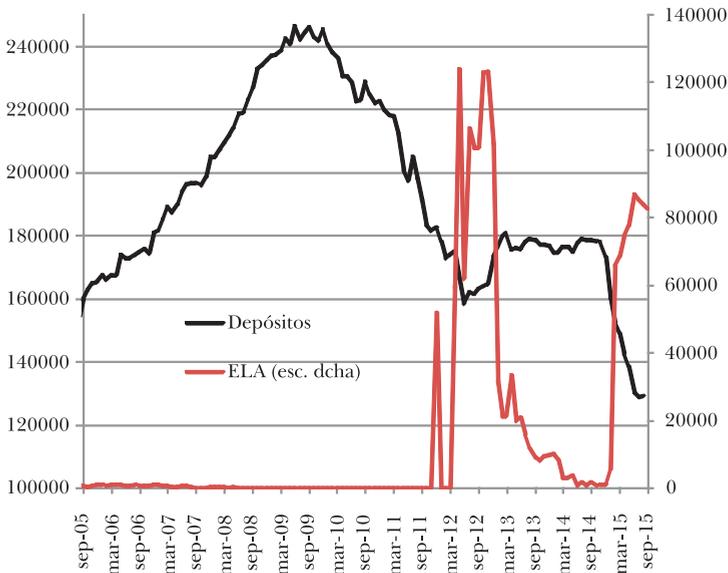
encuentran en una situación tan delicada, es previsible que ante cualquier incremento de la incertidumbre se produzca una retirada de depósitos superior a la que se produciría en circunstancias de normalidad.

A pesar de la imposición de controles de capital y las limitaciones a la extracción de efectivo que se decretaron en los momentos más delicados de las negociaciones de 2015, lo cierto es que la fuga de depósitos no se detuvo.

Además, la retirada de depósitos ha sido mucho más intensa entre las sociedades no financieras que entre los particulares: con datos hasta julio, los depósitos se redujeron casi un 40% respecto de su nivel en julio de 2015, mientras que los de los hogares lo hicieron un 23,8% en ese mismo período. Quizá las empresas tienen más instrumentos para movilizar sus depósitos a lugares más seguros.

La incidencia del comportamiento de los depósitos en la necesidad de ELA es clara: mientras la caída es sostenida los bancos pueden hacer frente a sus necesidades de liquidez hasta un punto en el que el ritmo de retirada se acelera y la situación se hace insostenible por lo que hay que acudir a la liquidez de emergencia del BCE.

GRÁFICO 13. GRECIA: DEPÓSITOS BANCARIOS Y ELA



Fuente: Datastream.

7. A MODO DE CONCLUSIÓN: EFECTOS DE LAS MEDIDAS.

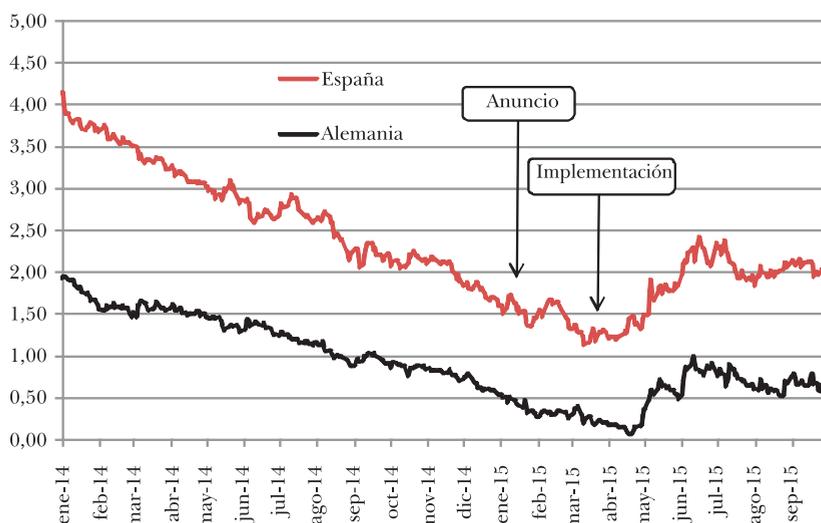
A continuación trataremos de analizar los efectos que han tenido los programas en vigor durante 2015 del BCE. La primera consideración que hay que hacer es la dificultad que entraña **aislar el efecto de las políticas del BCE del resto del contexto económico y financiero**. En particular, dos fenómenos nuevos durante el año han condicionado la transmisión de las políticas monetarias: la **caída de los precios del petróleo** y el debilitamiento de las **perspectivas de crecimiento mundial a partir del verano** (China), lo que aumentó la volatilidad y produjo un *repricing* de la mayoría de los activos financieros mundiales.

El mandato del BCE atañe exclusivamente a la **inflación**, por lo que todas las medidas en vigor pretenden, en última instancia, reconducir las tasas de inflación y sus expectativas al nivel objetivo del 2%. Sin embargo, la transmisión de las decisiones se realiza por varios canales.

En general, los efectos de las medidas extraordinarias, y en particular, del programa ampliado de compras pueden dividirse en tres bloques: **efectos sobre los precios de los activos, efecto sustitución y efectos sobre expectativas**.

En cuanto a los efectos sobre los **precios de los activos**, el primer canal de transmisión ha sido, evidentemente, la **rentabilidad de la deuda pública**, que es una de las variables que más directamente se debería ver afectada ante un programa como el presente, pues un nuevo e importante comprador incrementa la demanda de este papel y por lo tanto su precio, reduciendo las rentabilidades. Aquí debemos distinguir entre el momento del anuncio, en donde comienza la caída de las yields, de la implementación, donde esa caída ya casi se detiene para comenzar a incrementarse en las siguientes semanas.

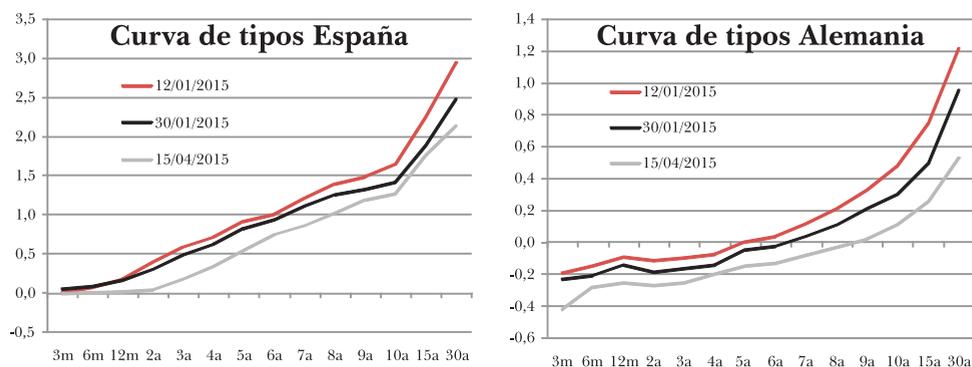
GRÁFICO 14. RENTABILIDAD BONO 10 AÑOS



Fuente: Datastream.

El efecto no fue igual en todas las partes de la curva de deuda (gráfico 15), pues la caída fue algo más pronunciada en los plazos entre tres y cinco años que es donde, a priori, más directamente actúan las compras de BCE. De hecho, tras el anuncio, la caída de rentabilidades llevó a una buena parte del papel en circulación a cotizar a tipos negativos, en lo que se interpretaba como la «nueva normalidad». Pero lo cierto es que esa normalidad duró poco y el porcentaje de bonos cotizando por debajo de cero se redujo significativamente tras la corrección (*repricing*) que comenzó en mayo por las incertidumbres sobre la economía mundial que surgieron a partir de ese momento.

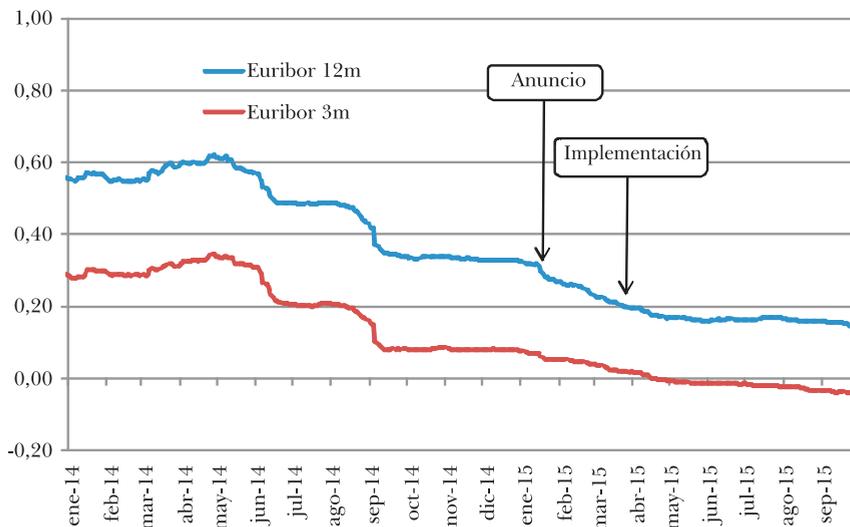
GRÁFICO 15. CURVA DE TIPOS ANTES Y DESPUÉS DE ANUNCIO E IMPLEMENTACIÓN. ESPAÑA Y ALEMANIA



En cuanto a los **tipos de interés a corto plazo**, el anuncio provocó una nueva caída a pesar de que los niveles eran ya de por sí muy reducidos, caída que ha continuado, aunque de manera más moderada, con la realización efectiva de las compras (gráfico 16). La anunciada duración del programa hasta al menos septiembre de 2016 comprimó los tipos monetarios y parece que los mantendrá deprimidos por un largo período, pues las expectativas de salida de la actual política monetaria del BCE están todavía muy lejanas.

Respecto de la **efectividad de los otros dos programas en vigor** (CBPP3 y ABSPP), también se han observado compresión en los *yields* de los instrumentos sobre los que actúan. Como afirma Praet (2015a), ya en los primeros meses de vigencia se observó una fuerte contracción en los *spreads* de los *covered bonds*, que alcanzaron los niveles más estrechos de los últimos cinco años. Respecto de los ABS, también comenzaron con una compresión generalizada de los diferenciales, si bien en algunas jurisdicciones esta reducción desapareció más adelante. De hecho, el proceso de *repricing* comentado ha podido esfumar buena parte de la mejora, si bien no puede decirse que los programas no sean efectivos, pues de no encontrarse en vigor el efecto sobre el incremento de las rentabilidades podría haber sido aún mayor.

GRÁFICO 16. TIPOS DE INTERÉS MONETARIOS



Fuente: Datastream.

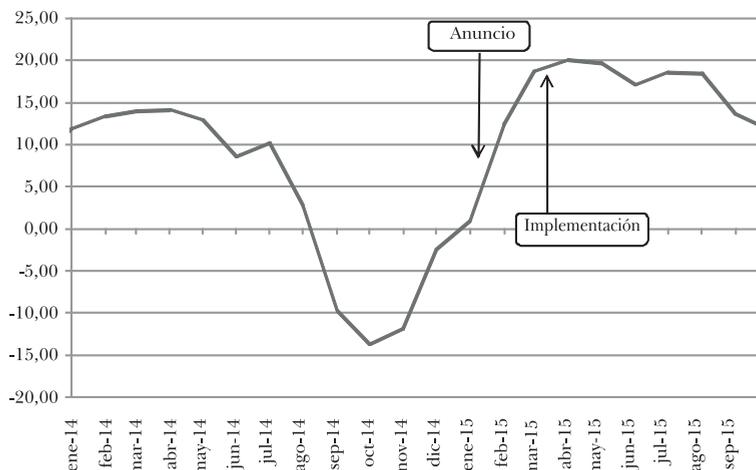
Otros tipos de efectos estarían relacionados con el **efecto sustitución**. La entrada de un comprador tan importante en los mercados a los que se dirigen los programas ha podido expulsar a ciertos inversores de ellos por no tener la rentabilidad deseada. Estos inversores se han dirigido a la compra de bonos corporativos o de otros activos de mayor riesgo (incluso la bolsa), incrementando los precios de los mismos. Además, puede estar produciéndose cierta reducción del *carry trade* en paralelo a un aumento de la concesión de crédito por la banca europea (ver gráfico 18b sobre nuevos préstamos a empresas).

El tercer grupo de efectos lo constituyen los que influyen en las **expectativas**. Si nos fijamos en el indicador SENTIX de confianza del **inversor** en la zona del euro (gráfico 17), se pone de manifiesto cómo el anuncio de las medidas supuso un fuerte impulso a la confianza de los inversores y que tras la implementación se han mantenido los niveles, que probablemente habría bajado más, debido a las turbulencias procedentes de China y del resto de emergentes.

La combinación de todos los efectos comentados, que podríamos denominar de primera ronda, debería conducir a otra serie de consecuencias, que podemos llamar de **segunda ronda**, que estarían relacionadas con la concesión de crédito a la economía real y su traslación al crecimiento y la inflación.

En primer lugar, se puede afirmar que la consecuencia más inmediata de la relajación de las rentabilidades de la deuda pública se traslada a los Estados en forma de **menos costes financieros** lo que desahoga su posición fiscal.

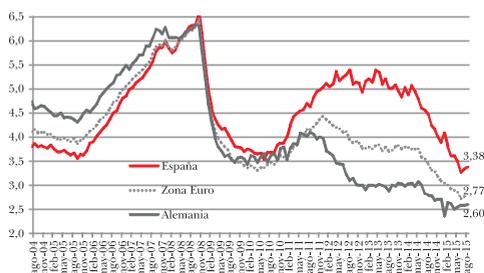
GRÁFICO 17. INDICADOR SENTIX: CONFIANZA DEL INVERSOR.



Fuente: Thomson Reuters Datastream.

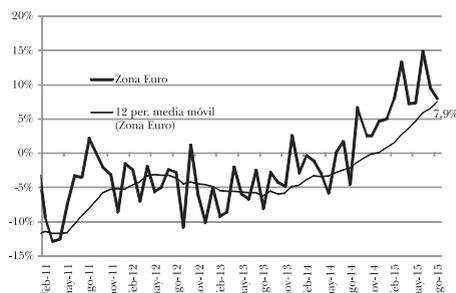
Para observar el éxito en la mejora de la transmisión de la política monetaria podemos fijarnos en el comportamiento de los **tipos de interés y en los volúmenes de los nuevos préstamos a empresas** por menos de un millón de euros (gráfico 18). En el agregado de la zona euro y en el caso de España, se observa claramente una disminución sostenida de los tipos exigidos desde primavera de 2014. Al observar las **cantidades**, aunque la tendencia venía siendo alcista para el conjunto del área euro durante todo 2014, en 2015 con el anuncio y puesta en marcha de los programas se produce una aceleración del ritmo.

GRÁFICO 18A. TIPOS DE INTERÉS NUEVAS OPERACIONES DE MENOS DE UN MILLÓN DE EUROS DE EUROS



Fuente: BCE.

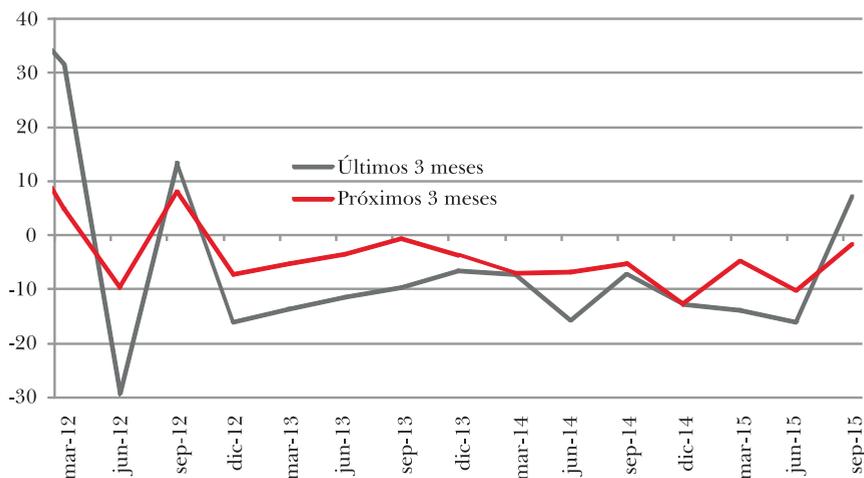
GRÁFICO 18B. VOLUMEN DE NUEVOS PRÉSTAMOS DE MENOS DE 1 MILLÓN DE EUROS A EMPRESAS (TASA DE VARIACIÓN I.A.)



Fuente: BCE.

La **encuesta de préstamos bancarios**³¹ que elabora trimestralmente el BCE en colaboración con los bancos centrales nacionales también da muestra de una mejor predisposición de las entidades bancarias a conceder crédito a sus clientes desde el primer trimestre de 2015, si bien de manera moderada. Esta misma encuesta también realiza preguntas acerca de las consecuencias de la situación en los mercados financieros para determinadas variables relevantes para los bancos. Entre ellas, destacamos la mejora que se experimentó en las entidades de la zona euro en las fuentes de financiación mediante **emisiones a medio y largo plazo** (aunque la mejora se vio interrumpida por el conocido proceso de repricing que venimos comentando).

GRÁFICO 19. ENCUESTA DE PRÉSTAMOS BANCARIOS: ZONA EURO. CAMBIOS EN EL ACCESO A LA FINANCIACIÓN MEDIANTE EMISIONES A MEDIO Y LARGO PLAZO



Indicador de difusión: Porcentaje de entidades que han endurecido considerablemente los criterios $\times 1$ + porcentaje de entidades que han relajado en cierta medida los criterios $\times 1/2$ - porcentaje de entidades que han relajado considerablemente los criterios $\times 1$.

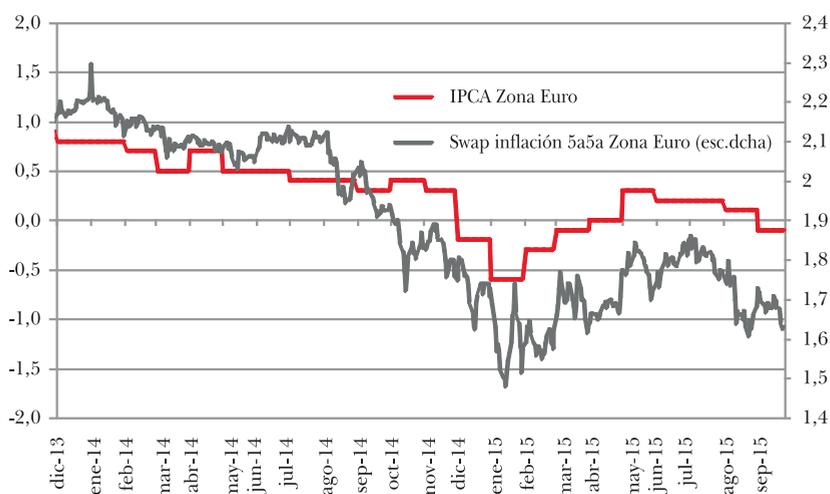
Fuente: BCE.

Dentro de esta misma encuesta el BCE ha comenzado a realizar preguntas específicas sobre los **efectos del programa ampliado de compra de activos** en determinadas variables. Todavía sólo existe una observación, pero ya se puede apreciar cómo, en términos netos, las entidades muestran que han relajado, gracias a este nuevo paso en la política monetaria, sus condiciones de concesión y los términos y condiciones de los préstamos concedidos, en especial en lo que se refiere a la financiación a empresas.

³¹ Puede consultarse en: <https://www.ecb.europa.eu/stats/money/surveys/lend/html/index.en.html>

En cuanto a la traslación de todos estos efectos hacia la **inflación**, objetivo último de todas las medidas, se parte de la situación en los últimos meses de 2014, en donde se había producido un fuerte descenso de la inflación medida por el crecimiento interanual del IPCA que lo llevó a terreno negativo en el mes de diciembre (gráfico 20). Al mismo tiempo, las expectativas medidas a través del tipo swap de inflación a cinco años dentro de cinco años (5y5y) de la zona euro también habían experimentado un descenso y se situaba en el entorno del 1,6%, desacoplándose del 2% al que desea aproximarse el BCE. El anuncio y posterior puesta en marcha del programa ampliado a partir de enero de 2015 impulsó las expectativas de inflación, si bien a partir de ahí comenzó una moderación provocada por las menores expectativas de crecimiento europeo y mundial.

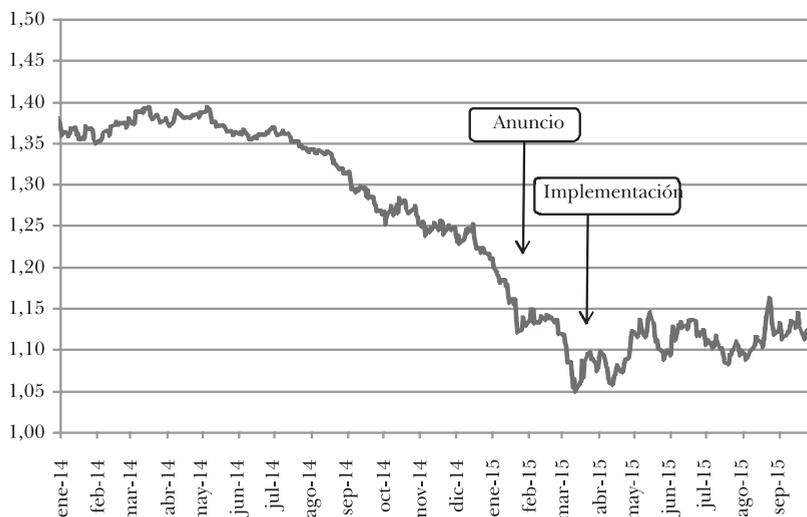
GRÁFICO 20. ZONA EURO: INFLACIÓN Y EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN



Fuente: Eurostat y Bloomberg.

Por último, aunque no se trata de una variable de las que entra propiamente en la función de reacción el BCE para sus decisiones de política monetaria, el **tipo de cambio** es uno de los indicadores que más se puede ver afectado por decisiones en esta materia. Aunque evidentemente hay otros muchos factores que mueven la cotización de las divisas, el anuncio por parte de Mario Draghi en enero de 2015 de poner en marcha un importante programa de compra de activos provocó una depreciación del euro contra el dólar (gráfico 21), debido a la expectativa de relajación todavía mayor de las condiciones monetarias en el área euro, en contraposición con las perspectivas de salida de su actual estrategia que ya en ese momento se tenían en EE.UU.

GRÁFICO 21. TIPO DE CAMBIO DÓLAR-EURO



Fuente: Datastream.

Como es evidente, las consecuencias de las políticas monetarias expansivas también tienen efectos a nivel global. La evidencia es que la **laxitud monetaria en las economías avanzadas** ha contribuido a sostener un mayor **crecimiento en las economías emergentes**, sobre todo a través del canal comercial y del mantenimiento de condiciones financieras favorables (FMI, 2013).

En definitiva, para la mayoría de variables se observa cómo los agentes ya habían anticipado esta medida y las condiciones financieras ya habían comenzado a mejorar incluso antes del lanzamiento del programa de compras de valores del sector público. También se ha observado un ligero ascenso de las expectativas de inflación a medio plazo, llevando a que las tasas de interés reales se hayan reducido aún más.

Riesgos

No obstante, como señala Vernet (2015), el esperado **impacto** sobre los **precios** de los activos está en la dirección correcta, pero no se sabe con certeza si las respuestas iniciales de los mercados se transmitirán al **gasto de las familias y empresas** y con ello al aumento de la **inflación**. Se debe tener cierta cautela sobre si finalmente se verá un claro efecto en la economía real pues en Europa a diferencia de EE.UU. existen ciertos obstáculos en la transmisión de la política monetaria. Así, los préstamos en Europa se obtienen por medio de bancos intermediarios en mayor medida que en EE.UU., por lo que el sistema bancario europeo necesita ser un buen canal de transmisión y mejorar el acceso al crédito. Del mismo modo, la riqueza de las familias europeas está menos expuesta a los movimientos de los mercados que en EE.UU.



Otro de los riesgos de los prolongados períodos de acomodación monetaria lo afrontan las compañías necesitadas de rentabilidades en el medio y largo plazo, como pueden ser las aseguradoras. La reducción de las *yields* para todos los plazos ponen en una situación delicada a estas empresas, que tienen limitaciones a la hora de los productos en los que pueden invertir y al mismo tiempo no pueden aceptar rentabilidades tan pequeñas para mantener la sostenibilidad de sus negocios. Por una parte se sostiene que la compresión de los márgenes debido a las bajas rentabilidades podría afectar negativamente a la provisión de crédito por parte de los bancos y a su cuenta de resultados en momentos todavía delicados para el sector. Estos temores se pueden refutar, como lo hace Praet (2015b), afirmando que el impacto neto para el capital de los bancos es positivo: debido a mejoras de su solvencia por la mejora de la calidad crediticia de sus carteras, menores costes de financiación y mayores volúmenes de intermediación que superarían al impacto de la reducción de los intereses cobrados.

Asimismo, como analiza Berganza *et al.* (2014), existen riesgos asociados al proceso de expansión monetaria y que pueden condicionar el objetivo de estabilidad de precios. Como consecuencia del uso de los instrumentos no convencionales, algunos agentes en determinados mercados podrían estar tomando un **riesgo excesivo**, favoreciendo la formación de nuevas burbujas, sin que se traslade esta reducción en los costes de financiación a una mejora de la inversión real. Prueba de ello son las inversiones más arriesgadas que intermediarios como aseguradoras o fondos de pensiones están haciendo, conducidos por el prolongado período de tipos bajos en el que nos encontramos. En Jiménez (2008), se evidencia la idea de que en periodos de expansión monetaria los bancos aumentan su apetito al riesgo en los créditos otorgados.

Por otro lado, el apoyo del Banco Central en el mercado interbancario, otorgando liquidez dentro de sus programas de expansión monetaria, podría estar provocando que algunos bancos **pospongan su necesario desapalancamiento y recapitalización**. En este caso las medidas de liquidez en lugar de apoyar la recuperación de dichas instituciones financieras podrían estar enmascarando algún problema de solvencia (Berganza *et al.*, 2014).

Otro aspecto a tener en cuenta es que las **actuaciones no convencionales pueden generar efectos distributivos relevantes** (Dobbs *et al.*, 2013). Así, al conseguir mantener los tipos de interés en niveles reducidos se contribuye a mitigar los efectos riqueza negativos derivados de la crisis, aunque para los ahorradores supone una pérdida de renta relevante. De forma paralela, las medidas tienen un impacto en los tipos de interés hipotecarios a largo plazo los cuales afectan a la distribución de la renta de las familias de forma directa, como se analiza en Claeys *et al.* (2015).

Estrategia de salida

Otro punto relevante es el de los riesgos asociados a las estrategias de salida y los interrogantes que aparecen en torno a ella (ver Berganza *et al.*, 2014). El diseño de los mecanismos de salida constituye un gran **reto**, dada la magnitud de los estímulos monetarios vigentes, los efectos inducidos sobre los mercados financieros y sobre otros países, y la escasez de fundamentación teórica y evidencia empírica que permita anticipar las



consecuencias de estrategias alternativas. Probablemente el mayor desafío consistirá en la reestructuración de los balances de los bancos centrales. En ese sentido, el ritmo de normalización del balance dependerá esencialmente de si los activos adquiridos se venden o se mantienen hasta su vencimiento (o prepago en el caso de las titulaciones hipotecarias). Si se optara por la venta de parte de estos activos de forma gradual y ordenada, la experiencia del Banco de Japón en 2006 muestra que se podría hacer sin que desencadenase un aumento de la volatilidad en los mercados financieros y sin aumentos notables de los rendimientos de estos activos. Por otro lado, el mantenimiento de los activos durante un mayor período de tiempo elimina el riesgo procedente de la evolución del tipo de interés y, por tanto, de posibles pérdidas patrimoniales.

Los distintos momentos en los que se encuentran las políticas monetarias en las diferentes áreas económicas determinan que será la Fed estadounidense la que tendrá que dar el primer paso hacia la «normalización» de su balance y la reconducción de las tasas de interés a niveles no tan reducidos. El Banco de Inglaterra, por su parte, también está más avanzado en este proceso aunque lo razonable es que comience su salida más tarde que EEUU. Por último, el BCE afrontará el reto de la vuelta a la normalidad con conocimiento de las estrategias seguidas por otros bancos centrales y las consecuencias de las mismas.

En cualquier caso, todo apunta a que se trata de un proceso de duración prolongada debido al volumen significativo de activos, situación en la que será importante fomentar la comunicación entre los bancos centrales y evitar un aumento repentino e inesperado de los tipos de interés de largo plazo que puede afectar a la estabilidad financiera, a los flujos de capitales y a los tipos de cambio globales.

CUADRO 3. IMPACTO DEL ENDURECIMIENTO DE LA POLÍTICA MONETARIA DE LA FED

La evolución de la política monetaria en otros espacios económicos, y muy singularmente en EE.UU., no está exenta de repercusiones para la Zona Euro. Sea como fuere la concreta evolución de la política monetaria en EE.UU. en cuanto a tipos de interés, de lo que no cabe duda, es que los próximos años traerán un endurecimiento de la política monetaria.

Tal y como se detalla en el Informe Anual correspondiente a 2014 del Banco de España³², si se cumpliera con la subida prevista de más de 100 puntos básicos en los tipos de interés de la Fed a finales de 2016, ello conllevaría una presión igualmente al alza en los tipos de interés a largo plazo en la Zona Euro, siendo dicha alza de entre 0 a 100 puntos básicos según los supuestos aplicados, con un esce-

³² Las estimaciones se realizan de acuerdo con el modelo británico NIGEM, que es un modelo macroeconómico trimestral estimado a partir de datos observados, incorporando relaciones estándar entre las variables económicas. Se trata de un modelo que incluye más de 50 bloques económicos y que permite observar sus interacciones y reacciones al desempeño de cada espacio económico. Más información en: <http://nimodel.niesr.ac.uk>



nario central que marca una subida de unos 25 puntos básicos en los tipos a largo (se mantendrían los diferenciales entre los países de la Zona Euro). Igualmente se estima un efecto negativo en el PIB de la Zona Euro de entre 1 décima y más de 1 punto porcentual a finales de 2016, si bien el efecto estimado de esta política de normalización sobre el PIB de EE.UU. es mucho mayor, con un efecto negativo de entre 1 y 2,5 puntos porcentuales menos, con lo que la divergencia en el crecimiento entre EE.UU. y la Zona Euro podría quedar reducida a 0 a finales del año 2016.

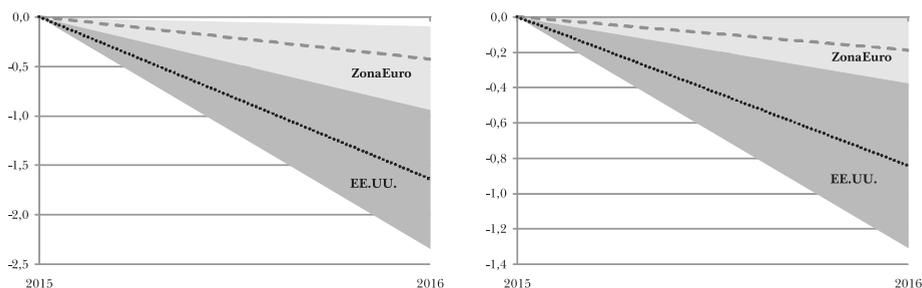
El modelo también estima un efecto sobre la evolución de los precios en la Zona Euro, siendo dicho efecto desde nulo hasta restar 4 décimas en el crecimiento de los precios a final de 2016, si bien de nuevo en EE.UU. se estima un efecto muy superior; al calcularse para finales de 2016 un incremento de precios que será entre 4 décimas y 1,4 puntos inferior al que se produciría sin esta política de normalización de tipos de interés.

Los datos más recientes del *forward* de tipos de interés en Estados Unidos a 1 año³³ sugerirían una subida algo inferior a esos 100 puntos básicos considerados por el modelo, lo que conllevaría que las bandas de fluctuación fueran ligeramente inferiores a las referidas. De este modo, tal y como se ilustra en el gráfico 22, la subida de tipos de interés que anticipa el *forward* conllevaría un efecto negativo sobre el crecimiento del PIB de la ZE de entre -0,094 y -0,94 puntos porcentuales respecto del crecimiento que se observaría sin dicha subida de tipos (el FMI estima un crecimiento del PIB del 1,7% para el conjunto de la ZE en 2016³⁴). Para EE.UU. el efecto negativo sería más acusado, ya que se situaría entre -0,94 y -2,34 puntos porcentuales respecto del crecimiento que se observaría sin una subida de tipos de interés (pese a ello el FMI estima un crecimiento medio del PIB de EE.UU. de un 3% para 2016). Por su parte, considerando el *forward* de tipos de interés, el efecto sobre la inflación también sería algo menos acusado de lo que estima el modelo (para la ZE el efecto sobre inflación sería entre nulo y de -0,37 puntos porcentuales menos de lo que se observaría sin movimientos de tipos en EE.UU.; mientras, en EE.UU. el efecto se situaría entre -0,37 y -1,31 puntos porcentuales respecto de la inflación sin cambios de tipos).

³³ Se considera una media entre junio y septiembre del dato diario *forward* de tipo de interés a 1 año.

³⁴ Actualización del *World Economic Outlook* del Fondo Monetario Internacional de julio de 2015.

GRÁFICO 22. REPRESENTACIÓN GRÁFICA DEL EFECTO DIFERENCIAL (EN PUNTOS PORCENTUALES) DE UNA SUBIDA DE LOS TIPOS DE INTERÉS DE ACUERDO CON EL FORWARD DE TIPOS DE EE.UU. SOBRE EL PIB Y LA INFLACIÓN EN LA ZONA EURO Y EE.UU.



Todo lo anterior parte de un canal de transmisión principal, el tipo de cambio. En efecto, el endurecimiento de la política monetaria típicamente trae como consecuencia una apreciación del dólar, como consecuencia lógica de una mayor demanda de los activos denominados en dólares. En efecto, la anticipación en los mercados del endurecimiento de la política monetaria en EE.UU. ya ha supuesto una apreciación del dólar durante los últimos meses (aunque también hay otros factores como los diferentes ritmos en el crecimiento, la inflación o la percepción del riesgo). Además, históricamente se ha observado que normalmente subidas de tipos de interés en EE.UU. han venido acompañadas de subidas de tipos de interés a largo plazo en el resto de países (con alguna excepción salvo el denominado *conundrum*³⁵ de los años 2004 a 2006).

BIBLIOGRAFÍA

- Banco de España (2015): «La política monetaria», *Informe anual 2014*, pp 43-66, Banco de España, Madrid, 11 de junio de 2015.
- Banco de Japón (2015): «Statement on Monetary Policy», Banco de Japón, Tokyo, 7 de agosto de 2015.
- (2015b): «Statement on Monetary Policy», Banco de Japón, Tokyo, 15 de septiembre de 2015.
- Bank of England (2013): «Monetary policy trade-offs and forward guidance», Banco de Inglaterra, Londres, agosto 2013.

³⁵ En 2005, el entonces Presidente de la Reserva Federal de Estados Unidos, Allan Greenspan, señaló como «problema» (conundrum) el hecho de que las subidas de tipos oficiales aplicadas (150 puntos básicos de aumento), no ejerciesen una presión al alza en los tipos de interés de la deuda federal a 10 años. Además, no hubo contagio a otros mercados ni una mayor volatilidad tal y como reporta Thornton (2012).



- (2015): «Monetary policy summary and minutes of the Monetary Policy Committee meeting ending on 5 August 2015», Banco de Inglaterra, Londres, 6 de agosto de 2015.
- (2015b): «Monetary policy summary and minutes of the Monetary Policy Committee meeting ending on 9 September 2015», Banco de Inglaterra, Londres, 10 de septiembre de 2015.
- BCE (2014): The ECB's forward guidance. *Monthly Bulletin*, Frankfurt, abril 2014
- (2015a): *Economic Bulletin*, 1/2015, Frankfurt, febrero 2015.
- (2015b): «The Role of the central bank balance sheet in monetary policy». *Economic Bulletin*, 4/2015, Frankfurt, junio 2015
- (2015c): «The Euro Area Bank Lending Survey», *Second Quarter of 2015*, Banco Central Europeo, Frankfurt, julio de 2015.
- Berganza, Juan Carlos; Ignacio Hernando y Javier Vallés (2014): «Los desafíos para la política monetaria en las economías avanzadas tras la gran depresión». *Documentos Ocasionales* nº 1404, Banco de España, Madrid, 2014.
- Bernanke, Ben; Vincent Reinhart y Brian Sack (2004): «Monetary Policy Alternatives at the Zero Bound: An Empirical Assessment.» *Brookings Papers on Economic Activity*, 2, pp 1-100, Brookings Institutions Press, Washington DC, noviembre 2014.
- Carney, Mark (2015): «Inflation in a globalised world», observaciones efectuadas en el Economic Policy Symposium del Banco de la Reserva Federal de Kansas City, Jackson Hole, 29 de agosto de 2015.
- Carpenter, Seth B.; Ihrig, Jane E.; Klee, Elizabeth C.; Quinn, Daniel W. and Boote, Alexander H. (2013): «The Federal Reserve's Balance Sheet: A Primer and Projections.» *Finance and Economics Discussion Series*, No. 2013-01, Reserva Federal, Washington DC, enero 2013.
- Claeys, Grégory, Álvaro Leandro y Allison Mandra (2015): «European Central Bank Quantitative Easing: The Detailed Manual», Bruegel Policy Contribution, Issue 2015/02, marzo de 2015.
- Claeys, Grégory y Zsolt Darvas (2015): «The Financial Stability risks of ultra-loose monetary policy», Bruegel Policy Contribution, Issue 2015/03, marzo 2015
- Claeys, Grégory, Zsolt Darvas, Álvaro Leandro y Thomas Walsh (2015): «The Effects of Ultra-Loose Monetary Policies on Inequality», Bruegel Policy Contribution, Issue 2015/09, 25 de junio de 2015.
- Constâncio, Vítor: «Assessing the new phase of unconventional monetary policy at the ECB». Intervención en el congreso anual de la *European Economic Association*, Universidad de Mannheim, Mannheim, 25 de agosto de 2015
- Coppola, Frances (2015): «'Quantitative Tightening' Is A Myth (But That Doesn't Mean There Isn't A Problem)», *Forbes*, 3 de septiembre de 2015.
- Dobbs, R.S. Lund, T, Koller y A. Shwayder (2013): «QE and ultra-low interest rates: distributional effects and risks», Mckinsey Global Institute, Discussion Paper, Noviembre 2013.
- Draghi Mario (2014a). «Introductory remarks at the EP's Economic and Monetary Affairs Committee». Bruselas, 22 de septiembre de 2014»



- (2014b). «Introductory Statement to the press conference (with Q&A)», BCE, Frankfurt am Main, 6 de noviembre de 2014.
 - (2015a). «Introductory Statement to the press conference (with Q&A)», BCE, Frankfurt am Main, 22 de enero de 2015.
 - (2015b). «Introductory Statement to the press conference (with Q&A)», BCE, Nikosia, 5 de marzo de 2015.
 - (2015c). «Introductory Statement to the press conference (with Q&A)», BCE, Frankfurt am Main, 15 de abril de 2015.
 - (2015d). «Introductory Statement to the press conference (with Q&A)», BCE, Frankfurt am Main, 3 de junio de 2015.
 - (2015e). «Introductory Statement to the press conference (with Q&A)», BCE, Frankfurt am Main, 16 de julio de 2015.
 - (2015f). «Introductory Statement to the press conference (with Q&A)», BCE, Frankfurt am Main, 3 de septiembre de 2015.
- Durré, Alain y Kasper Lund-Jensen (2015): «Defining the ECB's 'neutral' balance sheet», Goldman Sachs, Issue No: 15/28, 23 de julio de 2015.
- Fernandez, Fernando (2013). «La política monetaria común», *Anuario del Euro 2013*. FEF y Fundación ICO, Madrid, 2013.
- Fisher, Stanley (2015): «U.S. Inflation Developments», observaciones efectuadas en el Economic Policy Symposium del Banco de la Reserva Federal de Kansas City, Jackson Hole, 29 de agosto de 2015.
- FMI (2013). «Global Impact and Challenges of Unconventional Monetary Policies», septiembre 2013.
- (2015a): «World Economic Outlook. Uneven Growth. Short- and Long-Term Factors», *World Economic and Financial Surveys*, Fondo Monetario Internacional, Washington DC, abril de 2015.
 - (2015b): «World Economic Outlook Update», Fondo Monetario Internacional, Washington DC, julio de 2015.
- Jiménez, Gabriel, Steven Ongena, José Luis Peydró y Jesús Saurina (2008): «Hazardous Times for Monetary Policy: What Do Twenty-Three Million Bank Loans Say About the Effects of Monetary Policy on Credit Risk-Taking?», *Documentos de Trabajo*, nº 0833. Banco de España, Madrid, 2008.
- Nye, J.; Sly, L. (2015): «Global Capital Flows from China», *The Macro Bulletin*, Banco de la Reserva Federal de Kansas City, Kansas City, 8 de septiembre de 2015.
- Praet, Peter (2015a): «The APP impact on the economy and bond markets», Intervención en la cena anual del grupo de contacto del BCE con los mercados de bonos, Frankfurt am Main, junio 2015.
- (2015b): «The ECB's Asset Purchase Programme: the impact so far». Eurofi Magazine: The Eurofi Financial Forum, Luxemburgo, septiembre de 2015.
- Shirai, Sayuri (2015): «Unconventional Monetary Policies of the Bank of Japan and European Central Bank», *Remarks at the Panel Discussion «Monetary Policy and Central Banking: A Global Outlook» at the Bruegel Annual Meeting (Brussels, September 8)*, Banco de Japón, Bruselas, septiembre 2015.



- Thornton, Daniel L. (2012): «Greenspan's Conundrum and the Fed's ability to affect long-term yields», *Working Paper*, No. 2012-036A, Banco de la Reserva Federal de Sant Louis, Sant Louis, septiembre 2012.
- Vernet, Pierre (2015): «ECB QE-nomics: The die is cast», Goldman Sachs, Issue No: 15/06, 12 de febrero de 2015.
- Williamson, Stephen D. (2015): «Monetary Policy Normalization in the United States», *Review*, vol. 97, capítulo 2, pp 87-108, Reserva Federal Banco de St. Louis, 2º semestre 2015.
- Yellen, Janet L. (2014): «Federal Reserve issues FOMC statement», Reserva Federal, Washington DC, 17 de septiembre de 2014.
- (2015): «Federal Reserve issues FOMC statement», Reserva Federal, Washington DC, 18 de marzo de 2015.
 - (2015b): «Federal Reserve issues FOMC statement», Reserva Federal, Washington DC, 17 de septiembre de 2015.



4. UN AÑO DESDE EL COMIENZO DEL MECANISMO ÚNICO DE SUPERVISIÓN: UNA PRIMERA EVALUACIÓN DE LA ACTIVIDAD SUPERVISORA DEL BANCO CENTRAL EUROPEO

FRANCISCO URÍA*

EXECUTIVE SUMMARY

The implementation of the single supervisory mechanism was effectively commenced on 4 November 2014, with the European Central Bank becoming the direct supervisor of most Spanish banks.

From then onwards, the European Central Bank finalized its legal structure, internal organization and recruitment drive to ensure its capacity to carry out its new duties as supervisor efficiently.

Thus, the European Central Bank has a different governing structure for banking supervision from that responsible for monetary policy, with the sole exception of the formal competencies of the Governing Council, imposed by the Treaty and resolved by establishing an independent system for the solution of conflicts. Furthermore, it has a supervisory board and four Directorate Generals respectively responsible for managing the day-to-day aspects of microprudential supervision (Directorate Generals I and II), indirect supervision (Directorate General III) and specialized and horizontal tasks (Directorate General IV).

Spanish banks have noticed the change in supervision in their daily contact with the joint supervisory teams and the numerous formal and informal meetings held at board, director and board committee levels.

There has also been a change in the supervisory agenda so that new areas such as entities' corporate governance, risk management, business models, profitability or cyber-security are now among the top priorities of supervision.

The supervisory assessment performed at the end of 2014 employed non-ECB methodology (i.e. that used by each competent national supervisor) because there was no time for the new supervisor to develop its own methodology. In 2015, however, the assessment has been performed with methodology drawn up by the ECB based on international best practices and its own concerns and priorities as supervisor.

* Abogado del Estado-excedente. Socio responsable de sector financiero en KPMG



The results of this first supervisory assessment will be known shortly and will determine, through requirements and recommendations made to the entities, the priorities for action by the banks and their supervisors.

The work analyses all of these matters, based on the documents published by the European Central Bank, its representatives' declarations in respect of banking supervision and the nascent bibliography on this subject matter.

The assessment of the work performed over the past year contained in this chapter is positive, taking into account the uncertainties that existed this time last year, before the results of the comprehensive assessment were known.

4.1. INTRODUCCIÓN

El 4 de noviembre de 2015 se cumplirá¹ un año de vigencia del Mecanismo Único de Supervisión (MUS), iniciado en la misma fecha del año precedente.

123 grupos bancarios (unas 1200 entidades) están sujetos a la supervisión directa del Banco Central Europeo y el resto de las entidades de la Eurozona, unas 3500, consideradas menos significativas, han quedado bajo su supervisión indirecta, manteniendo la supervisión directa las autoridades nacionales competentes (en nuestro caso, el Banco de España).

A lo largo de este año, la supervisión directa del Banco Central Europeo, en estrecha colaboración con el Banco de España, se ha convertido en una realidad cotidiana para los bancos españoles. Se han desarrollado reuniones frecuentes y, poco a poco, los nuevos equipos de supervisión conjunta han ido tomando conocimiento de la realidad de los bancos españoles.

Sin perjuicio de lo que seguidamente se dirá, la experiencia puede considerarse globalmente positiva.

En el año transcurrido, el Banco Central Europeo ha sido capaz de completar los equipos directivos y supervisores sobre los que recae el peso de sus nuevas funciones en el seno del MUS, ha articulado un novedoso procedimiento de supervisión (el «SREP» por sus siglas en inglés²), respetuoso con las recomendaciones de la Autoridad Bancaria Europea en este ámbito, y está completando su primera evaluación supervisora de las entidades a través del envío de cartas con sus resultados provisionales.³

En el plano organizativo, como estaba previsto en las normas reguladoras de la nueva supervisión única, se parte del principio de independencia entre las funciones de política monetaria y supervisión bancaria del Banco Central Europeo. En este sentido, el órgano clave es el Consejo de Supervisión integrado por una presidenta, una vicepresidenta, cuatro representantes designados por el BCE y representantes de alto nivel de las autoridades nacionales competentes. Se ha replicado, en consecuencia, el modelo de gobierno del BCE para las cuestiones de política monetaria.

¹ Este trabajo se termina en octubre de 2015.

² «Supervisory Review and Evaluation Process».

³ El envío de las comunicaciones definitivas se espera que se producirá en noviembre, una vez que las entidades hayan efectuado sus alegaciones en el marco de su derecho de audiencia.



El iter de las decisiones del BCE en materia de supervisión bancaria empieza en las propuestas que, como procedimiento general, hacen llegar al Consejo de Supervisión las cuatro direcciones generales de supervisión que se han creado y que, a su vez, el Consejo eleva, para su aprobación formal, al Consejo de Gobierno del BCE. En el caso excepcional de desacuerdo entre el criterio de éste y el de aquél, se han establecido mecanismos de resolución que aseguran que, en última instancia, las decisiones reales en materia de política monetaria y de supervisión bancaria no estén en las mismas manos.

En cuanto al funcionamiento del MUS, el primer año de supervisión ha sido muy exigente para el Banco Central y sus equipos y también lo ha sido para las propias entidades.

La nueva supervisión ha tenido un cierto carácter disruptivo, por la frecuencia de las reuniones mantenidas y también por la cantidad de información nueva que las entidades han debido suministrar. Por ello, un buen número de entidades han optado por organizar unidades especializadas, bajo dependencia y con características diversas, al objeto de coordinar su relación con el nuevo supervisor.

La agenda del supervisor ha sido en buena parte novedosa. Frente a aspectos más habitualmente sujetos a la revisión supervisora, como el cumplimiento de los requerimientos regulatorios en capital y en liquidez, la nueva supervisión se ha proyectado también sobre ámbitos más novedosos como el gobierno corporativo y la gestión del riesgo y la revisión del modelo de negocio y la rentabilidad de las entidades.

El primer año del MUS coincide, por otra parte, con la intensa labor preparatoria que viene realizando la otra autoridad de la Unión Bancaria Europea, la Junta Única de Resolución (SRB por sus siglas en inglés⁴), al objeto de que el Mecanismo Único de Resolución (MUR) pueda implementarse, efectivamente, desde el 1 de enero del año próximo.

En el ámbito global, se aguarda también a una decisión definitiva⁵ sobre otro aspecto de gran importancia para la resolución de las entidades sistémicas globales (GSIFIs), el ya famoso «TLAC»⁶

De este modo, estarán puestos los pilares fundamentales de la Unión Bancaria, tal y como ésta fue originariamente concebida en los acuerdos políticos iniciales que, en junio de 2012⁷, permitieron su nacimiento.

4.2. PRIMEROS PASOS DEL MUS.

Pocos días antes del 4 de noviembre de 2014, se hicieron públicos los resultados del *comprehensive assessment* desarrollado por el Banco Central Europeo y la

⁴ Single Resolution Board.

⁵ Debería producirse en la cumbre del G-20 convocada en Turquía para el próximo mes de noviembre.

⁶ Total Loss Absorbency Capability, que presenta ciertas semejanzas (y relevantes diferencias) con su equivalente en la Directiva sobre Reestructuración y Resolución de las Entidades de Crédito: el «MREL» (Minimum Requirement of Eligible Liabilities).

⁷ Esos acuerdos se adoptaron en la reunión del Consejo Europeo celebrada el 29 de junio de 2012.

⁸ Durante el año 2015, 25 bancos que mostraron debilidades en su capital en el ejercicio de *comprehensive assessment* desarrollado en el año 2014 han tenido que realizar acciones de remediación, tal y como ha explicado Danièle Nouy, Presidenta del Consejo de Supervisión del BCE, en su intervención de 11 de septiembre de 2015 bajo el título «European Banking Supervision: Levelling the playing field». Puede consultarse en la página web del Banco Central Europeo, en el área de supervisión.



Autoridad Bancaria Europea (*stress test*) sobre las entidades sujetas a la nueva supervisión única.

El resultado tuvo una doble dimensión, cuantitativa y cualitativa. Desde el punto de vista cuantitativo, un número relativamente reducido de entidades mostró debilidades en su nivel de recursos propios CET1 ya fuera en la situación vigente a 31 de diciembre de 2013 o en una situación estresada.

Obviamente, la agenda del supervisor respecto de esos bancos ha consistido en un seguimiento cercano al objeto de verificar que, finalmente, conseguían alcanzar una situación de cumplimiento⁸.

La vertiente «cualitativa» –y menos conocida– del *comprehensive assessment* consistió en la obtención de información específica sobre las entidades que serían supervisadas directamente por el Banco Central Europeo, la posibilidad de comparar el marco regulatorio local al que se encontraban sujetas y verificar, con carácter general para todas ellas, la situación que presentaban en aspectos tan relevantes como la calidad de sus datos o el nivel de provisiones contables para las carteras más importantes.

Estas conclusiones «cualitativas» del stress test han formado también parte de la agenda supervisora del Banco Central Europeo que, a lo largo del año, ha mostrado su preocupación por varias de estas cuestiones; la situación de falta de armonización regulatoria, en la que las entidades comprendidas en el MUS se encuentran sujetas a normas nacionales divergentes en aspectos muy relevantes, la heterogeneidad en la aplicación de la normativa contable, expresada en el distinto nivel de provisiones que mostraban las carteras que fueron examinadas en el *Asset Quality Review* realizado durante el primer semestre del año 2014⁹ como primer componente del *Comprehensive Assessment*.

Cuando se inició el MUS, el Banco Central Europeo ya tenía una información muy importante sobre las entidades que iban a quedar sujetas a su supervisión directa. Esa información ha guiado su actividad como supervisor a lo largo del año 2015¹⁰.

A partir de noviembre de 2014, el Banco Central Europeo se dedicó a completar los equipos conjuntos de supervisión (JSTs, por sus siglas en inglés¹¹) que, bajo la dependencia de las Direcciones Generales I¹² y II¹³ de Supervisión Microprudencial, desarrollarían el día a día de la inspección, a través de reuniones formales e informales con las entidades de crédito, análisis de la información por ellas suministrada y requerimientos de información ad hoc dirigidos a las entidades.

Como es sabido, los equipos conjuntos de supervisión están formados por funcionarios del Banco Central Europeo, funcionarios de los supervisores nacionales correspondientes a la entidad supervisada (el Banco de España en nuestro caso) y dirigidos por un coordinador procedente del Banco Central Europeo que debía tener una nacionalidad

⁹ Como parte del *Comprehensive Assessment*.

¹⁰ En el Informe Anual sobre las Actividades de Supervisión del BCE correspondiente al año 2014.

¹¹ *Joint Supervisory Teams* se dice, textualmente, que «las prioridades de supervisión para 2015 se basan en los resultados de la evaluación global, particularmente en lo referido al riesgo de crédito». Página 7.

¹² Dirigirá la supervisión de los 30 mayores bancos de la Eurozona.

¹³ Dirigirá la supervisión de los grupos restantes de la Eurozona.



distinta a la del banco bajo su supervisión. También existiría un subcoordinador o coordinador local que procedería del supervisor local y garantizará la adecuada coordinación entre ambos supervisores.

Una vez formadas las cuatro Direcciones Generales de Supervisión¹⁴ y los equipos de supervisión conjunta, se organizaron reuniones orientadas a que los nuevos supervisores pudieran conocer las entidades supervisadas tanto a través de la información y datos suministrados por las mismas como también a través de la obtención de conocimiento procedente del supervisor local hasta el momento competente.

También a lo largo del año, aunque este proceso haya sido menos transparente que los anteriores, el Banco Central Europeo ha estado dedicado a la formación y perfeccionamiento de su instrumento clave para la nueva supervisión: su Manual de Supervisión, un documento que no ha llegado a hacerse público y que, por lo que ha podido conocerse, tiene una gran extensión y un alto grado de detalle.

Podemos hacernos una idea aproximada sobre su contenido a través de un documento que sí se ha hecho público: la guía de supervisión bancaria publicada por el BCE en noviembre de 2014, coincidiendo con el comienzo efecto del MUS.¹⁵

En la guía se establecen, por ejemplo, nueve principios que habrá de respetar la actividad supervisora del BCE. Son los siguientes:

1. Uso de las mejores prácticas.– El MUS pondrá en práctica las mejores prácticas supervisoras no sólo de las autoridades supervisoras nacionales que forman parte del Mecanismo sino también de otros supervisores bancarios internacionales.
2. Integridad y Descentralización.– Con el apoyo de las autoridades nacionales competentes en materia de supervisión (NCAs), el MUS habrá de compaginar su carácter único con la existencia de procedimientos descentralizados con relevante participación de esas autoridades locales, especialmente en el caso de los bancos bajo supervisión indirecta del BCE.
3. Homogeneidad en el MUS.– Los principios y procedimientos supervisores se aplicarán de forma armonizada y consistente a todos los bancos comprendidos en el MUS.
4. Consistencia con el Mercado Interior.– El MUS tiene un alcance limitado a los bancos de la Eurozona. Sin embargo, existen otros sistemas y grupos bancarios en la Unión Europea, supervisados por autoridades distintas. El desarrollo de sus funciones por parte de la Unión Bancaria Europea puede contribuir a la armonización de las prácticas de supervisión en ambos ámbitos.
5. Independencia y responsabilidad.– La política monetaria y la supervisión bancaria se desarrollan en el BCE con completa independencia institucional y funcional.
6. Enfoque basado en riesgo.– El MUS realiza su tarea supervisora con un enfoque basado en el riesgo, teniendo en cuenta tanto el daño que puede causar a la esta-

¹⁴ Además de las Direcciones Generales I y II, dedicadas a la supervisión microprudencial, existen una Dirección General III que desarrolla la supervisión indirecta de los bancos no significativos de la Eurozona y la Dirección General IV de gran importancia, como veremos, y neto carácter transversal.

¹⁵ «Guide to banking supervision». September 2014. Puede ser consultado en el apartado de supervisión de la página web del Banco Central Europeo.



- bilidad financiera el fallo de una entidad y la posibilidad de que dicho fallo pueda tener lugar.
7. Proporcionalidad.– El enfoque basado en el riesgo permite dedicar los recursos supervisores de forma prioritaria a los riesgos más importantes, comenzando por bancos globales sistémicos.
 8. Niveles adecuados de actividad supervisora para todas las entidades de crédito.– No obstante la aplicación del principio de proporcionalidad, todos los bancos en el MUS serán objeto de una actividad supervisora mínima.
 9. Medidas de corrección efectivas y oportunas.– El MUS someterá a los bancos a una monitorización constante y les demandará la realización de las actuaciones necesarias para garantizar su estabilidad, sin perjuicio de que, llegado el caso, pudieran llegar a aplicarse las medidas previstas en el marco regulatorio en el ámbito supervisor.

El objetivo de estos principios comunes, de la guía y, sobre todo, del Manual de supervisión, es tratar de asegurar la armonización de las prácticas de supervisión en relación a todas las entidades de la Eurozona (no limitada, por tanto, a las entidades más significativas bajo la supervisión directa del Banco Central Europeo).

Recuérdese, en este sentido, que el marco regulatorio del Banco Central Europeo en materia de supervisión está formado por dos normas fundamentales que podríamos considerar «de alto nivel», es decir, escasamente detalladas. Nos referimos a:

- Reglamento (UE) n° 1024/2013, del Consejo, de 15 de octubre de 2013, que encomienda al Banco Central Europeo tareas específicas respecto de políticas relacionadas con la supervisión prudencial de las entidades de crédito, y el
- Reglamento 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 Banco Central Europeo y las autoridades nacionales competentes y con las autoridades nacionales designadas (Reglamento Marco del MUS).

Como ha podido constatarse ya desde el diseño, organización y ejecución del *comprehensive assessment*, la relación entre el Banco Central Europeo y la Autoridad Bancaria Europea será una de las claves del éxito de la nueva supervisión y, sobre todo, de la necesaria armonización de las prácticas de supervisión en el conjunto de la Unión Europea¹⁶

Por último, el Banco Central Europeo ha ido ganando presencia institucional a través del establecimiento de relaciones directas con otros supervisores relevantes como la Autoridad de Supervisión Prudencial Británica, la Reserva Federal norteamericana y, en lo que afecta a los bancos españoles, los supervisores de la mayor parte de los países iberoamericanos. En el nuevo diseño, el Banco Central Europeo habrá de integrarse en los colegios supervisores de los grandes bancos internacionales, sin desplazar (al menos, por el momento) a los supervisores nacionales de la Eurozona.

¹⁶ Recordemos que el MUS limita su ámbito competencial a los bancos de la Eurozona.



4.3. LA NUEVA AGENDA DEL SUPERVISOR

La supervisión del BCE se desarrolla en el marco de un procedimiento conocido habitualmente como «SREP», por sus siglas en inglés, que el Reglamento del MUS ha traducido como «proceso de revisión y evaluación supervisora».

En aplicación del proceso, los equipos conjuntos de supervisión deben participar en la preparación del programa de evaluación supervisora que se aplicará específicamente a la entidad sobre la que son competentes, así como de un plan de inspección in situ.

No obstante, la labor de los equipos conjuntos de supervisión no agota la labor supervisora del BCE. La Dirección General IV, en el marco de sus importantes competencias, tiene la capacidad de desarrollar actuaciones supervisoras propias y directas (no ejecutadas a través de los equipos conjuntos de supervisión), así como velar por la calidad de la actuación de esos equipos.

Las actuaciones supervisoras del Banco Central Europeo en este año 2015¹⁷ se han centrado en una serie de ámbitos:

- La eficacia y la solidez de las funciones de gestión de crédito de las entidades.
- La viabilidad de los modelos de negocio y los factores determinantes de la rentabilidad.
- Los distintos elementos de la gobernanza a nivel institucional.
- La calidad de la gestión de la información.
- La adecuación del capital y la liquidez (el cumplimiento de los requerimientos regulatorios en uno y otro ámbito y su conexión con la gestión del riesgo de la entidad).
- La revisión de la validación de los modelos internos de las entidades aunque, por la gran extensión del trabajo, lo realizado en el año 2015 puede considerarse como trabajos preparatorios de una tarea que centrará la actuación del Banco Central Europeo en el año 2016 y siguientes.

Es una agenda que contiene prioridades tradicionales en la supervisión de las entidades de crédito, como el seguimiento de su grado de cumplimiento de los requerimientos regulatorios en materia de recursos propios, otros derivados de la nueva regulación (requerimientos de liquidez) y otros muy novedosos como los que tienen que ver con el doble binomio gobernanza (gobierno corporativo-gestión del riesgo y modelo de negocio-rentabilidad), y el análisis de la situación de las entidades frente a los retos de la ciberseguridad.

A lo largo de este año, las tareas supervisoras del BCE, en la doble vertiente de la supervisión cotidiana a través del trabajo de los equipos conjuntos de supervisión y de la tarea más sofisticada de la Dirección General IV, que se han conducido a través del SREP, finalizando al mismo tiempo en que se entrega este trabajo, se han centrado en esas prioridades.

¹⁷ Tal y como se explicitan en las «Prioridades para 2015» establecidas en el Informe Anual sobre las Actividades de Supervisión del BCE para el año 2014.



En paralelo, el Banco Central Europeo ha conducido, al menos, otras dos actividades (en cierta parte, interrelacionadas) como son el análisis de las diferencias en la regulación aplicada a las entidades bancarias de la Eurozona como consecuencia de la existencia de discrecionalidades, especialidades o singularidades establecidas por el legislador local, ya sea en el ámbito de la regulación o no.¹⁸

Sobre este particular, los responsables de la supervisión bancaria en el BCE han realizado frecuentes manifestaciones públicas en los últimos meses.

Así, Danièle Nouy, Presidente del Consejo de Supervisión Bancaria en el BCE¹⁹ ha manifestado que «ahora tenemos la *«single european rulebook»* y los estándares técnicos aplicables en toda Europa. Sin embargo, queda todavía un espacio de mejora. Por ejemplo, todavía existen demasiadas opciones nacionales y discrecionalidades (ONDs)²⁰. Hemos identificado más de 150 de ellas en la regulación que ha transpuesto el marco de Basilea III, incluyendo normas que afectan al plazo para su implementación completa (*Basel III fully loaded*)».

Frente a esta situación, el BCE ha trabajado de forma intensa para reducir las discrecionalidades aplicables (recordemos que el BCE se encuentra jurídicamente obligado no sólo a aplicar las normas europeas –CRD y CRR– sino también las normas nacionales que las transponen en cuanto a las opciones y discrecionalidades admitidas por aquéllas) y tras ocho meses de trabajo, ya en julio de 2015, ha conseguido reducir estas discrecionalidades en un centenar, gracias al trabajo desarrollado conjuntamente con las autoridades nacionales y la propia Autoridad Bancaria Europea.

Las cuestiones que quedan abiertas revisten una gran importancia puesto que afectan al cómputo del capital. De hecho, otro miembro del Consejo de Supervisión del BCE, Ignazio Angeloni, se ha referido recientemente a ellas indicando que son una fuente de asimetría que resulta conflictiva en ocasiones con el principio del *«level playing field»*.²¹

Una de estas cuestiones «pendientes» es el tratamiento de las participaciones en compañías de seguros en el caso de grupos consolidados y otra, muy importante para los bancos españoles, se refiere a los activos fiscales diferidos, más conocidos como «DTAs»²² sobre los que, una vez introducidos cambios significativos en la norma fiscal española²³, parece haberse logrado un acuerdo con la Comisión Europeo que limitaría una parte de la incertidumbre ligada a su existencia.

Sin embargo –como ha indicado la propia Sra. Nouy– «la armonización no ha sido posible en algunos casos con el nivel de rigor que me hubiera gustado ver, así que el día-

¹⁸ Una de las cuestiones que ha sido objeto de atención tenía una gran relevancia para las entidades de crédito; el tratamiento en diversos Estados europeos y, entre ellos, España, de los activos fiscales diferidos. Una norma a caballo de lo fiscal y lo contable pero con una gran importancia para el cálculo del capital de las entidades de crédito.

¹⁹ VV nota 8, páginas 2 y 3.

²⁰ La propia Danièle Nouy las ha denominado así en su conferencia de 15 de septiembre de 2015 bajo el título *«Safety and progress: an MUS perspective»*. Resulta de las iniciales de las palabras en inglés *«options and national discretions»*.

²¹ Ignazio Angeloni: *«Banking supervision and the MUS: five questions on which research can help»*. Londres, 30 de Septiembre de 2015. Puede ser consultado en el apartado de «discursos» de la zona dedicada a la supervisión bancaria en la página web del BCE.

²² *Deferred tax assets*.

²³ Ley 34/2015, de 21 de septiembre, de modificación parcial de la Ley 58/2003, de 17 de diciembre, General Tributaria (BOE de 22 de septiembre).



logo con los legisladores continúa. En todo caso, se ha logrado un avance único que era necesario y que no hubiera podido lograrse por ninguna otra institución europea».

No todas las discrecionalidades nacionales serán eliminadas. El BCE entiende que aquellas que contribuyen a la estabilidad financiera (se entiende que por establecer un tratamiento más exigente por la concurrencia de circunstancias específicas en un sector o mercado determinado) podrán permanecer²⁴. Su preocupación se centra en aquéllas que, como las señaladas, suponen una amenaza potencial para el cumplimiento de los requerimientos regulatorios en materia de capital²⁵.

La otra, hasta cierto punto semejante puesto que en esencia también se trata de homogeneizar el tratamiento que se da a las entidades de la Eurozona en un aspecto clave de su actividad, se trata de las diferencias existentes en el grado de dotación y registro de provisiones en diversas carteras de crédito. En efecto, el ejercicio de análisis de los balances de las entidades de la Eurozona, desarrollado durante el año 2014, había proporcionado al BCE una clara evidencia de que el grado de dotación de provisiones para carteras homogéneas era muy distinto entre entidades y también entre países.

Es importante matizar que no se trata de una revisión contable. Las entidades gozan de autonomía para formular y aprobar sus cuentas, que son auditadas en todos los casos. El BCE no es un supervisor contable por lo que, aunque pudiera haber llegado a la conclusión de que una o varias carteras muestran un nivel insuficiente de provisiones su respuesta no será, ni podría ser, forzar un cambio en la contabilidad de la entidad. El efecto se producirá en el ámbito de la supervisión prudencial de modo que la entidad será requerida para aumentar su capital en el marco del pilar 2.

Obviamente, el centro del SREP se ha referido a un ámbito tradicional de la actividad supervisora: el análisis de riesgos que podían afectar al capital de la entidad. A ello, por imperativo de las nuevas normas establecidas en los Acuerdos de Basilea III, se ha añadido el análisis de las cuestiones relacionadas con la liquidez y la capacidad de financiación (*funding*) de la entidad, tanto en cuanto a su riesgo de liquidez a corto plazo como a la sostenibilidad de su financiación.

Existe, además, una conexión estrecha entre este problema y la falta de rentabilidad de muchos bancos en la Eurozona. En la medida en que se encuentran todavía en su balance activos dañados que no reportan ningún ingreso²⁶, y en un volumen importante, una parte del balance obliga a un consumo importante de capital mientras que no proporciona ingresos para la entidad, amenazando su supervivencia. Por ello, lo que probablemente está buscando el BCE, más allá de cambios en la contabilidad de las enti-

²⁴ La propia Danièle Nouy lo ha explicado con detalle en su Conferencia «*A year of the MUS-résumé and Outlook*», dada en Praga el 1 de octubre de 2015. Puede consultarse en el apartado de «discursos» de la zona dedicada a la supervisión bancaria en la página web del BCE.

²⁵ Así lo ha indicado Luc Coene, miembro del Consejo de Supervisión del BCE, en una presentación realizada en Dublín el pasado 29 de septiembre (2015) bajo el título de «*The future of regulation in Europe*». En su opinión, si se produjera una deducción total de los DTAs (que ahora sabemos no va a llegar a producirse) el impacto en CET 1 sería como media de unos 300 puntos básicos. Puede ser consultado en el apartado de «discursos» de la zona dedicada a la supervisión bancaria en la página web del BCE.

²⁶ Conocidos habitualmente como activos «*non performing*» o, refiriéndose a créditos, «*non performing loans*» o NPLs.



dades o en sus políticas de provisión del riesgo de crédito, es la realización de actuaciones proactivas de gestión del balance como la venta de este tipo de carteras que se ha producido de manera frecuente en España en estos últimos años.

Respecto del análisis del gobierno corporativo y la gestión de crédito, se ha realizado una actividad supervisora particularmente estricta a través de una «revisión temática»²⁷, algunos de cuyos resultados han sido visibles para las entidades en las cartas provisionales del SREP, si bien su análisis definitivo tendrá continuidad el año próximo.

El Banco Central Europeo ha desarrollado un análisis basado en la revisión de documentación (por ejemplo, actas del Consejo de Administración y de otros órganos relevantes de los bancos) y el contenido de conversaciones y reuniones formales e informales celebradas entre los equipos de supervisión conjunta y diversos representantes de los bancos (consejeros, presidentes de las comisiones delegadas más importantes, directivos...).

En su análisis, el BCE ha tratado de conocer el funcionamiento real del gobierno corporativo y la gestión del riesgo de las entidades en aspectos tan prácticos como el momento y el alcance de la información que era facilitada al consejo o a sus comités o comisiones delegadas, el nivel de debate que se producía sobre los asuntos tratados o el modo en que esa discusión se reflejaba en las actas.

En definitiva, se buscaba determinar si existía una «calidad suficiente» en los procesos de toma de decisión de la entidad y si se valoraban y consideraban suficientemente los riesgos²⁸.

Hasta cierto punto, se ha tratado de verificar si las prácticas bancarias respetaban los estándares internacionales en la materia²⁹ y, específicamente, la organización basada en tres líneas de defensa.

Las tres líneas de defensa son, en primer lugar, el propio negocio bancario, el conjunto de los profesionales de la entidad que desarrollan la actividad financiera que le es propia. El principio de una gestión de riesgos adecuada en un banco es que sus profesionales conozcan y entiendan la política de riesgos de la entidad y no asuman riesgos excesivos, incluyendo riesgos en materia de cumplimiento normativo.

La segunda línea de defensa está formada por las unidades o funciones internas que tienen funciones de control de los riesgos, ya se trate específicamente de la función de control de riesgos o de la función específica de cumplimiento normativo. El análisis del Banco Central Europeo ha consistido en determinar si esas funciones disponían de la autoridad y los recursos necesarios para el desarrollo de su actividad y su alcance coincidía con el de la propia entidad o grupo. En el caso de los grandes grupos transfronterizos ello ha sido un tema particularmente delicado.

²⁷ «*Thematic Review*» en la terminología del BCE. Hace referencia a actuaciones supervisoras centradas en temas específicos.

²⁸ Un trabajo fundamental en la materia es el publicado por Margarita Delgado bajo el título «*Corporate governance and risk management: the MUS approach*» en la obra colectiva «*31 claves para la gestión de riesgos en entidades bancarias. Nuevos riesgos, nuevos retos*». Dirigida por José María Espí. Colegio de Economistas de Madrid. 2015.

²⁹ Sobre todo, las recomendaciones del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, la última de las cuales tiene por título «*Basel Committee's revised principles*», publicada en julio de 2015, puede consultarse en la página web del Banco Internacional de Pagos de Basilea en el apartado dedicado a los «*Corporate Governance principles for Banks*».



Por último, la tercera línea de defensa, y la fundamental, es la auditoría interna³⁰. Una función de cierre de las anteriores, que ha sido objeto de gran atención en el marco del SREP. Concretamente, Nouy³¹ ha sistematizado el alcance del trabajo de revisión de los equipos conjuntos de supervisión en relación con la función de auditoría:

- «Si la auditoría interna tiene garantizada su independencia organizativa respecto de los responsables de las unidades de negocio, así como si la objetividad de los auditores internos ha sido adecuadamente protegida teniendo acceso directo y capacidad de reportar al «Management body» (nos atrevemos a traducirlo por «comité de dirección»).
- «Si la función ha sido dotada de los recursos adecuados (en términos de recursos humanos, competencias, conocimientos y experiencia) para desarrollar sus importantes tareas y si su programa anual cubre adecuadamente las áreas necesarias incluyendo la gestión de riesgo, cumplimiento, el ICAAP, el ILAAP³² y los modelos internos.»
- «Si la función de auditoría interna dispone de los poderes necesarios («whether is properly empowered») para asegurarse de que se llevan a cabo las acciones de remediación necesarias para corregir las debilidades detectadas, contando con el compromiso de la dirección de la entidad.»

El análisis del modelo de negocio y la rentabilidad de la entidad ha sido otra de las novedades del SREP para el año 2015 y, previsiblemente, tendrá continuidad en el año 2016.

Buena parte del ejercicio supervisor del año 2015 ha estado dedicado al conocimiento del modelo de negocio de las entidades, tratando de entender cuáles eran sus fuentes de ingreso y rentabilidad, y evaluando su sostenibilidad futura.

No es un análisis aislado. Debe realizarse teniendo en cuenta el «marco de apetito al riesgo»³³ y siendo coherente con él. No se consideraría adecuada la rentabilidad de una línea de negocio si, para lograrla, deben asumirse riesgos incompatibles con ese marco.

Con carácter general, el análisis del BCE ha estado condicionado por el contexto de una política monetaria muy expansiva (tipos de interés históricamente bajos) lo que estrecha el margen financiero y, por tanto, la rentabilidad de las entidades.

El análisis de la rentabilidad no es un capricho o una extravagancia del supervisor. De la rentabilidad sostenible en el tiempo de un banco depende, en última instancia, su solvencia tanto por la posibilidad de retener beneficios no distribuidos como por su contribución a la capacidad de la entidad de atraer a inversores en los mercados de capitales. Por ello se ha convertido en un elemento clave en el análisis de las entidades.

Por último, el SREP se ha referido también a aspectos relacionados con los sistemas informáticos de las entidades, en la doble vertiente del análisis de la calidad de los

³⁰ Así lo ha indicado la propia Danièle Nouy en una conferencia reciente (París, 22 de septiembre de 2015) sobre el rol del control y la auditoría interna (*The role of Internal Control and Internal Audit*). Al igual que las anteriores, puede ser consultada en el apartado de discursos dentro de la zona dedicada a la supervisión bancaria en la página web del Banco Central Europeo.

³¹ Vid nota anterior.

³² Documentos internos básicos para la gestión del capital y la liquidez de la entidad.

³³ *Risk Appetite Framework*, aprobado por la entidad a nivel de su Consejo de Administración, y que establece el nivel de riesgo asumible.



datos³⁴ y la ciberseguridad. En este último caso se ha tratado de determinar si los sistemas de protección de la entidad funcionan adecuadamente a la hora de prevenir posibles ataques y también (y no en menor medida) de detectar los ya producidos³⁵. Otra de las novedades de la nueva cultura supervisora del MUS

En definitiva, capital, liquidez, gobierno corporativo y gestión del riesgo, modelo de negocio y rentabilidad, y los temas relacionados con la ciberseguridad han sido objeto de análisis por las distintas áreas del BCE al objeto de llegar a resultados individuales en el marco del SREP.

A diferencia del SREP del año 2014, prácticamente basado en las metodologías supervisoras de los supervisores nacionales puesto que, en dos meses (noviembre y diciembre de 2014) el BCE no tuvo tiempo de desarrollar una metodología propia, el SREP 2015 se ha desarrollado con arreglo a una metodología íntegramente desarrollada por el BCE y que, como ya he visto, ha incluido no pocas novedades respecto de las cuestiones a las que venían prestando atención los supervisores nacionales.

4.4. EL «SREP» Y SUS RESULTADOS

Al tiempo de concluir este trabajo, los resultados definitivos del SREP no son conocidos. Ello es así, en primer lugar, puesto que, de acuerdo con el procedimiento que se ha fijado, los bancos tienen derecho «a ser oídos» (audiencia) durante algunas semanas en respuesta a las cartas provisionales que les comunicaron los resultados individuales del SREP hace ya algunas semanas. Es de esperar que hasta noviembre de 2015 no reciban las comunicaciones de sus resultados definitivos.

En segundo lugar, tampoco serán conocidos porque el BCE ha tomado la decisión de que no hará públicos esos resultados, si bien, aparentemente, ha dejado a cada supervisor nacional que tome la decisión –con arreglo a su legislación nacional– sobre si procede o no a dar publicidad a los resultados de los bancos sobre los que proyectan sus competencias supervisoras.

No obstante, sí ha circulado información «agregada» de la que parece inferirse que la mayor parte de los bancos europeos (un ochenta por ciento) tendrían unos requerimientos de capital en una banda entre el 9,5 y el 12 % CET1 (de hecho, el «suelo» tiende a fijarse en el entorno del diez por ciento), un porcentaje menor (alrededor del diez por ciento) tendría un requerimiento superior y un porcentaje semejante (también en torno al diez por ciento) tendría un requerimiento menor.³⁶

³⁴ Recuérdese que las entidades sistémicas globales están sujetas a un requerimiento específico en este ámbito conocido como «*RDA o Risk Data Aggregation*», precisamente centrado en asegurar que los responsables de la gestión de riesgos de la entidad disponen de los datos necesarios y con la calidad y coherencia suficientes como para tomar las decisiones adecuadas.

³⁵ El análisis de la capacidad de las entidades para detectar los ciberataques es conocido en el ambiente supervisor como «*Penetration test*».

³⁶ El nivel de capital viene determinado por la normativa específicamente aplicable a la entidad (por ejemplo, por tratarse de una entidad sistémica global) pero, sobre todo, por el análisis individualizado de sus riesgos, llevado a cabo en el SREP. Dejando al margen los casos en que una parte del requeri-



Desde un punto de vista puramente cuantitativo, los bancos que tengan que cumplir un requerimiento superior al del capital (CET1) del que dispongan, deberán cumplir un plan de remediación tendente a la recuperación del nivel de capital adecuado.

Más interesante son los pronunciamientos que se han realizado con un carácter cualitativo, en materias tales como la falta de rentabilidad (muy generalizadas para todos los bancos supervisados, por las razones que se han identificado), dudas específicas sobre modelo de negocio o cuestiones relativas al gobierno corporativo de la entidad.

Entre ellos, y si nuestras noticias no son inexactas, cabe diferenciar entre los que se formulan con el carácter de «requerimientos» que, al igual que sucede con las deficiencias cuantitativas de capital, requieren de una corrección inmediata en el marco de un plan de remediación y bajo la atenta mirada del supervisor, y las meras «recomendaciones» que, en principio, no requerirían esa corrección inmediata, si bien, no cabe duda, formarán parte de la agenda específica para la supervisión de la entidad en el año 2016.

4.5. ANTE LOS LÍMITES DE LA SUPERVISIÓN BANCARIA

Cuando el supervisor se aleja de los estándares regulatorios, expresados en forma de «requerimientos» cuantitativos y, en su lugar, formula «recomendaciones» de un carácter más «cualitativo» suele adentrarse en terrenos más inseguros desde el punto de vista de la legitimidad de su actuación y juicio.

En el caso del Banco Central Europeo, ello puede tener origen, además, en una herramienta novedosa y específica: la explotación de los datos «comparados» (el ya famoso «*benchmarking*») de entidades que se consideran comparables («peers» en la terminología habitualmente empleada).

El cumplimiento de los requerimientos de capital o liquidez de las entidades puede ser verificado con la aplicación de normas imperativas claras y detalladas que proporcionan no sólo una base segura sino también (con los matices que ya se han indicado respecto de las ODNs) armonizada.

Sin embargo, la revisión de otras áreas como el gobierno corporativo de las entidades o su modelo de negocio, plantea más incógnitas, tanto por su carácter novedoso, como por la inexistencia de normas imperativas específicas que proporcionen una guía segura al supervisor como, en última instancia, por el hecho de que se trata de cuestiones hasta hace no poco tiempo ajenas al juicio de supervisor y más bien propias del ámbito de decisión de las entidades de crédito y sus órganos de gobierno en aplicación de normativas locales (derecho de sociedades) no completamente armonizadas a nivel europeo.

Se trata de ámbitos en que, además, existen normas legales relevantes (derecho de sociedades, normas fiscales...) no armonizadas a nivel europeo y que pueden justificar la existencia de diferencias importantes entre las entidades. Por poner un ejemplo sen-

miento tiene su origen en la aplicación de una normativa específica, como la indica, un mayor requerimiento de capital indica un mayor nivel de riesgo de la entidad.



cillo, en Europa coexisten dos grandes modelos de gobierno corporativo; el modelo «dual», propio de Alemania y otros países centroeuropeos, en los que, junto con consejo «ejecutivo» que toma las decisiones fundamentales de la entidad, existe un consejo de vigilancia, control o supervisión, que tiene funciones de esta índole. En cambio, otros países, como España, tienen solamente un consejo de administración que históricamente se ha caracterizado por adoptar decisiones clave para la compañía pero que no ha tendido a asumir esas funciones de vigilancia o de supervisión. Hasta ahora.

Obviamente, el Banco Central Europeo no va a cuestionar la vigencia y aplicación de un modelo u otro pero sí puede tener preferencias respecto del funcionamiento de uno u otro que podrían influir en la calificación de la entidad en este ámbito. Determinar con exactitud los límites de la actuación supervisora en materia de gobierno corporativo no será precisamente sencillo.

No parece necesario detenerse más en esta cuestión, dados los límites de este trabajo. No obstante no cabe duda de que el supervisor debe proceder en estos ámbitos «inseguros» con la mayor cautela al objeto de no perturbar tradiciones culturales y jurídicas cuyo efecto negativo sobre la estabilidad o el buen gobierno de las entidades no está contrastado.

Nos encontramos, claramente, ante los «límites de la supervisión bancaria» y una de las tareas pendientes en el MUS sería, precisamente, tratar de establecerlos por el bien de la seguridad jurídica de los propios supervisores y también de las entidades supervisadas.

4.6. LA AGENDA DEL BANCO CENTRAL EUROPEO PARA EL PRÓXIMO AÑO

El año que viene, el Banco Central Europeo desarrollará un nuevo SREP que, lógicamente, tendrá continuidad con el desarrollado este año.

Algunas cuestiones serán las mismas como lo tocante al gobierno corporativo o el modelo de negocio y la rentabilidad de las entidades³⁷.

En otras, sin embargo, se producirán novedades.

Una de esas novedades tendrá que ver con el resultado de la tarea de «armonización» regulatoria que el BCE está llevando cabo. No cabe duda de que la reducción de discrecionalidades nacionales tendrá efectos notables para las entidades y éstos, que no han llegado a producirse en el año 2015, podrían producirse ya en el SREB del 2016.

Por otra parte, otra de las cuestiones a las que el BCE pretende dedicar mayor atención se refiere a la revisión crítica de los modelos de riesgo de crédito de las entidades.

Como es sabido, existen dos tipos de modelos. Un modelo estándar al que se sujetan las entidades de menor tamaño y complejidad y otro denominado «avanzado» o «modelo interno» que suele ser propio de grandes bancos.

³⁷ Danié Nouy se ha referido específicamente a ello señalando que «*This viability of business models and profit drivers will likely still be a priority for us in 2016*». Vv nota 24.



Pues bien, con ocasión del «*comprehensive assessment*» el BCE ya expresó su decisión de no someter a crítica esos modelos (seguramente, no habría tiempo de otra cosa) y tampoco en el SREP 2015 ha podido avanzarse al respecto.

Sin embargo, la cuestión será uno de los ejes de la actuación supervisora del BCE en el próximo año 2016 y exigirá un gran esfuerzo para las entidades.

A ello se añadirá la circunstancia de que el año próximo (probablemente durante el primer semestre) la Autoridad Bancaria Europea desarrollará un nuevo ejercicio estresado (stress test) sobre los bancos de la Unión Europea (no sólo los bancos de la Eurozona incluidos en el MUS), en el que, sin duda, el BCE estará llamado a tener una gran participación, como ya ocurriera en el realizado en el año 2014.

Se consolida así la utilización del stress test con carácter recurrente como una de las herramientas de la supervisión bancaria en la Unión Europea (al igual que viene sucediendo en Estados Unidos). De hecho, el supervisor bancario espera que las propias entidades se vayan dotando de las capacidades internas necesarias para desarrollar sus propios ejercicios de «stress test» a fin de poder adoptar las medidas de corrección que sean necesarias.

Por último, 2016 será también el año de la definitiva implementación de la segunda parte de la Unión Bancaria Europea, el Mecanismo Único de Resolución, y también se producirá la decisión final sobre un tema íntimamente relacionado con ésta como es la relativa al TLAC de las entidades sistémicas globales.

4.7. CONCLUSIONES

El año 2015 será, ya para siempre, el primer año del Mecanismo Único de Supervisión Bancaria.

El Banco Central Europeo, como eje del Mecanismo, ha desarrollado su propia metodología de análisis supervisor, el SREP, con arreglo a la cual ha llegado a conclusiones que, al tiempo de concluir y entregar este trabajo, comienzan a ser conocidas por los bancos sometidos a la supervisión directa del BCE.

Por lo que conocemos de esos resultados, no parecen apartarse sustancialmente de otros anteriores y evidencian una serie de cuestiones relevantes:

- Ha continuado la recapitalización de los bancos de la Euro zona que muestran ahora unos niveles de recursos propios (CET1) mucho mayores que en años precedentes.
- La mayor parte de los bancos europeos cumple con los requerimientos de capital sin tener que adoptar medidas adicionales.
- Un pequeño número de bancos habrá de adoptar decisiones inmediatas al objeto de corregir la situación de insuficiencia de recursos propios tal y como ha sido determinada en el SREP.
- Existen algunos requerimientos (pocos) y recomendaciones (bastantes más) que tienen un carácter cualitativo y a las que los bancos habrán de prestar atención en las próximas semanas. De forma imperativa, en el primer caso, y para avanzarse



- a futuros requerimientos y demandas del supervisor en el segundo, los bancos habrán de corregir las deficiencias que se han puesto de manifiesto en el SREP.
- Entre las cuestiones examinadas por el BCE en el marco del SREP existen algunas que, como el gobierno de las entidades o la revisión de su modelo de negocio, comparten la doble característica de ser ámbitos novedosos de actuación supervisora y no disponer de una base objetiva de comparación en la regulación que se ha aprobado en los últimos meses. Ello sitúa al supervisor en una posición insegura en la que deberían proceder con gran cautela, especialmente si consideramos que ambas cuestiones quedaban tradicionalmente en manos de los órganos de gobierno de las entidades de crédito, sin una intervención importante del supervisor en ambos ámbitos.



5. AVANCES EN EL MARCO DE RESOLUCIÓN EUROPEO

MARÍA ABASCAL, SANTIAGO FERNÁNDEZ DE LIS, ROSA GÓMEZ
Y JOSÉ CARLOS PARDO¹

EXECUTIVE SUMMARY

The resolution of distressed banks has been one of the areas of focus of the international financial reform in recent years, with two goals: (i) that banks can fail as other companies without creating a systemic problem and (ii) that it is not necessary to use taxpayers' money in their resolution. The G20 and the Financial Stability Board have laid the foundations for a new resolution framework in the general guidelines contained in the so-called «Key Attributes». Further development will culminate in a proposed ratio of total loss absorption capacity (TLAC) that has been adopted by the G20 in November 2015.

In Europe the changes in the bank resolution area have been profound in recent years as a result of the confluence of two processes: (i) the transposition of the global agreements referred to above and (ii) the progress towards Banking Union. While the former has generated a common regulation and harmonization of many aspects of the resolution framework for banks in the entire EU, while maintaining the principle of responsibility of the national authorities, the Banking Union has brought a much deeper integration between Eurozone countries with a common decision-making and a much more ambitious – albeit so far partial – mutualization.

The centerpiece of the new resolution framework is the bail-in tool, which implies that banks' creditors (particularly holders of senior and junior debt) are the ones to bear the losses in the event of resolution, instead of taxpayers. To ensure the application of this principle, a new regulation will require a minimum of liabilities with loss absorption capacity, through the establishment of ratios such as total loss absorption capacity (TLAC) for global systemic institutions or minimum required eligible liabilities (MREL) in Europe.

The institutional architecture of the Banking Union continued making progress in 2015. A single supervisor in the ECB was complemented with a new resolution authority in Brussels and the Single Resolution Fund. The latter is a very important element of

¹ BBVA Research.



mutualization that highlights the progress towards a framework of shared sovereignty that clearly goes beyond that of the EU as a whole.

Further steps are necessary in the Banking Union, especially in two areas: the creation of a public support or backstop to give credibility to the Single Resolution Fund and the unification of the Deposit Guarantee Funds, to ensure that a euro deposited in a bank has the same value in any country in the Eurozone. The ultimate goal is that a citizen of any country can perform any operations with any bank in the area regardless of the country where its parent is located. It is a distant goal, but towards which we are making rapid progress. It is essential to maintain momentum and continuing making progress steadily.

5.1. INTRODUCCIÓN

La resolución de bancos en crisis ha sido una de las áreas en que se ha concentrado la reforma financiera internacional en los últimos años, con dos objetivos: que los bancos puedan quebrar como otras empresas sin crear un problema sistémico y que no sea necesario el uso de dinero de los contribuyentes para su rescate. El G20 y el *Financial Stability Board* han ido sentando las bases de un marco de resolución nuevo, mediante unas directrices generales recogidas en los llamados «*Key Attributes*» y un desarrollo posterior cuya culminación será la propuesta de un ratio de absorción de pérdidas (el llamado TLAC) que se aprobó en noviembre de 2015 por el G20.

En Europa los cambios en el ámbito de la resolución de bancos han sido muy profundos en los últimos años, como resultado de la confluencia de dos procesos: (i) la trasposición de los acuerdos globales señalados más arriba y (ii) los avances hacia la Unión Bancaria. Mientras que aquella ha generado una regulación común y una armonización de numerosos aspectos del marco de resolución de bancos en el conjunto de la UE, pero manteniendo el principio de competencia de las autoridades nacionales, la Unión Bancaria ha traído consigo una integración mucho más profunda entre los países de la Eurozona, con una toma de decisión común y un germen de mutualización mucho más ambicioso.

La pieza central del nuevo marco de resolución es el llamado «*bail-in*», por el que los acreedores de los bancos (en particular los tenedores de deuda junior y senior) son los que deben soportar las pérdidas en caso de resolución, en lugar de los contribuyentes. Para asegurar la aplicación de este principio, la regulación exigirá un mínimo de pasivos con capacidad de absorción de pérdidas, a través del establecimiento de ratios como el de capacidad de absorción de pérdidas total (TLAC por sus siglas en inglés) entre la entidades globales sistémicas o el mínimo requerido de pasivos elegibles (MREL por sus siglas en inglés) en Europa.

La arquitectura institucional de la Unión Bancaria ha continuado progresando en 2015. A la creación de un supervisor único en el BCE hay que sumar la nueva Autoridad de Resolución en Bruselas y el Fondo Único de Resolución que la acompaña. Este último supone un elemento de mutualización muy importante y un avance hacia un marco de soberanía compartida que claramente va mucho más allá que la UE.



Quedan pasos por dar, sobre todo en dos ámbitos: la existencia de un respaldo o *backstop* público para dar credibilidad al Fondo Único de Resolución y la unificación de los Fondos de Garantía de Depósitos, que asegure que un euro depositado en un banco tiene el mismo valor en cualquier país de la Eurozona. El objetivo final es que un ciudadano de cualquier país pueda realizar cualquier operación con cualquier banco dentro de la Eurozona independiente del país donde esté ubicada su matriz. Es un objetivo distante, pero hacia el que nos aproximamos rápidamente. Lo importante es mantener el impulso y completar los avances pendientes con paso firme.

5.2. PRINCIPALES CARACTERÍSTICAS DEL NUEVO MARCO DE RESOLUCIÓN EN ESPAÑA

El pasado 11 de junio de 2015, el Parlamento español aprobó la transposición a la legislación nacional española² de la Directiva de Recuperación y Resolución Bancaria (más conocida por sus siglas en inglés, BRRD³). Este paso constituye el fin de un proceso que se inició en Cannes (Francia) en 2011, donde los miembros del G-20 llegaron a un compromiso de implementar en sus respectivas jurisdicciones un marco legal y operativo que facilite a las autoridades la reestructuración o resolución de entidades financieras de una manera ordenada, sin exponer al contribuyente a la asunción de pérdidas y asegurando al mismo tiempo la continuidad de los elementos vitales de la entidad.

Aunque la transposición de la BRRD es un cambio normativo muy significativo en la mayoría de los países europeos, España ya contaba desde 2012 con una regulación para hacer frente a bancos con problemas financieros. La implementación de la Ley 9/2012 en noviembre de 2012 fue una de las condiciones establecidas dentro del programa de asistencia a España para la recapitalización del sector financiero, que nuestro país acordó con la Troika. En particular, dicha Ley creaba como principal novedad una nueva figura en el marco institucional español, el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB), y se le dotaba de una serie de herramientas y competencias para hacer frente a los bancos en crisis. Entre las herramientas con que contaba el FROB cabe destacar la capacidad de imponer pérdidas a los acreedores subordinados, la venta de activos o la creación de bancos puente.

Esta Ley ha sido empleada con éxito por parte de las autoridades españolas para hacer frente a la resolución de varios bancos, tales como Bankia o Catalunya Caixa. A pesar de su robustez y eficacia, la Ley no incluía todas las herramientas y competencias que establecía la BRRD siendo necesaria su actualización tal y como se muestra en la Tabla 1.

² Ley 11/2015, de 18 de junio, de recuperación y resolución de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión.

³ Directiva Europea de Recuperación y Resolución de entidades financieras 2014/59/EU (Bank Recovery and Resolution Directive).

**TABLA 1. COMPARATIVO DE LA NUEVA LEY DE RESOLUCIÓN 11/2015
FRENTE A LA LEY 9/2012**

	Ley 9/2012	Ley 11/2015
Autoridad de resolución	✓	✓(aclara el papel del Banco de España, FROB y SRB)
Plan de resolución	X	✓
Plan de recuperación	X	✓
Medidas de intervención temprana	✓	✓
Herramientas de resolución		
Venta de negocio	✓	✓
Banco Puente	✓	✓
Separación de activos	✓	✓
Bail-in	= (sólo deuda subordinada)	✓ (a partir de 2016)
Fondo de resolución	X	✓

A continuación se describen las principales características del nuevo marco de resolución español.

A. EL MARCO INSTITUCIONAL DE RESOLUCIÓN EN ESPAÑA

Uno de los principales pilares de la BRRD es la creación de una nueva autoridad encargada de llevar a cabo las tareas preventivas y ejecutivas en la resolución de una entidad. España ya cuenta con una autoridad de resolución, el FROB, desde el año 2012 encargada de ejecutar la reestructuración de aquellas entidades españolas que han necesitado ayudas públicas en los últimos años. Sin embargo, era necesario dotar a alguna autoridad española de las funciones de resolución preventivas (revisión del plan de recuperación y elaboración del plan de resolución) establecidas en la BRRD. De esta forma, con el objetivo de no afectar a los procesos de reestructuración en vigor, la nueva Ley establece un enfoque institucional a dos niveles:

- Por un lado, el Banco de España será el encargado de las tareas preventivas organizadas bajo dos unidades diferentes: i) la Dirección General de Supervisión junto con el Mecanismo único de Supervisión serán los responsables de analizar el plan de recuperación de cada banco y ii) en la Dirección General de Estabilidad Financiera y Resolución se ha creado una nueva unidad de resolución encargada de desarrollar el plan de resolución de cada entidad.



- Por otra parte, el FROB será el responsable de ejecutar la resolución operativa de aquellas entidades que hayan entrado en resolución tal y como ha venido haciendo hasta la fecha.

Este enfoque bicéfalo español es diferente al adoptado en la mayoría de los países de la Unión Europea, aunque cumple con lo establecido por la BRRD. La Directiva permite que más de una autoridad de resolución pueda coexistir dentro de una misma jurisdicción y se permite que la autoridad de supervisión asuma funciones de resolución, siempre y cuando exista un régimen para garantizar la independencia operativa entre ambas funciones. La clave no es dónde están localizadas las funciones, sino qué mecanismos organizativos y de coordinación hay definidos para garantizar la independencia operativa y evitar conflictos de intereses entre las funciones de supervisión y resolución. La nueva Ley de resolución española delimita las responsabilidades y pautas de coordinación entre el Banco de España y el FROB. Pero es cierto que dentro de un esquema institucional de por sí complejo, el modelo español introduce un escalón de complejidad adicional; el reto estará en ver cómo se aplican en la práctica las nuevas funciones.

A partir de enero de 2016, en todo caso, el marco de coordinación se simplificará notablemente, ya que la Autoridad Única de Resolución Europea estará plenamente operativa y asumirá gran parte de los poderes de resolución, especialmente los preventivos, en todas aquellas entidades financieras significativas, que representan alrededor del 90 por ciento del sector bancario español.

B. NUEVA JERARQUÍA DE ABSORCIÓN DE PÉRDIDAS Y EL DEBATE DE LA SUBORDINACIÓN DE LA DEUDA SENIOR

Otro de los elementos claves en la nueva regulación es que los acreedores de un banco, y no los contribuyentes, son los que deben asumir los costes de la recapitalización de la entidad. Para que esta nueva filosofía sea creíble, los bancos deben de contar con suficientes pasivos con capacidad de absorción de pérdidas y la regulación debe establecer una jerarquía de insolvencias clara que minimice los riesgos legales y operativos a la hora de imponer pérdidas a un grupo determinado de pasivos. Es importante aclarar que el régimen de resolución es un mecanismo administrativo, no judicial, previo a la liquidación de la entidad. La cascada de absorción de pérdidas debe ser equivalente a la que se aplicaría en caso de insolvencia, de manera que ningún acreedor quede en una posición peor que la que hubiera tenido en caso de liquidación.

El principal problema legal al que se enfrentan las autoridades a la hora de aplicar el *bail-in* es cómo tratar la deuda senior. Surgen muchas dudas sobre la viabilidad de que se puedan imponer pérdidas a la deuda senior cuando ésta es *pari passu* a determinados pasivos operacionales cuya capacidad de absorción de pérdidas es más limitada (por ejemplo derivados o depósitos operacionales de grandes empresas). En la práctica, estas dudas llevan a pensar que la deuda que deba absorber pérdidas en un proceso de resolución debería estar subordinada a todos aquellos pasivos operacionales de la entidad. Existen tres tipos de subordinación:



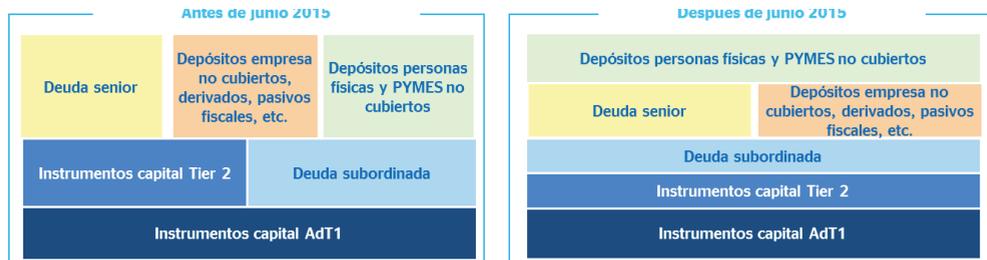
- Subordinación estructural, cuando la deuda senior está emitida desde la matriz de un banco y esta matriz es una entidad holding no operativa (estructura legal típica en los bancos norteamericanos).
- Subordinación contractual, cuando la deuda senior incluye una cláusula de subordinación frente al resto de pasivos operacionales.
- Subordinación estatutaria, cuando la deuda senior está subordinada por la ley de insolvencia de la jurisdicción donde está emitida.

El camino seguido en España para superar el problema de la subordinación ha sido la contractual. La transposición de la BRRD en España incorpora dos cambios significativos en la ley de insolvencia nacional tal y como se muestra en la Figura 1.

- Por un lado, se establece que las emisiones de deuda con cláusulas de subordinación pero que no son capital (conocidos como Tier 3) absorberán pérdidas en resolución e insolvencias siempre después de los instrumentos de capital pero antes que cualquier otro pasivo de la entidad.
- Adicionalmente, el nuevo esquema de insolvencia proporciona un grado máximo de protección para los depósitos minoristas que no están cubiertos por el sistema de garantía de depósitos⁴. La prelación de los depósitos minoristas frente a la deuda senior, depósitos corporativos, derivados y otros pasivos les proporciona un colchón muy importante contra potenciales pérdidas, aun cuando por su naturaleza puedan absorber pérdidas (que se asumen por el Fondo de Garantía de Depósitos para aquellos por debajo de 100.000 euros).

El enfoque adoptado en España es diferente al que actualmente está siendo considerado en otros países europeos. Por ejemplo en Alemania, el pasado mes de marzo, el gobierno publicó a consulta su transposición de la BRRD proponiendo la introducción de una subordinación estatutaria de la deuda senior.

Ambos modelos, el español y el alemán, tienen diferentes ventajas e inconvenientes. Por un lado, el modelo alemán facilita a los bancos para cumplir con los nuevos requerimientos de absorción de pérdidas (TLAC / MREL, ver apartado 3d. para más detalle) y aumenta la credibilidad y la viabilidad de que la deuda senior absorba pérdidas en caso de resolución, preservando el principio de *«more bail-in & less bail-out»*. Sin embargo, este enfoque presenta ciertas debilidades en términos de menores instrumentos de financiación disponibles desde la perspectiva de un emisor (y probablemente más costosos), así como ciertas dudas sobre el tratamiento de la deuda senior existente.

FIGURA 1. NUEVO ESQUEMA DE ABSORCIÓN DE PÉRDIDAS EN ESPAÑA

Fuente: BBVA Research.

En este debate de la subordinación de la deuda senior es preciso destacar la necesidad de contar con un esquema de resolución homogéneo y creíble a nivel de la Unión Europea. Esta armonización se convierte en casi una obligación en el caso de la zona euro por las siguientes razones:

- La Autoridad Única de Resolución Europea empieza a estar plenamente operativa en 2016. Sus tareas se dificultan enormemente si tiene que hacer frente a diferentes jerarquías de acreedores dentro de la Eurozona.
- Un enfoque de subordinación homogéneo a nivel de la Eurozona es fundamental para reforzar la estandarización lograda a través de la implementación de la BRRD y el Mecanismo Único de Resolución.
- Un tratamiento diferente de la deuda senior podría crear distorsiones en la forma en la que las entidades cumplan con los requisitos TLAC / MREL dentro de la zona euro.
- Los mercados e inversores exigen claridad y previsibilidad sobre el tratamiento de los instrumentos en los que pueden invertir. Diferentes jerarquías de acreedores podrían crear distorsiones en el marco de competencia del sector financiero de la Eurozona.

La armonización de las leyes de insolvencia es una de las tareas enmarcadas dentro del proyecto europeo de la Unión del Mercado de Capitales, que se prevé implementar en los próximos años. Las autoridades europeas (Banco Central Europeo, Comisión, Autoridad Bancaria Europea junto a los Estados miembros) ya han empezado a analizar el impacto de los diferentes esquemas de subordinación; sin embargo esta tarea no es algo que se vaya a resolver en los próximos meses y el debate sobre la jerarquía de absorción de pérdidas idónea en la Unión Europea será una de las áreas de discusión regulatoria más relevantes a lo largo de 2016.

5.3. AUTORIDAD ÚNICA DE RESOLUCIÓN EUROPEA: ESTRUCTURA Y PRIORIDADES PARA 2015-2016

En enero de 2015, la Autoridad Única de Resolución Europea empezó a dar los primeros pasos con el objetivo de estar plenamente operativa a partir de enero 2016. En



esta primera fase las tareas se están centrandó en: i) la creación de sus propias estructuras, dotándolas de los recursos necesarios para llevar a cabo las tareas encomendadas, ii) el establecimiento de unos protocolos de cooperación con las autoridades de resolución nacionales, iii) la elaboración de unos manuales de resolución y la recopilación de la información necesaria para la elaboración de un plan de resolución general para cada entidad, que incluye la fijación del requerimiento mínimo de pasivos *bailinables* (o MREL por sus siglas en inglés).

A continuación se describen las principales tareas llevadas a cabo hasta la fecha y los retos para los próximos meses.

A. ESTRUCTURA ORGANIZATIVA

El primero de los pasos dados por la Autoridad Única de Resolución fue la creación y nombramiento de la alta dirección encargada de fijar las prioridades estratégicas y los presupuestos. De esta forma, la dirección de la Autoridad Única de Resolución está formada por una presidencia y una vicepresidencia, responsable a su vez del Fondo Único de Resolución. Las tareas de resolución se organizan en tres Direcciones Generales verticales con responsabilidades en tareas preventivas y de resolución repartidas por jurisdicciones. Finalmente existe un área transversal con responsabilidades sobre la estrategia y la coordinación con otras autoridades europeas, nacionales y supra-nacionales.

Una vez establecida la alta dirección, los presupuestos y el plan de reclutamiento de personal fueron aprobados en la primera reunión plenaria celebrada el 25 de marzo de 2015. De esta forma, se prevé que la Autoridad Única de Resolución cuente en el largo plazo (a partir de 2018) con unas 300 personas que se irán incorporando gradualmente a lo largo de los próximos tres años. Al igual que ha sucedido con el Mecanismo Único de Supervisión, gran parte de los recursos procederán de los supervisores y autoridades de resolución de los Estados Miembros, pero otros muchos se incorporarán desde el sector privado. Esta diversidad de perfiles es necesaria, ya que la planificación y ejecución de la resolución de una entidad financiera necesita una gran variedad de perfiles: contables, financieros, jurídicos, expertos en sistemas, etc.

B. COOPERACIÓN CON OTRAS AUTORIDADES NACIONALES Y EUROPEAS

Las tareas encomendadas por el Mecanismo Único de Resolución a la Autoridad de Resolución, especialmente todas aquellas asociadas a la elaboración del plan de resolución, la estimación de las contribuciones al fondo de resolución y ejecución de la resolución de una entidad, requieren una estrecha coordinación con las autoridades nacionales y el Supervisor Único Europeo dentro del Banco Central Europeo.

Los supervisores cuentan actualmente con una gran cantidad de información que debe ser compartida con la autoridad de resolución antes de que ésta se plantee realizar una nueva petición de información a las entidades. En caso contrario, la existencia de peticiones de información duplicadas (por parte del supervisor y de la autoridad de reso-



lución) podría implicar importantes riesgos de inconsistencia tanto en la fijación de los criterios como en errores a la hora de obtener información, y los esfuerzos a realizar por las entidades para satisfacer todas las necesidades de información se incrementarían sensiblemente, y con ello su coste.

La Autoridad de Resolución Europea es consciente de la necesidad de coordinarse con otras autoridades y, actualmente, se encuentran en proceso de firmar acuerdos de cooperación e intercambio de información con las autoridades nacionales de resolución y el Banco Central Europeo. En dichos acuerdos es necesario también incorporar acuerdos de confidencialidad similares a los que ya existen en las autoridades nacionales con el objetivo de salvaguardar el carácter confidencial y estratégico de mucha de la información solicitada a los bancos.

Las autoridades de resolución europeas deben también firmar acuerdos de cooperación con autoridades de terceros países, principalmente aquellas que formen parte de los Colegios de Gestión de Crisis de las entidades sistémicas globales. La existencia de estos acuerdos es un primer paso para minimizar los problemas existentes en la potencial resolución de un banco global con presencia en múltiples jurisdicciones.

C. ELABORACIÓN DE MANUALES DE RESOLUCIÓN

El establecimiento de la Autoridad Única de Resolución busca una aplicación armonizada de la BRRD en las entidades de la zona euro evitando las discrecionalidades nacionales y reducir así la fragmentación del sector bancario en la Eurozona, que fue uno de los principales problemas al que se enfrentaron las autoridades europeas en la pasada crisis. Este esfuerzo de armonización es también una de las grandes prioridades del supervisor único para el año 2016, que ha heredado de los supervisores nacionales numerosas prácticas y discrecionalidades nacionales que deben converger. En el ámbito de resolución, este objetivo, en cambio, es mucho más fácil de alcanzar, ya que las nuevas tareas de resolución preventivas, principalmente la elaboración de los planes de resolución, son una novedad en el marco europeo y la Autoridad de Resolución Única será la primera autoridad en elaborarlos.

Para facilitar esta tarea, la Autoridad Única de Resolución está elaborando una serie de manuales sobre la elaboración del plan de resolución y su posterior ejecución en caso de que una entidad entre en resolución. Estos manuales serán un punto de referencia sobre la forma de elaborar, actualizar y evaluar los planes de resolución. Al igual que en el caso del manual de supervisión, en principio, los manuales de resolución no serán públicos ni estarán sometidos a consulta con la industria.

Un apartado relevante que debería contener el manual son los aspectos asociados a los requisitos de información. El manual debe establecer un mismo criterio y análisis para la elaboración del plan de resolución. Asimismo, debe contener los métodos y procedimientos para consolidar y evaluar la información con vistas al análisis de la solvabilidad del banco. Dicha petición de información y el consiguiente análisis debe ser suficientemente flexible para tener en cuenta el tamaño y modelo de negocio de cada banco. Por ejemplo, para bancos con modelos de resolución de múltiples puntos de entrada

(conocido por sus siglas en inglés, MPE) la petición de información debe realizarse a nivel individual o por punto de entrada de resolución. Sin embargo, no tiene sentido solicitar información a nivel consolidado cuando la resolución nunca se va a hacer a ese nivel.

Box 1: Estrategias de resolución: «múltiples puntos de entrada» versus «punto de entrada único»

Los bancos globales transfronterizos no son todos iguales. Varían significativamente en sus modelos de negocio, estructuras corporativas y legales, interdependencias financieras y operativas. Por estas razones, el diseño de una estrategia de resolución óptima debe tener en cuenta las características particulares de cada entidad. La manera en que los bancos transfronterizos planean «morir» debe ser coherente con cómo han vivido.

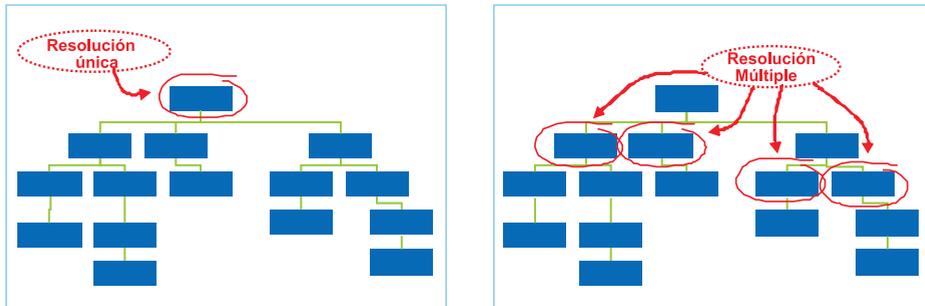
En este sentido, las autoridades han definido dos tipos de estrategias de resolución para bancos transfronterizos: la de punto de entrada único (SPE, por sus siglas en inglés) y la de punto de entrada múltiple (MPE, por sus siglas en inglés).

- *La estrategia de SPE es propia de bancos con una estructura de capital y liquidez fuertemente centralizada, con forma legal de sucursales, predominio de la actividad de banca mayorista y elevadas posiciones intragrupo (apoyo sistemático de la matriz a las filiales o sucursales).*

En una estrategia SPE, la autoridad de resolución de la matriz es la encargada de llevar a cabo la resolución del grupo desde la matriz. Las pérdidas las absorben los acreedores de la matriz mientras que cualquier pérdida incurrida en las filiales es absorbida por la matriz.

- *La estrategia de MPE es propia de bancos con gestión descentralizada del capital y la liquidez, forma legal de filiales, negocio básicamente minorista y posiciones intragrupo muy limitadas y no sistemáticas. En este sentido, los dos principales bancos globales españoles siguen esta estrategia de resolución.*

El enfoque MPE tiene múltiples implicaciones en términos de resolución. En primer lugar, el proceso de resolución siempre será dirigido por las autoridades locales (host) dado que los poderes de resolución los aplican las autoridades de cada filial de forma independiente. En segundo lugar, el papel del regulador de la matriz será más una «figura de coordinación». En tercer lugar, cada filial en el grupo que puede ser objeto de una acción de resolución separada debe tener suficiente capacidad de absorción de pérdidas de forma individual.

FIGURA 2. ESQUEMA ILUSTRATIVO RESOLUCIÓN MPE VERSUS SPE

Fuente: BBVA Research.

D. FIJACIÓN DEL REQUERIMIENTO MÍNIMO DE PASIVOS BAIL-INABLES (MREL⁵)

«More bail-in & Less bail-out» es una de las premisas que tienen las autoridades a la hora de enfrentarse a la resolución de una entidad financiera, que podría traducirse como más absorción de pérdidas por los acreedores y menos apoyo del sector público. Esta nueva filosofía únicamente es creíble y viable si las entidades cuentan en todo momento con un importe mínimo de pasivos con capacidad de absorción de pérdidas (denominado *Total Loss Absorbing Capacity* –TLAC– por el FSB o *Minimum Requirement of Eligible Liabilities* –MREL– según la normativa europea, BRRD). Según la BRRD, la autoridad de resolución debe establecer cuál es el requerimiento mínimo de pasivos con capacidad de absorción de pérdidas caso a caso en cada entidad, teniendo en cuenta su tamaño, modelo de negocio, estructura de pasivos, riesgo inherente, etc.

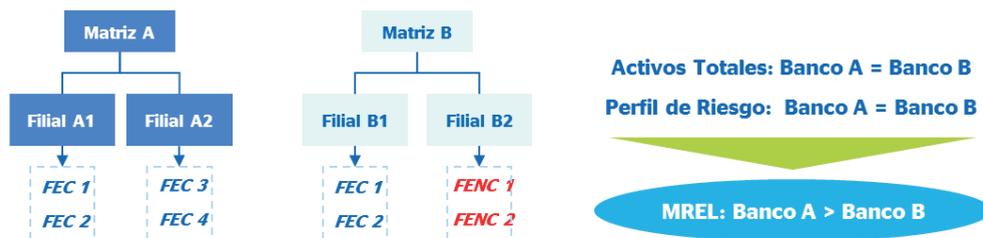
De esta forma, la definición de la cantidad, composición y distribución del ratio MREL es uno de los pilares más importantes y uno de los principales desafíos de las nuevas tareas que debe hacer frente la autoridad de resolución. Para ello, la autoridad de resolución debe abordar lo siguiente:

- Un primer reto en la fijación del MREL es operativo y centrado en conocer la estructura de pasivos de cada uno de los bancos. Como se ha mencionado anteriormente, la colaboración con el supervisor y las autoridades nacionales es crítica a la hora de recopilar la información y entender las características de financiación de cada institución. En agosto de 2015 la Autoridad de Resolución Única, en cooperación con las autoridades nacionales, ya ha comenzado a solicitar información a las entidades sobre su estructura de capital y financiación.

⁵ MREL es el acrónimo en inglés del *Minimum Requirement of Eligible Liabilities* que establece el artículo 45 de la BRRD.

- Un segundo aspecto clave es conocer y entender la estrategia de resolución de cada entidad, que determinará el nivel y localización de los pasivos con capacidad de absorción de pérdidas. Conocer y entender la estrategia de resolución de cada entidad es vital para determinar el nivel y distribución de MREL. Dos aspectos particularmente relevantes de este análisis son el grado de centralización de la resolución y las funciones económicas críticas:
 - Los bancos con una estrategia de resolución de múltiple punto de entrada (MPE) se resuelven a nivel individual por cada entidad de resolución. Los pasivos de una filial no son fungibles y por lo tanto no pueden ser usados para absorber pérdidas de otras filiales del grupo. Como consecuencia, tanto el requerimiento de MREL como la petición de información deben estar fijados a nivel de entidad de resolución. Por el contrario, en aquellos bancos con una estrategia de resolución de único punto de entrada (SPE), los pasivos con capacidad de absorción de pérdidas están siempre localizados en la matriz del Grupo y serán usados para absorber pérdidas tanto de la matriz como de cualquier filial. En este caso, el MREL se fijará a nivel consolidado.
 - Cuando la autoridad de resolución acomete la restructuración de una entidad, el objetivo no es resucitar la entidad. Es decir, no se trata de recapitalizarla y que siga funcionando con los mismos negocios que tenía antes de entrar en resolución. Al contrario, la autoridad de resolución debe identificar *ex ante* en el plan de resolución qué actividades realiza la entidad que son críticas para la economía y la estabilidad financiera del país o región donde opera. Aquellas actividades que no sean críticas se cerrarán o liquidarán. Por lo tanto, las necesidades de capital de la entidad post-resolución, y por tanto el nivel de MREL, serán las necesarias para seguir manteniendo en funcionamiento únicamente las actividades críticas de la entidad. La entidad post-resolución será normalmente más pequeña que la entidad pre-resolución. En el ejemplo de la figura 2, el MREL del banco A será superior al del banco B, aunque su tamaño y perfil de riesgo son iguales, porque aquél tiene más funciones críticas que éste.

FIGURA 3. EJEMPLO ILUSTRATIVO REQUERIMIENTO MREL SEGÚN FUNCIONES ECONÓMICAS CRÍTICAS



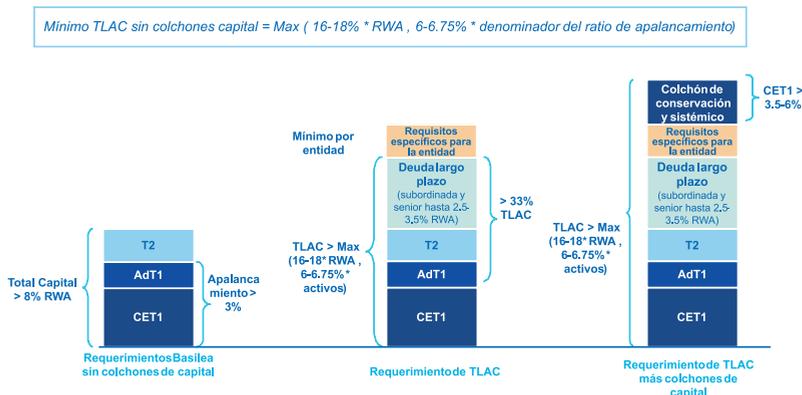
Fuente: BBVA Research.

- En tercer lugar, se encuentra la identificación de aquellos instrumentos que deben contar para el MREL. La autoridad de resolución debe asegurarse de la capacidad de los pasivos de absorber pérdidas sin plantear riesgos legales derivados del principio de que ningún pasivo debe ser tratado en resolución peor que en liquidación. Como se ha mencionado en el apartado anterior, existen grandes dudas sobre la viabilidad de que se puedan imponer pérdidas a la deuda senior cuando ésta es *pari passu* con determinados pasivos operacionales cuya capacidad de absorción de pérdidas es más limitada. La autoridad de resolución está directamente afectada por la decisión que tomen los legisladores europeos sobre el esquema de subordinación de la deuda senior. Su participación en la discusión es crítica de cara a poder contar con un marco de insolvencias homogéneo.
- Finalmente, la Autoridad Bancaria Europea establece que la fijación del MREL se debe realizar gradualmente durante un período de cuatro años con el objetivo de no penalizar la provisión de crédito a la economía. La fijación del MREL durante el periodo de transición la debe realizar la autoridad de resolución caso a caso, según la estructura de financiación de cada banco, su perfil de vencimientos y su resolubilidad. Aunque los requisitos estarán adaptados a las circunstancias específicas de cada banco, en este proceso la autoridad debe evitar que el período de transición se aplique de forma heterogénea entre entidades.

Box 2: Los requerimientos de Total Loss Absorbing Capacity (TLAC) para bancos sistémicos globales

El pasado 9 de noviembre de 2015, el FSB publicó los requisitos definitivos del TLAC para bancos sistémicos globales, estableciendo que el requerimiento mínimo de TLAC se debe cubrir con instrumentos que legal y eficazmente puedan ser convertidos en acciones en caso de resolución, esto es, capital y deuda senior subordinada, y en una cantidad que duplique los requisitos de capital y apalancamiento: entre el 16 y el 18% de los Activos Ponderados por Riesgo (APR) y entre el 6 y el 6,75% de los activos a través del ratio de apalancamiento.

FIGURA 4. REQUERIMIENTO DE TLAC



Tras un largo año de debates y estudios de impacto, en noviembre de 2015 el FSB publicó el requerimiento definitivo de TLAC que será de aplicación a bancos sistémicos globales no antes de 2019.

El requerimiento de TLAC, aunque persigue los mismos objetivos que el MREL, presenta dos importantes diferencias: i) el TLAC sólo se aplica a los bancos definidos como sistémicos globales por parte del FSB, mientras que el MREL se aplica a todos los bancos europeos y ii) el requerimiento de TLAC es un porcentaje fijo mínimo común para todos los bancos. Sin embargo, el MREL se calcula caso a caso teniendo en cuenta la estrategia de resolución de las entidades.

En los próximos meses, las autoridades europeas (la Autoridad Bancaria Europea y la Comisión) tendrán que evaluar cómo pueden armonizar los requerimientos de TLAC y los de MREL, para lo cual posiblemente utilizarán la revisión del MREL que se debe realizar antes de octubre de 2016.

5.4. RETOS EN LA PUESTA EN FUNCIONAMIENTO DEL FONDO ÚNICO DE RESOLUCIÓN

El Mecanismo Único de Resolución se completará en enero 2016, cuando se cree el Fondo Único de Resolución (FUR) que sustituirá a los fondos de resolución nacionales. El FUR se nutrirá de las aportaciones que los bancos de los distintos Estados Miembros participantes en la Unión Bancaria realicen hasta alcanzar un tamaño equivalente al 1% de los depósitos cubiertos de la zona euro. La mutualización de las aportaciones de los bancos europeos será progresiva en 8 años, lo que se traduce en que el Fondo Único de Resolución nacerá con un patrimonio reducido, que se irá incrementando gradualmente hasta que en 2023 alcance los 55.000 millones de euros. Con todo, el grueso de la mutualización se producirá en los dos primeros años, en los que se pondrá en común el 60% de las contribuciones individuales de los bancos.

Es necesario aclarar que el FUR no es ni la única ni la principal fuente de financiación de la resolución. Se trata de una fuente de financiación privada complementaria y posterior a la capacidad de absorción de pérdidas de los acreedores de la entidad (*bail-in*) que deberán soportar pérdidas hasta un mínimo del 8% de los pasivos, en línea con lo que marca la BRRD. Sólo después de que los acreedores hayan absorbido pérdidas por ese importe (que supera las pérdidas acumuladas en la mayor parte de las crisis bancarias de los últimos años en Europa) se podría usar el Fondo de Resolución, bajo ciertas condiciones, de manera que se trata de un fondo que tiene una finalidad más bien de soporte, pero que puede ser relevante para casos de crisis sistémicas...

Adicionalmente, para el caso de insuficiencia de recursos, el FUR cuenta con mecanismos alternativos de financiación como contribuciones *ex post* de las propias entidades bancarias (derramas), préstamos temporales entre compartimentos nacionales o emisión de deuda en los mercados. Asimismo, está previsto que pueda existir algún tipo de apoyo público que luego sería recuperado, repercutiéndolo a las entidades bancarias. Sin embargo, este último elemento no se ha puesto todavía en marcha y constituye precisa-



mente uno de los principales aspectos pendientes de la arquitectura de la resolución de bancos.

Está aún por definir la política de inversión del FUR, pero se espera que la Comisión Europea presente un acto delegado que la regule antes de final de año.

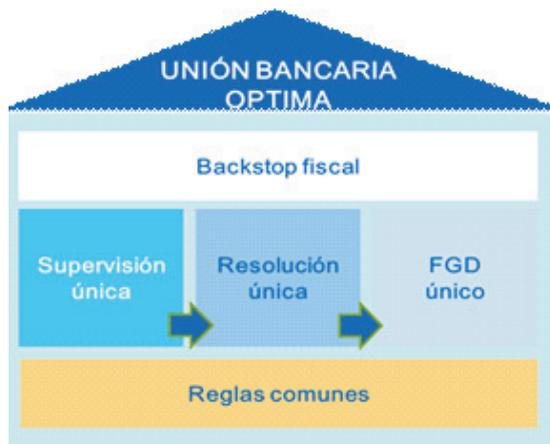
LA NECESIDAD DE UN APOYO PÚBLICO O BACKSTOP

Se ha discutido mucho sobre la potencia financiera del FUR por dos motivos. Primero, por la necesidad de prever cómo se financiará la resolución durante la transición hasta que la «hucha» común alcance el tamaño fijado. Segundo, por el tamaño absoluto del FUR, que se considera puede no ser suficiente, fundamentalmente si se produce una crisis en una entidad sistémica o una crisis sistémica que afecte a muchas entidades simultáneamente.

Con el nuevo paradigma de resolución introducido por la BRRD (aplicación de *bail-in* del 8%, más el uso del Fondo de Resolución hasta un tope del 5% de los pasivos de la entidad) sería suficiente para cubrir los costes de cualquiera de las crisis a las que hemos asistido en los últimos años. Pero a pesar de ello es necesario prever un *backstop* público para dar credibilidad al esquema y garantizar la estabilidad financiera en la zona. Es decir, se trata de que en caso de necesidad de recursos y de que el FUR no los pueda captar de otra forma, exista la garantía pública de que no le van a faltar.

La falta de existencia de este *backstop*, es una de las debilidades reconocidas en el Informe de los Cinco Presidentes presentado en junio de 2015. Los líderes de las instituciones europeas urgen a poner en marcha este esquema cuanto antes, junto con la creación de un fondo de garantía de depósitos único para completar la Unión Bancaria y continuar en el camino que conduzca a la ruptura del círculo vicioso entre riesgo soberano y bancario. Una posible solución sería asignar este papel al MEDE (Mecanismo Europeo de Estabilización), diseñado para el apoyo a crisis de la deuda soberana, pero que tiene la capacidad financiera, los recursos y la gobernanza adecuadas, así como funciones de recapitalización directa de las entidades en crisis (bien es cierto que bajo condiciones muy exigentes, según se explica en la siguiente sección), que se asemejan a la función de *backstop* requerida. La asignación de estas funciones requeriría una reforma del tratado del MEDE sobre la que algunos países son, sin embargo, muy reticentes.

Si se retrasa la puesta en marcha de ese *backstop* público común otra opción en la transición es una suerte de financiación puente en que tanto los propios gobiernos como las propias entidades podrían poner recursos financieros adicionales al FUR si este los necesitara. La metodología concreta de esta financiación puente está precisamente en discusión y constituye otro de los retos a los que se enfrenta el lanzamiento del FUR.

FIGURA 5. PILARES DE LA UNIÓN BANCARIA ÓPTIMA

Fuente: BBVA Research.

Uno de los motivos del retraso de la creación de la red de apoyo fiscal común (*backstop* público) es su estrecha conexión con la unión fiscal. Al igual que sucede con la creación un fondo de garantía de depósitos común, el *backstop* también incorpora aspectos de solidaridad fiscal sobre los cuales todavía no existe consenso en Europa, motivo por el cual quedaron fuera del marco inicial.

En cierto sentido, la terminación de la Unión Bancaria va de la mano de la unión fiscal y por ello no resulta casual que el siguiente paso en la hoja de ruta del Informe de los Cinco Presidentes sea precisamente la unión fiscal.

LA RECAPITALIZACIÓN DIRECTA: UN NUEVO INSTRUMENTO A DISPOSICIÓN DEL MEDE

La Junta de Gobierno del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) aprobó en diciembre de 2014 la creación de un nuevo instrumento, la recapitalización directa por parte del MEDE de entidades bancarias en países con problemas fiscales. El instrumento cuenta con 60.000 millones de euros, aunque su utilización está sometida a condiciones bastante exigentes: sólo se podrá usar para entidades sistémicas y viables, y siempre como último recurso dentro del último recurso que supone el *bail-out*. Se exige el *bail-in* de un mínimo del 8% de los pasivos, incluida, si fuera necesario, la deuda senior y los depósitos por encima de 100.000 euros (la misma exigencia de la BBRD, pero adelantada un año, al 1 de enero de 2015), así como agotar los fondos de resolución nacionales en la cantidad en que se hayan dotado. Una exigencia adicional para la aplicación de la recapitalización directa es que no sea posible usar el préstamo del MEDE al gobierno nacional (el modelo que se usó en el caso español), por escasez de margen fiscal y problemas de sostenibilidad de deuda. Si se cumplen todas estas condiciones, entonces se



podrá utilizar la recapitalización directa, pero sometida a un régimen de franquicia con el Estado Miembro: éste es responsable de la recapitalización hasta llegar al 4,5% del CET1 de la entidad. A partir de ahí la recapitalización la realiza, en un 80% el MEDE y en un 20% el Estado Miembro. A partir de los dos años de vida del instrumento, estos últimos porcentajes pasan a 90% el MEDE y 10% el Estado Miembro.

La recapitalización directa fue un instrumento defendido con insistencia por los países periféricos en los peores momentos de la crisis, como manera de superar la realimentación de la crisis soberana y bancaria que amenazaba con romper el euro. Su creación, sin embargo, llegó con retraso y con tales condiciones que su uso es muy improbable. Los resultados del ejercicio de *AQR/Stress test* presentados en octubre de 2014, que arrojaron necesidades de capitalización manejables en los países con menos margen de maniobra fiscal, quitaron relevancia a la existencia de este mecanismo. En todo caso, su mera existencia es positiva porque no deja de ser un primer germen de solidaridad fiscal entre países y porque elimina una incertidumbre asimétrica geográficamente.

EL ACUERDO INTERGUBERNAMENTAL

Algunos de los acuerdos alcanzados en el marco de la Unión Bancaria, en concreto el relativo a la aportación y uso del fondo único, han debido articularse por la vía de un Acuerdo Intergubernamental (IGA, en sus siglas en inglés), al no tener cabida en el Tratado.

Otro de los retos que se presentan de cara a la puesta en funcionamiento del Fondo Único de Resolución (FUR) es la firma del IGA por el que se rige éste. De los 26 Estados Miembros que suscribieron en su día el IGA un número suficiente de países lo ha ratificado antes del 30 de noviembre en sus Parlamentos nacionales. Esto es un requisito para la operatividad del FUR y que para llegar a tiempo al 1 de enero de 2016.

La arquitectura final de una Unión Bancaria óptima requiere una reforma del Tratado que sustente la unificación de los esquemas de garantía de depósitos y dé mayor consistencia legal a sus elementos integrantes. El punto de llegada de la Unión Bancaria será un genuino mercado integrado de servicios financieros, no sólo en el ámbito mayorista sino también minorista. Los pasos dados en el ámbito de la supervisión y resolución de bancos son decisivos, pero deberán completarse en el futuro con un marco más completo y más compacto.

Box 3: Lecciones sobre los procesos de resolución abiertos en Europa

a) *Banco Espiritu Santo: evidencia de los problemas de resolución entre varias jurisdicciones*
La resolución del banco portugués, Banco Espiritu Santo (BES), está poniendo en evidencia los problemas existentes en la resolución de un banco que está presente en múltiples jurisdicciones. Los problemas legales surgidos sobre reconocimiento de las decisiones de la autoridad de resolución portuguesa por otras autoridades dentro de la Unión Europea está dificultando la venta de Novo Banco (el banco «bueno» de BES) a un tercero y poder así avanzar en la hoja de ruta marcada para la resolución de BES por el gobierno portugués.

Los principales problemas legales se centran en un grupo de inversores liderados por Goldman Sachs International (GSI). El 30 de junio 2014, Oak Finance, el vehículo empleado por GSI y otros inversores, firmaron un préstamo con BES por 750 millones de EUR regido bajo ley británica. El 3 de agosto 2014, el Banco de Portugal intervino BES y acordó la creación de un banco «bueno», llamado Novo Banco (NB), donde se traspasarán los activos y pasivos catalogados. Los pasivos que no se trasladaban a NB asumirían los costes de la liquidación de BES. En diciembre, el Banco de Portugal acordó que el préstamo a Oak Finance debería quedarse en BES para su posterior liquidación. El argumento dado por el BdP fue que como GSI tenía acciones por más del 2% del total de BES, se consideraba a GSI como una accionista más de referencia de la entidad y sus préstamos deberían ser usados en la liquidación al igual que el capital. En febrero de 2015, GSI presentó en los juzgados británicos (el préstamo está regulado bajo ley británica) el vencimiento acelerado del principal más intereses debido al impago en el que entró BES tras su intervención. Finalmente, el pasado mes de julio el juez británico ha dictaminado que es competente para analizar el proceso de resolución acometido en BES por la parte que afecta al préstamo de GSI.

De la decisión del juez británico surgen las siguientes reflexiones desde la perspectiva de resolución:

- La decisión de admitir a trámite el caso sienta precedente a la hora de ver hasta qué punto las acciones de resolución en un país de la Unión Europea son aceptadas en otro Estado Miembro.
- Aunque el caso BES se inició antes de la transposición de la BRRD, el juez británico argumenta que el reconocimiento mutuo de las medidas de resolución que establece la BRRD no impide al inversor presentar alegaciones en la jurisdicción donde aplique (artículo 66 de la BRRD).
- Finalmente, viendo los problemas de reconocimiento de medidas de resolución dentro de la Unión Europea donde todos operamos bajo un mismo marco de resolución (la BRRD), el proceso de resolución y la interacción con autoridades fuera de la UE se antoja complicado, si no imposible. La incorporación de cláusulas contractuales detallando todas las consecuencias a las que se enfrenta un acreedor en caso de resolución de la entidad no soluciona el problema. La viabilidad de la resolución de un banco con presencia en múltiples países en una de las asignaturas pendientes que tendrán que abordar las autoridades en los próximos años.

Bancos Griegos: una resolución pendiente

La recapitalización de la banca griega es uno de los elementos que más controversia está generando desde el pasado verano en el contexto de la crisis griega. Los bancos griegos necesitan recapitalizarse. Sin embargo, el nulo apetito por parte de inversores privados, implica que las tres únicas vías para incrementar el capital son las siguientes: i) una inyección pública de capital (bail-out), ii) la imposición de pérdidas a los acreedores privados (bail-in) o iii) una combinación de ambas.

Considerando que la BRRD excluye para la inmensa mayoría de los escenarios la posibilidad de incorporar dinero público en la recapitalización de una entidad financiera, las autoridades europeas se plantean como escenario central la imposición de pérdidas a los acreedores de las entidades, pero excluyendo a los depositantes griegos, incluso aquellos no cubiertos por el fondo de garantía de depósitos, tanto de personas físicas como empresas.⁶

De esta forma, parece claro que la posición de las autoridades es excluir a los depósitos del bail-in, pero ¿es posible excluir determinados pasivos del bail-in? ¿cómo hacer frente a los problemas legales que pueden surgir? A continuación se muestra lo que establece la BRRD al respecto:

- *El esquema de absorción de pérdidas fijado en la BRRD es el siguiente: 1) instrumentos de capital, 2) deuda subordinada que no es capital, 3) deuda senior pari-passu con derivados, depósitos corporate no cubiertos por el fondo de garantía, pasivos fiscales, etc. 4) finalmente están los depósitos retail y PYME no cubiertos por el fondo de garantía.*
- *La clave está en el tercer nivel, al asumir pérdidas la deuda senior pero excluir a los depósitos corporate y resto de los pasivos ordinarios que son pari passu. Esta discrecionalidad está incorporada en la BRRD y permite a las autoridades excluir excepcionalmente determinados pasivos del bail-in por razones de estabilidad financiera, contagio, dificultad para realizarlo a tiempo, etc.*
- *Sin embargo, la exclusión de estos pasivos puede plantear problemas legales si se incumple el principio de que ningún acreedor debe quedar peor que en liquidación («No Creditor Worse off than in Liquidation», NCWO).*
- *Para poder hacer frente a los posibles problemas legales, el fondo de resolución debería hacerse cargo de compensar a los tenedores de la deuda senior cuando se excluyen determinados pasivos que son pari-passu con ellos.*
- *En principio, el test de estrés que se está realizando a los bancos griegos debería conducir a una recapitalización en 2015, de la que sería responsable el Fondo de Resolución griego. Sin embargo, si el proceso no se completara antes de finales de año y la resolución de los bancos griegos se realizara en 2016, el fondo de resolución único sería el encargado de hacer frente a las posibles compensaciones a bonistas, con una mutulización inicial de las pérdidas en un 40% de las contribuciones.*

⁶ El 14 de agosto de 2015 el comunicado del Eurogrupo se establecía que «*Following the results of the Asset Quality Review and Stress Tests before the end of the year, the bail in instrument will apply for senior debt bondholders whereas bail in of depositors is excluded*» (http://www.consilium.europa.eu/press-releases-pdf/2015/8/40802201771_en_635751847200000000.pdf). Más recientemente, el 3 de septiembre, M. Draghi recalcó en la rueda de prensa posterior a la reunión del Consejo del ECB que «*the ECB insisted to exclude any bail-in of depositors for the Greek banks. The ECB deemed any such measure to be counterproductive for the economic recovery and harmful for the Greek economy*». (ver transcrip <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2015/html/is150903.en.html>).



5.5. FONDO DE GARANTÍA DE DEPÓSITOS ÚNICO: COMIENZA LA DISCUSIÓN

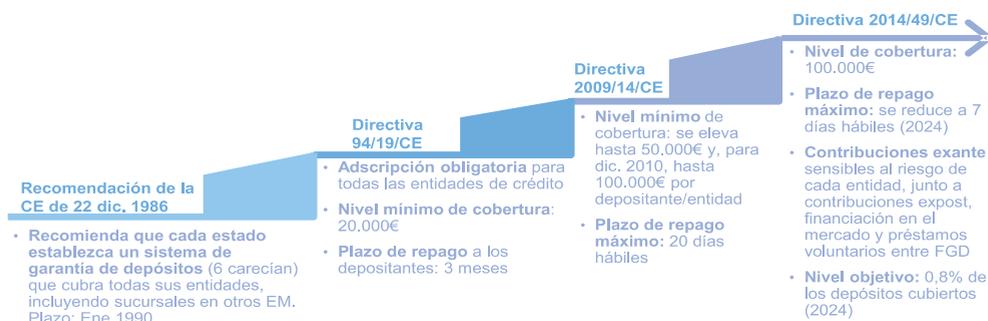
PAPEL DE LOS FGD EN RESOLUCIÓN

El papel principal de los FGD ha venido siendo, y es, el de garantizar a los depositantes el repago de sus depósitos en el caso de que la entidad de crédito depositaria se vea imposibilitada a hacer frente a sus compromisos, con el fin de proteger a los depositantes. Al mismo tiempo, con ello se pretende mitigar los riesgos de fuga de depósitos para preservar la estabilidad financiera. Sin embargo, esta función se ha acompañado en muchas ocasiones con la participación en tareas para prevenir la quiebra de las entidades o para la reestructuración de las mismas.

Ahora bien, la asunción de este segundo rol presenta un elevado grado de diversidad cuando comparamos los esquemas de garantía de los diferentes países, pudiendo también cambiar a lo largo del tiempo. En algunos países el FGD participa en tareas preventivas o de resolución de forma limitada, como forma de gestionar de forma eficiente los recursos del fondo, que finalmente puede beneficiarse de un menor coste que el que le supondría tener que repagar los depósitos siguiendo un proceso de liquidación ordinario. En otros países, como es el caso por ejemplo de los Estados Unidos, se ha evolucionado hacia un esquema en el que se han aunado las tareas de protección de los depositantes y de resolución de las entidades de crédito, modificándose el esquema institucional para centralizar esas funciones en un mismo ente (la *Federal Deposit Insurance Corporation*, FDIC). Esta centralización, a la vez que el amplio apoyo público contemplado (financiación proporcionada por el Tesoro y apoyo del gobierno⁷), permite cubrir depósitos hasta USD 250.000 con unas contribuciones moderadas del sector privado (1,35%).

En el caso europeo, la considerable diversidad en los esquemas de protección de los depósitos bancarios ha motivado sucesivas iniciativas legislativas encaminadas a profundizar en la armonización de los esquemas de los diferentes Estados Miembros a fin de favorecer el funcionamiento del mercado interior. Ahora bien, hasta la reciente entrada en vigor de la Directiva 2014/49/CE (DGSD), los cambios legislativos se han centrado exclusivamente en armonizar la función de cobertura de los depósitos, sin avanzarse en la armonización de las funciones preventivas o resolutorias de los fondos nacionales. Esta última directiva va a traer consigo una mayor armonización y fortalecimiento de la solvencia de los FGD de los Estados Miembros, aunque manteniéndose un enfoque predominantemente nacional que contrasta con el enfoque mucho más ambicioso seguido por las iniciativas de los países de la Eurozona en el marco del proyecto de la Unión Bancaria.

⁷ Respaldo por la cláusula «*full faith and credit*» del gobierno de EEUU.

FIGURA 6. AVANCES EN LA ARMONIZACIÓN DE LOS FGD EUROPEOS

Fuente: BBVA Research.

Como hemos visto anteriormente, con la entrada en vigor de la nueva normativa europea para la resolución de entidades (BRRD), las pérdidas a asumir por los FGD quedan mitigadas en caso de resolución de las entidades, dadas las características del *bail-in* incorporado en la norma para la absorción de pérdidas, que sitúa a los depósitos garantizados en una posición privilegiada (superpreferencia), lo que hace que el impacto sobre los FGD sea menos probable y en todo caso más mitigado.

Si esto es verdad para los países de la UE, en el caso de los países de la Eurozona el marco de resolución se ha reforzado aún más, siguiéndose un enfoque de integración europea con la constitución del MUR. La función de resolución recae ahora en los Fondos de Resolución, y los FGD quedan además protegidos por la prelación de los depósitos, el requisito de *bail-in* y la propia existencia de los FR. Dentro de la Unión Bancaria además se unifican en el FUR, lo que implica que la lógica del esquema empuja a la unificación de los FGD, aunque persiste cierta resistencia política en algunos países.

Es importante distinguir, por tanto, entre la armonización de los Fondos de Garantía de Depósitos dentro de la UE (objetivo de la Directiva de FGD) y la discusión, todavía en un estado muy embrionario, sobre la integración de los FGD dentro de la Eurozona.

LA DIRECTIVA FGD: ARMONIZACIÓN EN LA UE-28

La nueva directiva de FGD finalizada en 2014 mantiene el marco de fondos de garantía de depósitos en el ámbito nacional –en algunos países como Alemania o Austria, existen varios fondos, como los había en España hasta 2011– aunque avanza de manera sustancial en la armonización de su funcionamiento. Se establecen unas reglas únicas para sus elementos fundamentales como es el caso de la cobertura proporcionada, las condiciones para el repago a los depositantes y los mecanismos de financiación. Todo ello con el fin de evitar distorsiones en las condiciones de competencia en el mercado interior en lo que respecta a la captación de depósitos.



Sin entrar en el detalle en todos los aspectos modificados por la directiva, cabe señalar que se establecen por primera vez unas reglas de financiación más robustas para los FGD, imponiendo la obligación a las entidades de crédito de contribuir *ex ante*⁸, mayoritariamente en efectivo. De esta manera, se pretende que los FGD dispongan de unas reservas acumuladas y así se refuerce en el tiempo su solvencia y credibilidad, lo que es especialmente relevante en un contexto en el que el respaldo incondicional de los gobiernos está siendo ampliamente cuestionado, tanto por lo que respecta a su obligación⁹ de proporcionarlo como a su capacidad de hacerlo en situaciones de crisis sistémica. La Directiva también establece la posibilidad de préstamo entre los FGD nacionales, pero siempre sobre una base voluntaria. El nivel objetivo de estos fondos se cuantifica en el 0,8% de los depósitos garantizados, a alcanzar para 2024 (aprox. 56.000 millones de € en la UE). Dicho nivel objetivo podría rebajarse hasta el 0,5% de los depósitos cubiertos en el caso de los países que cuenten con un sistema financiero muy concentrado.

Por lo que respecta al papel de los FGD en la resolución, éste se ha clarificado y armonizado de manera significativa en la Unión Europea con la entrada en vigor de la directiva de FGD, que en gran medida remite a la Directiva de Recuperación y Resolución Bancaria (BRRD) a la hora de acotar el papel de los FGD nacionales en la resolución de las entidades de crédito. De esta manera, en el caso de que, ante la situación de que una entidad sea considerada inviable, o sea razonablemente previsible que vaya a serlo en un futuro próximo, y la autoridad competente considere necesario tomar acciones de resolución atendiendo al interés público, el FGD tendrá que colaborar en la financiación de la resolución pero sujeto a unos límites sobre las pérdidas máximas a asumir. Como principio general se establece que el FGD participará en la resolución pero sin destinar más recursos que los que usaría en un procedimiento de liquidación ordinaria.

En el caso de que la autoridad de resolución aplique el *bail-in* como medida de resolución, el FGD podría tener que contribuir, en el caso muy improbable de que las pérdidas lleguen a los depósitos cubiertos, asumiendo las que le hubieran correspondido soportar a éstos, por lo que se beneficiará del lugar preferente del que gozan los mismos a la hora de asumir pérdidas (superpreferencia de los depósitos cubiertos). La armonización conseguida será mayor para los países de la Eurozona dado que la toma de decisiones relacionadas con la resolución de una entidad de crédito se ha centralizado (MUR).

Por lo que respecta al uso de los FGD con fines preventivos, el nivel de armonización planteado es limitado, dado que se deja a discrecionalidad del Estado Miembro que lo habilite o no en el momento de implementar la DGSD en el marco nacional. No obstante, la directiva establece unas condiciones mínimas a cumplir para el ejercicio de esa función de manera prudente. La implementación en España de la DGSD, materializada en la Ley 11/2015, sí ha habilitado las capacidades del FGD español de intervenir en medidas preventivas para evitar la quiebra de las entidades que contribuyen al mismo. En el

⁸ En varios países la obligación de contribuir era exclusivamente *ex post*. Este es el caso, por ejemplo, de Reino Unido, Italia, Austria o Luxemburgo.

⁹ Véase sentencia de la EFTA en este sentido de 28 enero de 2013 para el caso de Islandia y algunas propuestas barajadas en la crisis de Chipre de 2013 donde no se respetaba la garantía de los depósitos.

caso de la mayoría de entidades de crédito españolas (entidades consideradas significativas), así como en el de la mayoría de las entidades de la Eurozona¹⁰, es también previsible que se produzca una mayor armonización en la aplicación de las funciones preventivas, dada la supervisión directa del SSM.

FIGURA 7. PARTICIPACIÓN DEL FGD EN LA RESOLUCIÓN DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO



Fuente: BBVA Research.

OPCIONES PARA AVANZAR HACIA UN FGD COMÚN EN LA EUROZONA

El debate sobre la conveniencia de un fondo de garantía de depósitos europeo ha estado presente desde 2009, cuando la Comisión esbozó por primera vez esta idea en la consulta pública que realizó para la revisión de la directiva de FGD. Aquella idea tenía muy pocas posibilidades de avance en una UE que estaba muy lejos del grado de integración y mutualización necesario. La discusión se retoma de nuevo en el marco del proyecto de Unión Bancaria, teniendo su reflejo en las idas y venidas de esta cuestión entre las prioridades de las instituciones europeas. Mientras que en el primer planteamiento que se hace de la Unión Bancaria la Comisión Europea contempla la creación de un FGD común como tercer pilar (COM, 12.9.2012), posteriormente los esfuerzos se cen-

¹⁰ Alemania sería un caso excepcional dado que casi la mitad del sistema financiero está compuesto por entidades consideradas no significativas.



tran en avanzar en los otros pilares de la Unión Bancaria (MUS y MUR), quedando el objetivo de FGD común relegado para una fase posterior. La idea de integración de los FGD desapareció de la agenda de discusión por unos años y sólo recientemente se ha vuelto a reactivar el debate.

En la discusión sobre la conveniencia de avanzar hacia un FGD común se manejan principalmente los siguientes argumentos:

- **A favor:** i) fortalece la red de seguridad financiera en Europa, necesaria pues el sistema actual de FGD nacionales es vulnerable ante crisis sistémicas locales, con credibilidad muy desigual según el país y riesgo de contagio; ii) mitiga la complejidad de la arquitectura actual de la Unión Bancaria, donde se mezclan elementos nacionales y europeos; iii) completa y fortalece la arquitectura institucional de la zona euro al completar el tercer pilar de la Unión Bancaria; iv) reduce el coste de asegurar los depósitos al ampliarse el número de riesgos a cubrir y aumentar su diversificación, además de ahorros administrativos; (v) establece un marco de competencia equilibrado entre los bancos de la zona euro, al eliminarse una fuente importante de contagio del riesgo soberano; y (vi) es coherente con un supervisor único y una única autoridad de resolución.
- **En contra:** i) no es necesario dado que las nuevas reglas de financiación de los FGD nacionales fortalecen la solvencia de los mismos y además el nuevo marco de resolución europeo (directiva BRRD para la UE y MUR para la Eurozona) mitiga bastante la presión sobre los FGD nacionales, al hacer muy improbable su uso y limitar la contribución en caso de resolución de las entidades sistémicas, ii) genera riesgo moral dado que puede desincentivar los esfuerzos a nivel nacional para controlar o contener el riesgo bancario y iii) supone una mayor mutualización, lo que requiere avanzar hacia la unión fiscal.

En conclusión, pensamos que la constitución de un FGD común es indispensable para completar la Unión Bancaria y, de esta manera, avanzar en la eliminación de los riesgos de fragmentación asociados al vínculo soberano-bancario. Ahora bien, la consecución de este objetivo de unificación de los FGD requiere posiblemente una reforma del Tratado, por lo que no es fácil de conseguir en el corto plazo. Ello no es óbice para que se pueda avanzar dando pasos en esa dirección, para así ir asentando las bases para una futura mayor integración de los FGD.

A este respecto, merece la pena repasar las posibles alternativas que se han barajado para avanzar hacia un FGD común –véase Comisión Europea (2010) y FMI (2013)– que resumimos a continuación ordenadas tentativamente según el nivel de mutualización de los riesgos que pueden llevar asociado.

TABLA 2. ALTERNATIVAS PARA AVANZAR HACIA UN FGD

	Breve descripción	Nivel de mutualización
1. FGD común	Reemplaza a los FGD nacionales por lo que adquiere capacidad a hacer frente a pérdidas grandes sin cuestionar su solvencia	Total
2. Garantía europea a los FGD nacionales	Podría ser concedida por el Mecanismo de Estabilidad Europea	Amplia
3. Fondo europeo que complementa a los FGD nacionales	Cubre las pérdidas que superan las que pueden soportar los FGD nacionales. Financiado por los FGD nacionales, que destinan un% de sus fondos	Limitada
4. Sistema de Reaseguro Europeo	Cubre las pérdidas que superan las que pueden soportar los FGD nacionales. Financiado por los FGD nacionales, que destinan un % de sus fondos	Limitada
5. Red europea de FGD	Asistencia mutua mediante préstamos, de carácter obligatorio para todos los FGD. Plazos de devolución amplios lo que puede generar costes hasta el repago. La Directiva de FGD incluye préstamos entre DGS pero poco operativo al ser de carácter voluntario.	Muy limitada

Fuente: BBVA Research.

Haciendo un somero análisis de las ventajas e inconvenientes de las diferentes alternativas propuestas podríamos destacar lo siguiente:

- **El FGD común** (opción 1) establecido para la Eurozona presenta la ventaja de su simplicidad y potencial para integrarse con el MUR, lo que simplificaría las cuestiones de gobernanza. El incremento de tamaño y la amplia mutualización que conlleva dotaría de estabilidad al sistema ante *shocks* locales. Debe ser el objetivo último a alcanzar, pero tropieza con una considerable oposición política en algunos países.
- **Una garantía europea de los FGD nacionales** (opción 2), que podría proporcionar el MEDE, puede permitir una mutualización amplia de los riesgos, pero tiene las mismas dificultades políticas que el FGD común, e incluso superiores, ya que implica un respaldo público explícito al que muchos países serían reticentes.
- **Un fondo complementario o un Sistema de Reaseguro Europeo (SRE)** (opciones 3 y 4) podrían mitigar la potencial fragilidad del esquema actual de FGD nacionales, al ampliar la capacidad de cubrir *shocks* locales. Ahora bien, dependiendo de su diseño esta capacidad adicional puede ser insuficiente, por lo que es conveniente simular su funcionamiento bajo diversos escenarios potenciales de riesgo sistémico. En principio, bajo ambos mecanismos, los FGD nacionales seguirían soportando los riesgos de pérdidas por debajo de un cierto umbral (umbral que habría que determinar) mientras que los riesgos de pérdidas por

encima de ese umbral serían mutualizados y soportados por un ente europeo (bien un FGD europeo complementario o una Entidad de Reaseguro Europea creada al efecto). Ahora bien, la diferencia entre ambos mecanismos podría estribar en el enfoque seguido a la hora de determinar el montante de las contribuciones o primas que han de destinar los FGD nacionales para transferir parte de los riesgos a un ente europeo. En el caso de constituirse un fondo complementario, podría aplicarse un criterio de destinar un porcentaje determinado –igual para todos los países– de los FGD nacionales y de esta manera dar un paso claro hacia un destino último en que se ponga en común el 100% (FGD común). Por el contrario, en el caso de utilizar el mecanismo de reaseguro, parece que podría plantearse, como alternativa a una contribución en base europea, una contribución en base al riesgo de cada Estado Miembro. El equiparar el funcionamiento de un SRE con las prácticas de la industria del reaseguro ha llevado a sugerir (véase Gros-2013) la aplicación de técnicas actuariales que diferencien el riesgo sistémico de cada país, y del FGD en cuestión a la hora de determinar las primas a aplicar a cada FGD. La consideración de este riesgo, que en todo caso no es fácil de valorar, se sumaría al riesgo específico de cada banco, que ya está incorporado a las contribuciones a los FGD nacionales, de manera que no mitigaría la espiral entre riesgo bancario y soberano, que es precisamente lo que todo el proyecto de Unión Bancaria pretende evitar. En consecuencia, podría resultar más recomendable el establecimiento de un fondo complementario al que se contribuya en base a un porcentaje uniforme de los niveles objetivo de los FGD nacionales. En todo caso, esta opción debería contemplarse como un esquema transitorio ya que en la mayoría de escenarios resultaría insuficiente para garantizar el complemento que la Unión Bancaria necesita en términos de un nuevo avance en la ruptura del vínculo soberano-bancario. La opción de una **red europea de FGD** es la menos ambiciosa, ya que realmente no supone para la Eurozona un avance adicional a lo que existe en la UE.

- Una idea complementaria, independientemente del esquema que se adopte, **consistiría en establecer algún tipo de «grandfathering» por el que las contribuciones existentes se mantendrían asignadas a fondos nacionales**, y se mutualizarían sólo de manera progresiva y en importes armonizados para todos los países, de manera similar al diseño del Fondo Único de Resolución. Este gradualismo ayudaría a disipar las reticencias de aquellos países o sistemas bancarios que tienen dotados fondos más cuantiosos, que se resisten a mutualizar con otros fondos más pequeños.

El año 2015 ha vuelto a situar en la agenda política europea la necesidad de avanzar hacia un FGD común como elemento imprescindible para completar la Unión Bancaria. A mediados de año, el conocido como «Informe de los Cinco Presidentes»¹¹ plantea

¹¹ «Completing Europe's Economic and Monetary Union» emitido por el presidente de la Comisión Europea en colaboración con los presidentes de Consejo Europeo, el Eurogrupo, el Banco Central Europeo y el Parlamento Europeo.



avanzar hacia un FGD común en dos etapas por razones prácticas y con el mismo ámbito geográfico que el MUS, para guardar consistencia con los otros elementos de la Unión Bancaria diseñados para propiciar un grado mayor de integración en la Eurozona. En la primera fase, a ser completada en el corto plazo (junio 2017) se pretenden utilizar las posibilidades ofrecidas por el marco actual sin requerir modificaciones de los tratados. El presidente de la Comisión Europea ha informado recientemente, en septiembre de 2015, de la urgencia de avanzar en esta dirección, planteándose como objetivo la elaboración de una propuesta legislativa para final de ese mismo año. De momento no se conocen los detalles de la propuesta de la Comisión. Como se ha señalado anteriormente, el sistema de reaseguro, aunque puede dar lugar a una mutualización más o menos ambiciosa según cómo se diseñe, tiene el inconveniente de que no resulta fácil de evolucionar hacia un genuino FGD único. Sería conveniente por tanto que la Comisión adopte un enfoque amplio en su análisis y no se centre exclusivamente en la opción del sistema de reaseguro.

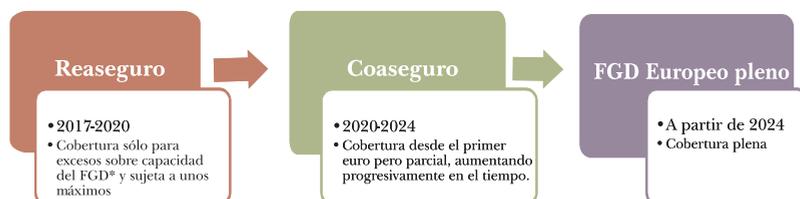
POST-SCRIPTUM: PROPUESTA DE LA COMISIÓN EUROPEA SOBRE UN MARCO EUROPEO DE GARANTÍA DE DEPÓSITOS

Con posterioridad al cierre de este artículo, la Comisión Europea publicó el 24 de noviembre de 2015 una propuesta normativa que recoge su plan de implementar progresivamente un marco común para la garantía de los depósitos bancarios en Europa (EDIS¹²). Este proceso culminaría en 2024 con un fondo común europeo gestionado de manera centralizada por el Single Resolution Board y que cubriría de manera plena tanto el repago de depósitos en caso de liquidación de entidades como los compromisos asociados a la resolución, quedando los fondos de garantía nacionales liberados de tener que proporcionar dichas coberturas.

La Comisión plantea un avance en etapas, con una mutualización progresiva, en la que participarían todos los FGD de los países de la Eurozona, pudiéndose además incorporar otros países en la medida en que también lo hagan de manera voluntaria al Mecanismo Único de Supervisión. No obstante, se condiciona el acceso a la garantía proporcionada por el EDIS al hecho de que se haya implementado la directiva de FGD y se cumplan los objetivos de financiación ex ante contemplados en dicha directiva (objetivo del 0,8% de los depósitos cubiertos, a acumular de manera paulatina desde 2016 a 2024). De esta manera se promueve que los países avancen en la armonización de los FGD nacionales y refuercen la fortaleza financiera de los mismos.

¹² *European Deposit Insurance Scheme.*

FIGURA 8. ETAPAS HACIA UN FONDO DE GARANTÍA DE DEPÓSITOS EUROPEO PLENO



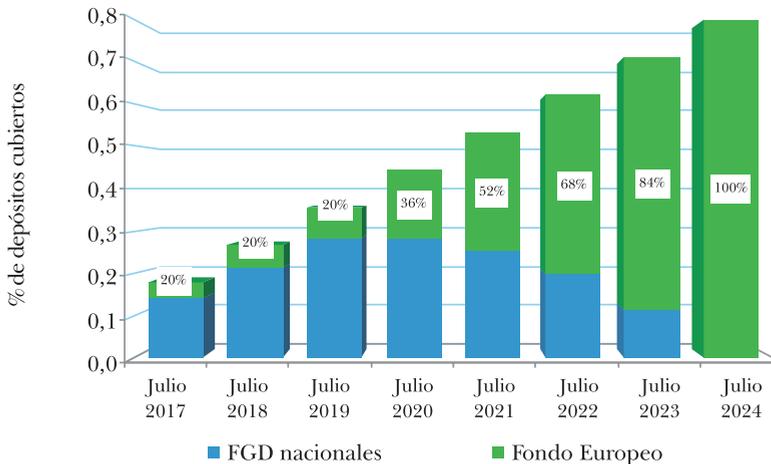
* La capacidad del FGD hace referencia a los fondos necesarios para cubrir el nivel objetivo establecido en la Directiva del FGD.

Fuente: BBVA Research.

Las etapas propuestas por la Comisión son las siguientes:

1. **Reaseguro:** Durante los primeros 3 años la garantía de depósitos seguirá siendo proporcionada fundamentalmente por los FGD nacionales. Ahora bien, éstos podrán acudir al fondo europeo para obtener liquidez (limitada) y para atender a sus obligaciones de repago, pero sólo en el caso de que previamente se hayan utilizado los fondos nacionales hasta el nivel teórico exigido por la directiva de FGD. Además, la cobertura a proporcionar por el fondo europeo estará sujeta a unos límites¹³.
2. **Coaseguro:** A lo largo de los siguientes 4 años se evoluciona de manera automática a un sistema donde la cobertura será compartida de manera creciente por el fondo europeo, siendo aplicable desde el primer euro que tenga que gastar el FGD nacional y sin límites sobre los importes a los que pudiera verse expuesto el fondo europeo.
3. **FGD Europeo pleno:** A partir de 2024, el fondo europeo cubrirá todos los repagos de depósitos y contribuciones a la resolución. Los FGD nacionales seguirán existiendo, estableciéndose que actuarán como administradores en los procedimientos de repago de los depósitos, siendo el punto de contacto con los depositantes y con las entidades de cada país.

¹³ El límite propuesto es el menor entre el importe correspondiente al 20% del nivel objetivo del fondo europeo y el importe correspondiente a multiplicar por 10 el nivel objetivo del fondo nacional.

FIGURA 9. NIVELES OBJETIVO DEL FONDO EUROPEO Y DE LOS NACIONALES

Fuente: BBVA Research.

El planteamiento de la Comisión es crear desde el primer momento un fondo europeo que se nutra directamente de las contribuciones de los bancos, contribuciones que serán calculadas en base al montante de los depósitos cubiertos pero introduciendo ajustes para que las entidades con más riesgo contribuyan en mayor proporción. Asimismo se establece que las contribuciones al fondo europeo se tengan en consideración también para el cumplimiento de los objetivos marcados por la directiva de FGD para los fondos nacionales. Ello va a permitir que no se eleven, en media, las contribuciones a realizar por las entidades de crédito en los próximos años, sino que se vaya optimizando su uso mediante la constitución de un seguro común en la eurozona.

ALGUNAS CONSIDERACIONES

La propuesta de la Comisión es un paso necesario para completar la Unión Bancaria y mitigar los riesgos de fragmentación en la Eurozona asociados al círculo vicioso soberano-bancario. Fortalece la red de seguridad europea, reforzando de manera creciente la capacidad de enfrentar crisis sistémicas locales, y supone un avance hacia una mayor integración del esquema institucional europeo constituido con la Unión Bancaria. No obstante, la credibilidad de estas iniciativas europeas se vería reforzada con la constitución de un *backstop* público a nivel europeo.

El enfoque progresivo es razonable, al facilitar la adaptación de los diferentes países, cuya situación de partida difiere considerablemente en lo que respecta al nivel actual de los fondos acumulados, a la tipología de los esquemas de protección existentes y a las funciones que realizan (por ejemplo, la intervención preventiva difiere sustancialmente entre las diferentes jurisdicciones). El diseño propuesto permite además despejar en



cierta medida los temores de algunos países, que cuentan en la actualidad con fondos bien dotados, de que los mismos vayan a utilizarse para sufragar las necesidades de los países cuyos fondos están en una situación financiera menos robusta.

La implementación de una garantía europea plena va a favorecer a los depositantes, al asegurarse de que la cobertura de 100.000 euros por depositante/entidad sea igual de válida, con independencia del país o banco donde se depositen los fondos. Ello indudablemente mitigará los riesgos sistémicos asociados a las “corridas bancarias” y favorecerá la estabilidad financiera.

BIBLIOGRAFÍA

- Abascal M, Jiménez M, Pacheco L y Trento M (2015). The 5 Presidents Report: a milestone for enhancing the Euro governance. <https://www.bbva.com/en/publicaciones/the-5-presidents-report-a-milestone-for-enhancing-the-euro-governance/>
- Abascal, María, Santiago Fernández de Lis y José Carlos Pardo (2014): El Mecanismo Único de Resolución en el contexto de la Unión Bancaria, Anuario del euro 2014, Fundación ICO
- Alonso T. Regulación financiera: completando la unión bancaria (2015). <https://www.bbva.com/publicaciones/regulacion-financiera-completando-la-union-bancaria/>
- Boletín Oficial del Estado (2015). Ley 11/2015 de recuperación y resolución de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión.
- Comisión Europea (2010). «JRC Report under Article 12 of Directive 94/19/EC as amended by Directive 2009/14/EC»
- Comisión Europea (2012). «A Roadmap towards a Banking Union». Communication from the Commission to the European Parliament and the Council.
- Fernández de Lis S., Pardo JC., Santillana V (2015), «EU loss-absorbing capacity requirement: final MREL guidelines». BBVA Research. https://www.bbva.com/wp-content/uploads/2015/07/20150707_MREL-Watch8.pdf
- Financial Stability Board (October 2011), «Key attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions».
- Fondo Monetario Internacional (2013). «Technical Note on Deposit Insurance». IMF Country Report N° 13/66.
- Gros D. (2013). «Principles of a Two-Tier European Deposit (Re-) Insurance System». CEPS policy brief, No.287.
- Juncker J.C., Tusk D., Dijsselbloem J., Draghi M. and Schulz M. (2015). «Completing Europe's Economic and Monetary Union» (Informe de los 5 presidentes)
- Juncker J.C., Tusk D., Dijsselbloem J., Draghi M. and Schulz M. (2015). «Completing Europe's Economic and Monetary Union»
- Krahnen J.P. (2013). «Deposit insurance suitable for Europe: Proposal for a three-stage deposit guarantee scheme with limited European liability». Policy Letter Series No. 8



- Martín G., Pardo JC., Santillana V. (2015) «BRRD transposition in Spain: a milestone in implementing an effective resolution regime». BBVA Research. https://www.bbva-research.com/wp-content/uploads/2015/06/20150619_BRRD-transposition-in-Spain_vf2.pdf
- Official Journal of the European Union (2014), Directive 2014/49/EU on deposit guarantee schemes (Deposits Guarantee Schemes Directive – DGSD).
- Official Journal of the European Union (2014), Directive 2014/59/EU for the recovery and resolution of credit institutions (Bank Recovery and Resolution Directive – BRRD).
- Wruuck, P. (2015). «Deposit insurance in the Banking Union: options for the third pillar». Deutsche Bank Research.



6. LA UNIÓN DEL MERCADO DE CAPITALES

IGNACIO DE LA TORRE¹

EXECUTIVE SUMMARY

This paper looks to address the processes and challenges that face the application of the Capital Markets Union (CMU), tabled by the European Commission (E. C.). Furthermore, it studies the motives behind the CMU proposal and its particular impact on the European debt and equities markets. Firstly the paper analyses the motives and advantages behind the CMU and why its application is necessary for healthier capital markets in Europe. The key motives are the need to reduce dependency on bank financing, and provide an alternative financing to give traction to the capital markets, and finally open up financing to SMEs that are dependent on capital for growth. The paper investigates the fundamental issues of supply and demand which are at the heart of the market plan, and puts forward the infrastructure that the E.C should adopt in order to achieve an efficient and applicable CMU to act as an alternative to bank financing and opening capital markets to SMEs.

The paper concludes by establishing the necessary elements for its successful implementation: they are i) the promotion of capital markets as means of improving alternative sources of finance, ii) the elimination of investment barriers for cross-border European investments, iii) the relaunching of the equity markets with simplified and standardized regulations across the union, iv) the mobilization of long-term savings in order to open up infrastructure projects, and v) to open a consulting period for the promotion of venture capital.

While the proposal is still in its early stages, there are fundamental policy issues that must be resolved between the E.C and the 28 member states, however if the steps mentioned above can be implemented, the dependency on bank financing can be reduced, and Europe can mitigate the effects of a financial and economic crisis and experience a quicker recovery in the event of future banking crisis. This will increase financial stability.

¹ Socio de Arcano y Profesor del IE Business School.



INTRODUCCIÓN

En Julio de 2014 el nuevo Presidente de la Comisión Europea (CE), Jean Claude Juncker, esbozaba su programa de gobierno de cinco años. En su discurso, expuso cómo una de sus prioridades la unión de mercados de capitales (UMC), objetivo que alentaría el crecimiento y el empleo (Brühl, Volker et al 2015). En este capítulo nos proponemos explicar los antecedentes que explican por qué la UMC se ha convertido en una de las prioridades de la CE, las ventajas asociadas con dicho proyecto y los diferentes pasos para lograrla. En una primera sección analizamos la actual disgregación de mercado de capitales de la Unión Europea (UE), las diferencias fundamentales entre el mercado de capitales Europeo y el de los EEUU, y los desafíos que afronta Europa para aspirar a la UMC.

Como para lograr cualquier mercado hace falta oferta y demanda, dedicamos sendos capítulos a estas dos partidas, con un énfasis especial en lo que respecta a la financiación de pequeñas y medianas empresas (PYMES), en el lado de la oferta y en la canalización de ahorro de largo plazo por el lado de demanda. Posteriormente dedicamos un capítulo para analizar la infraestructura ideal que la UMC debería acarrear, con los cambios regulatorios que supondría, para terminar con una pequeña conclusión.

6.1. CONSIDERACIONES GENERALES

6.1.1. MOTIVOS QUE IMPULSAN LA UMC

Como consecuencia del discurso de Juncker, la UE emitió en Febrero de 2015 un «Green Paper» sobre la UMC con el objetivo de recabar la opinión del mercado. En él se establecen varias prioridades: i) mercados eficientes y sostenibles para PYMES, ii) reapertura del mercado de titulaciones, iii) el fomento de la inversión a largo plazo, y iv) el desarrollo del mercado de colocaciones privadas.

Dicha iniciativa no es sorprendente, paradójicamente, aunque la UE sea una zona económica con un enorme superávit de cuenta corriente y en gran medida disfrutando de una política monetaria extremadamente laxa, muchas empresas, y en especial PYMES, han visto muy mermada su capacidad de financiación a largo plazo.

Así, la reciente crisis financiera y económica ha puesto de manifiesto en Europa muchas de las vulnerabilidades de su sistema financiero. La fragilidad del sistema bancario y los arbitrajes regulatorios han sido tratados en profundidad, y han acabado propulsando la unión bancaria. La crisis ha puesto de manifiesto las diabólicas interacciones existentes en la concatenación de una crisis financiera con una económica, como bien advirtió hace tiempo Hyman Minsky (Minsky, 1992). Ante un escenario en que un sistema bancario atrofiado, ilíquido y en ocasiones insolvente recorta la financiación a la economía real ésta ha de poseer sistemas alternativos de financiación, principalmente mercados de capitales eficientes. Así, la substitución de la financiación bancaria acaecida desde la crisis ha supuesto un crecimiento exponencial de los mercados de bonos europeos. En conjunto, entre 2008 y 2014 el volumen de crédito corporativo bancario



ha caído un 11% en Europa, una contracción de unos € 675.000 mm., pero las emisiones de bonos han aumentado en € 725.000 mm. Sin embargo esta financiación sólo ha llegado a grandes empresas (por motivos que explicamos más abajo la emisión de un bono tradicional sólo es accesible a empresas con volúmenes de EBITDA de a partir de unos 70 millones de euros). Por otro lado, dos tercios de los bonos se concentran en tan sólo dos mercados: Reino Unido y Francia. Y aunque en 2015 se han emitido € 184.000 mm. en bonos corporativos, una parte relevante de dichas emisiones (€ 41.000 mm.) corresponde a empresas norteamericanas emitiendo en Europa para aprovechar la curva de tipos en mínimos. Los bonos *investment grade* (rating desde BBB- o mejor) capitalizan hoy aproximadamente 1,4 billones de euros, un 64% más que en 2007, y los bonos *high yield* (rating BB+ o más bajo) alcanzan los € 200.000 m. triplicando por lo tanto el volumen que tenían antes de la crisis, pero este mercado sigue siendo una tercera parte del de los EEUU...

Sin embargo, estos hechos distan mucho de ser una realidad generalizada en la UE. La comparación entre la economía de los EEUU y la de la UE durante la crisis es obligada para entender el desarrollo de la UMC como objetivo de política europea. Así, los EEUU cuentan con un sistema bancario más pequeño, de aproximadamente una vez su PIB, lo que limita el efecto contagio hacia el soberano, y presentan como alternativa unos mercados de capitales de deuda con un tamaño también similar a su PIB. Europa sin embargo afrontaba la crisis con un sistema bancario que aproximadamente triplicaba el PIB (motivo entre otros causante de la crisis soberana), pero con un mercado de capitales de deuda que apenas representaba una quinta parte del PIB. En un contexto en el que se intenta construir bancos más solventes y más líquidos, y la banca reacciona con severos recortes de la oferta de crédito, especialmente el de medio plazo, es fundamental esta comparativa con los mercados de capitales de deuda, ya que los bancos financian a las empresas mediante deuda, no mediante fondos propios. Si hablamos de este último concepto (fondos propios), la capitalización agregada de las bolsas europeas como porcentaje del PIB también se quedan detrás de la capitalización de las bolsas norteamericanas, donde tradicionalmente se ha considerado la bolsa como la fuente natural de la búsqueda de financiación por recursos propios.

Así, la crisis ha puesto de manifiesto cómo EEUU ha logrado recuperar el PIB anterior a la crisis mucho antes que Europa, en parte por la rapidez con la que se procedió a sanear el sistema bancario, pero también por el enorme protagonismo desempeñado por el eficiente mercado de capitales norteamericano. Por último, aunque el desempleo natural norteamericano sea inferior al europeo, la realidad es que hoy Europa presenta una tasa de paro de más del doble de la de los EEUU.

En Europa ha sido especialmente dañina la crisis financiera en lo que respecta a la financiación a las PYMES. El *credit crunch* que se produjo tras la crisis ha provocado el cierre de miles de PYMES solventes pero ilíquidas, debido a la falta de alternativas a la financiación bancaria.

Además, muchas empresas procedieron a financiar activos de duración largo plazo (como una fábrica) con pasivos de corto (como una línea *revolving*, que se renovaba anualmente). La crisis provocó la cancelación de muchos de estos pasivos, lo que explica los cierres de empresas solventes que habían cometido un error en desligar la dura-



ción del activo de la duración del pasivo. Como el contexto bancario tras Basilea III incentiva más los préstamos de corto plazo (hasta tres años) que los de largo plazo, las empresas europeas han reaccionado con un asombroso recorte del nivel de inversiones, lo que sin duda ha lastrado el empleo. Paradójicamente, el mercado de bonos ofrece un buen reemplazo, ya que la duración media de los bonos se sitúa en siete años, en tanto que la duración media de los préstamos bancarios, en tres. Sin embargo, si el mercado de bonos no se encuentra desarrollado y resulta accesible sólo para empresas grandes y no para las medianas, la tragedia a la hora de invertir está servida, ya que las PYMEs siguen representando la mayor parte del PIB.

Así, la ratio de inversiones como porcentaje del PIB se encuentra en muchos países en mínimos históricos. Especialmente afectado por este contexto se halla el mercado de financiación de infraestructuras, que dependía de los «Project Finance», que también han pasado a estar desincentivados en Basilea III, lo que también explica la depresión de las inversiones. En EEUU existe un potente mercado alternativo al «Project Finance» el de los bonos de proyecto, pero en Europa el mercado equivalente se encuentra mucho menos desarrollado.

Por lo tanto, si la creación de empleo es prioritaria en la acción de gobierno del sector público, ésta está íntimamente relacionada con el volumen de inversiones, y a su vez las inversiones dependen de la existencia de mercados de capitales capaces de financiar activos de largo plazo con ahorro de largo plazo, se entiende bien los fundamentos de porqué la UMC es una prioridad para la Unión Europea.

Un desarrollo de los mercados de capitales europeos debería ser integral. Así, debe contemplar los instrumentos de fondos propios (bolsa, tanto en su variante tradicional como las bolsas alternativas de PYMEs), de deuda (bonos en sus diferentes variantes que explicamos más adelante, tanto para empresas grandes como PYMES, y con un énfasis en las titulizaciones), derivados (que son cruciales en un mercado financiero moderno) e híbridos (principalmente convertibles).

La clave de la UMC es por lo tanto la reducción o eliminación de las barreas para el libre movimiento de los capitales entre los mercados europeos, que en la práctica hoy en día siguen siendo tremendamente nacionales. El resultado exitoso de una UMC debería suponer un incremento del peso de los mercados financieros como fuente de financiación corporativa, soberana y de proyectos.

6.1.2. DESAFÍOS PARA IMPLEMENTAR LA CMU

Aunque los motivos que explican los beneficios de la UMC son muy evidentes, en especial si se contrastan con el sistema de financiación de los EEUU, es relevante discernir antes los enormes impedimentos que presenta un proyecto así en el marco de la UE, compuesta actualmente por 28 estados.

Primero, la existencia de jurisdicciones diferentes provoca un marco legal y fiscal sumamente heterogéneo, lo que dificulta al máximo la comparación de instrumentos financieros y su estandarización, lo que sin duda repercute en menor liquidez. La maraña de normativas sobre ofertas públicas de exclusión es un buen ejemplo.



Segundo, la existencia de supervisores de mercados diferentes, con independencia de que se busque una cierta coordinación, en la práctica los *modus operandi* de cada uno difieren, y la percepción de la protección del inversor, también.

Tercero, la coexistencia de mercados organizados, que exigen en general la generación de información contable en formato de contabilidad internacional (NIC), con sistemas multilaterales de negociación (mercados alternativos) que permiten la contabilidad local, agravando las discrepancias en las comparativas.

Cuarto, la existencia de 28 mercados diferentes debería explicar también una menor dimensión media de la empresa europea vs la de los EEUU, lo que reduce la capacidad para financiarse a través de los mercados de capitales.

Quinto, la coexistencia de diferente arquitectura de mercados, sistemas de derivados, sistemas de liquidación, plataformas de *front office* y en ocasiones, de distintas divisas.

Sexto, proveniente de la atomización de mercados (hay 20 bolsas en la UE), también provoca más difícil acceso al análisis, factor que desemboca en una menor liquidez y en un menor trading por cuenta propia, y por lo tanto en un mayor coste de capital.

En conjunto, esta fragmentación provoca que la masa de ahorro potencial para financiar compañías a través del mercado se reduce si se compara con la situación de los EEUU y genera una situación evidente de desventaja competitiva para los mercados europeos por falta de escala, por lo que se hace imperativo para la creación del mercado de capitales único la eliminación de las barreras para que los flujos de capital intra-comunitarios puedan permitir la diversificación del riesgo, aumentar las economías de escala y asignar el capital de una forma más eficiente (Financial Conduct Authority, 2015).

6.1.3. VENTAJAS DE LA CMU

Probablemente el análisis previo realizado comparando la UE con los EEUU muestra implícitamente las ventajas de las que disfrutaría Europa de contar con un sistema potente de financiación vía mercado de capitales. No obstante, resumimos aquí varias de las mismas, con cierto énfasis en varias que son muy idiosincráticas y necesarias para la economía europea.

- a) La UMC provoca una homogeneidad y capacidad de diversificación de riesgo que debería repercutir en mayor liquidez y por lo tanto en un menor coste de financiación para las empresas europeas,
- b) El acceso a financiación de largo plazo debería ayudar a elevar el nivel de inversiones de la UE, lo que a su vez repercutirá en mayor nivel de crecimiento, y de empleo (Brühl, Volker et al, 2015),
- c) Una UMC bien planteada debería facilitar el acceso a la financiación de las PYMES europeas, elemento clave para el empleo, al ser las PYMEs el principal contribuidor al PIB y al empleo, este objetivo se debería de perseguir a través de la extensión de los mercados de bonos para empresas medianas, la apertura del mercado de titulaciones (de lo que se podrían beneficiar las empresas pequeñas)

- y fortalecer la financiación de fondos propios a través del rediseño de los mercados alternativos bursátiles, factores que coadyuvarán a fortalecer la posición competitiva de las PYMEs europeas (European Central Bank, 2015),
- d) Políticamente, la UMC también persigue volver a conectar al Reino Unido, y en especial, a la City, con el proyecto europeo, al tratarse Londres de la plaza financiera más importante de Europa (Schoenmaker 2015).

6.1.4. DESCRIPCIÓN DE LOS PRINCIPALES INSTRUMENTOS DE MERCADO DE CAPITALES EN LA UE

En este apartado exponemos cuáles son los principales instrumentos de financiación empresarial en el mercado de capitales, tal y como ya expusimos en un capítulo reciente (*De la Torre y Carvajal, 2014*).

Instrumentos de deuda

Bonos corporativos. Un bono corporativo es un préstamo instrumentado a través de un título valor denominado bono, que cotiza en un mercado, y que paga un cupón determinado. Los bonos pueden pagar un cupón fijo o variable, y en general suelen hacer frente al pago de principal en su vencimiento (los bonos que amortizan su principal son muy escasos, y se llaman «amortizables»). Los bonos pueden estar garantizados por un activo concreto o no. Si lo están se llaman *secured*. A su vez, los bonos empresariales se distinguen en dos grandes categorías, aquellos que poseen una calificación crediticia llamada de «grado de inversión» (hasta BBB-) y aquellos que se denominan de «alto rendimiento», o *high yield* en inglés, a partir de BB+. Generalmente estos últimos suelen ser BB o B, y en muy raras ocasiones CCC (Jerring y Chatusripitak, 2000).

Bonos de proyecto. Son bonos emitidos para financiar una infraestructura existente (que se llamaría *brownfield*) o bien nueva (*greenfield*), de forma que los flujos de caja que generen dicha infraestructura sirven los intereses y el principal del bono (Allen et al, 2012). En el caso de que la infraestructura quiebre o no pueda hacer frente al pago de su deuda, no cabe recurso contra la entidad que ha construido u opera dicha infraestructura. Es el equivalente en mercados al *Project finance*.

Titulizaciones y cédulas. Una titulización es el resultado de ceder a una entidad (*special purpose vehicle*) las rentas provenientes de un activo, y financiar dicha entidad con la emisión de una serie de bonos que tienen derecho a dichos flujos. Los bonos pueden ser todos de una misma clase (*unitranche*) o bien de diferentes clases (*multitranchise*). Las titulizaciones han sido muy importantes para financiar todo tipo de activo, incluyendo alquileres de coches, hipotecas o préstamos de estudiantes. Una cédula (*covered bond*) es un bono emitido por una entidad bancaria y respaldado por un activo. En España se han empleado para emitir bonos respaldados por hipotecas, de forma que el adquirente de dicho título disfruta de dos garantías, el activo que subyace al bono, y en caso de impago, el recurso contra la entidad bancaria que tiene que honrar su pago (de hecho nunca ha habido un impago de una cédula española). En una titulización sólo hay un único



recurso sobre el activo subyacente, no contra el cedente, de ahí que en el caso de una cédula el pasivo figure en el balance de un banco (Greenwood y Smith, 1997) y en el caso de una titulización generalmente no.

Deuda Privada. Cuando un agente del mercado de capitales, como un fondo de inversión, un fondo de inversión libre (*hedge fund*) o una aseguradora otorgan un préstamo (en formato no título valor) a una empresa, se denomina *direct lending*. Préstamos que pueden situarse en niveles muy diversos de la estructura del pasivo de una empresa (los más seguros se denominan *senior*, los intermedios *mezzanine*, los junior se denominan subordinados) (Denis y Mihov, 2003). Si el préstamo contiene elementos híbridos, dada la difícil situación de la empresa prestataria (posible conversión de una parte del préstamo en capital) entonces el préstamo directo se denomina *rescue finance*.

Instrumentos de financiación por mercados de fondos propios

Bolsa. Las empresas pueden obtener financiación de recursos propios a través de la bolsa, bien a través de una salida a bolsa realizada mediante acciones nuevas, o bien mediante una ampliación de capital por parte de una compañía ya cotizada. Las empresas cotizadas pueden emitir bonos convertibles en acciones, instrumentos que combinan características de renta fija con los de renta variable (Gozzi et al., 2012). También pueden emitir bonos convertibles en acciones de una compañía distinta de sí mismas de la que la entidad emisora posee acciones. En este caso se denomina un bono *exchangeable*.

Capital Riesgo. En castellano se traduce como capital riesgo dos fenómenos distintos que presentan terminología diferenciada en inglés. Así, *private equity* es la financiación de empresas de dimensión mediana, con flujos de caja estables, con una combinación de fondos propios (que aporta la entidad de *private equity*, o *sponsor*) y una dimensión de deuda en función del riesgo de la compañía financiada. El *private equity* suele actuar tomando mayoría de empresas, aunque en ocasiones invierte en minorías. A su vez, el *venture capital* representa sobre todo la financiación de compañías en un estado de vida más inicial (*early stage*), generalmente adscritas a sectores de conocimiento (tecnología, biotecnología), y en el que sólo se emplea elementos de fondos propios (en contadas ocasiones se emplea deuda convertible, en cuyo caso se llama *venture debt*), muchas veces en minoría (Berger y Udell, 1998).

Habiendo analizado las consideraciones esenciales para el desarrollo de la UMC, es preciso recalcar la letra intermedia del acrónimo, la M de mercados, ya que cualquier mercado existe sólo si se da oferta y demanda. Analicemos por lo tanto ambos elementos en la perspectiva de un exitoso desarrollo de la UMC.

6.2. OFERTA

La oferta de papel financiero puede ser muy diversa, tal y como se desprende del análisis de los diferentes tipos de mercados que hemos expuesto en el punto 1.4 anterior. Una primera y clave división estriba en si la oferta procede de instrumentos de



deuda (bonos, en sus diferentes variantes), de fondos propios (acciones, a través de bolsas), o instrumentos que contienen características de ambos (híbridos).

Por otro lado, y como ya hemos apuntado, es clave discernir de las emisiones de instrumentos por parte de empresas grandes en los mercados tradicionales (mercados regulados) de las emisiones de instrumentos por parte de empresas medianas en mercados alternativos (llamados técnicamente sistemas multilaterales de negociación). Para la emisión de instrumentos por parte de las empresas grandes ya hemos visto que no hay barreras prácticas, y aunque se pueden homogeneizar las reglas de su emisión y cotización para facilitar la comparativa, la clave estriba más en acertar con los instrumentos de financiación de las empresas medianas, que hoy en día cotizan en los mercados alternativos. Estos últimos mercados han proliferado en Europa para dar respuesta a las necesidades de financiación vía mercados por parte del tejido de PYMEs, y EEUU no cuenta con sistemas parecidos, quizás debido al punto anteriormente resaltado de la mayor dimensión comparativa de la empresa norteamericana vs. la europea.

6.2.1. LA RELEVANCIA DE LOS MERCADOS DE MINIBONDS, UNA PROPUESTA PANEUROPEA

La dimensión de la empresa es pues un elemento crítico para entender el tipo de papel a emitir. Los mercados de bonos corporativos tradicionales están abiertos por lo general para emisiones a partir de unos € 200 millones (mercados de *high yield*) o algo superior para los bonos *investment grade*. Aproximadamente eso implica que empresas con niveles de EBITDA inferiores a unos 70 millones de euros tendrán difícil emitir en dichos mercados. La alternativa en Europa son los mercados alternativos de renta fija, como el MARF español, que han demostrado, con mayor (España) o menor (Alemania) éxito permitir el acceso a la financiación a empresas con un nivel de EBITDA de a partir de unos 12 millones de euros. Técnicamente estos bonos se conocen en el mercado financiero como *minibonds* (aunque una plataforma bien diseñada como el MARF debería dar cabida a emisiones mucho más amplias que las circunscritas por el término *minibond*), y los mercados «alternativos» poseen la característica de que su supervisión no depende del supervisor de mercado de valores nacional (la FCA en el Reino Unido por ejemplo), sino de su propio mercado; así por ejemplo en España el MARF está regulado por el AIAF, perteneciente a la bolsa española. Esta diferencia es la que explica que los mercados tradicionales se denominen «regulados» y los alternativos «sistemas multilaterales de negociación», y dicha distinción también se aplica, como veremos, a los mercados bursátiles.

En general se puede concluir que emisiones por debajo de diez millones de euros no merecen la pena por los gastos de emisión, y que por debajo de 25 millones no atraen interés institucional, tal y como indicaba hace poco Georg Fahrenschon, responsable de la asociación de cajas de ahorro alemanas. Se pueden estructurar y vender *minibonds* por debajo de 25 millones de euros, al mercado minorista, pero el fracaso del mercado alemán nos muestra el peligro que supone vender papel financiero sofisticado (bonos) a un público con formación financiera limitada. El éxito del MARF español (restringido a inversores institucionales) muestra el camino a seguir para un mercado sostenible: res-



tringir al máximo la presencia de minoristas en el mercado primario, permitirla en el mercado secundario sólo con nocionales altos (a partir de 100.000 euros) y hacer depender las emisiones primarias de los inversores institucionales, a los que siempre es menos fácil engañar.

El desafío por supuesto estriba en la proliferación y atomización de dichos mercados, sometido cada uno a una diferente supervisión y legislación, lo que imposibilita la asignación eficiente de capital paneuropeo. Con todo, la experiencia de estos últimos años ya permite sacar conclusiones. Una muy evidente sería la necesidad de crear un mercado alternativo de bonos paneuropeo, con reglas homogéneas de cotización, una supervisión *ad hoc* y un sistema fiscal y legal uniforme, factores que garantizaran reglas claras y sencillas y la protección evidente al inversor. Esto se conseguiría creando un mercado «29» con dicha uniformidad, al cual las legislaciones concursales tendrían que armonizarse. De la comparación de dichos bonos debería trascender una mayor liquidez relativa, y por lo tanto un menor coste de financiación. Quedaría un elemento relevante, una curva de tipos «libre de riesgo», pero en la práctica el mercado acabaría empleando la curva alemana, como ya ocurre actualmente, al menos para las emisiones en euros.

Las posibilidades que puede generar un mercado así diseñado son enormes. No sólo cabrían en él emisiones de bonos corporativos de a partir de unos 25 millones de euros, sino que en dicho mercado podrían cotizar bonos de proyecto que financiaran nuevas infraestructuras (bonos *greenfield*) que refinanciaran infraestructuras a costes más bajos (bonos *brownfield*), podrían albergar la cotización de titulaciones, instrumento que podría abrir la financiación vía mercado a las PYMEs, y por qué no, la posibilidad de que las administraciones locales a partir de tamaño mediano también se financiaran a costes competitivos, siempre respetando la ortodoxia fiscal. Como hemos señalado sobre el MARF, un mercado alternativo de renta fija paneuropeo puede aspirar a emisiones mucho más variadas y amplias que las circunscritas a *mimibonds*.

6.2.2. FONDOS PROPIOS

La financiación vía fondos propios a través de mercado de capitales concierne a la emisión de acciones en bolsa a través de mercados organizados, o bien a través de mercados alternativos.

6.2.2.1. Bolsas tradicionales

La primera posibilidad en la práctica está abierta para empresas que consigan cotizar en mercado un *free float* (porcentaje del capital que cotiza libremente en bolsa al no pertenecer a un accionista de referencia) de al menos 100 millones de euros. Esta cifra viene explicada por la costumbre de mercado, ya que la liquidez de una acción viene determinada en una gran parte por el volumen de *free float*. El motivo por el que la liquidez exigida por los inversores institucionales es menor en el mercado de bonos estriba en el hecho de que un bono se repaga en su totalidad al vencimiento (asumiendo que no hay impago), en tanto que el vencimiento no existe en las acciones, lo



que obliga a desinvertir a través del mercado secundario, para lo que la liquidez resulta imprescindible.

En los mercados de acciones la relación entre el valor de mercado de una firma (definido como capitalización bursátil, más deuda financiera neta, menos participaciones por puesta en equivalencia más el valor de los intereses minoritarios) y su EBITDA puede variar enormemente, lo mismo que la relación entre capitalización y beneficio neto (multiplicador «PER»), pero una regla simple consistiría en afirmar que difícilmente podrán aspirar a cotizar en un mercado bursátil tradicional firmas con menos de 40 millones de euros, o con unos 20 de beneficios netos y que coloquen la mitad del capital en bolsa.

El valor de una firma en bolsa depende de muchos factores. Uno clave, como hemos insistido a lo largo de este capítulo, estriba en la liquidez. A menor *free float* menor liquidez, lo que provoca un mayor coste de financiación (técnicamente, coste de los recursos propios), lo que está inversamente relacionado con el multiplicador al que cotiza una firma (a mayor coste de recursos propios, menor PER). La liquidez a su vez está también afectada por el análisis bursátil, ya que los inversores valoran el análisis como herramienta para poder asignar su capital con cierta transparencia. Durante los últimos años la crisis de la industria de intermediación bursátil (motivado entre otros por la fuerte reducción de comisiones de corretaje institucional) ha provocado el cierre masivo de capacidad de análisis, que se ha concentrado en los valores más grandes y líquidos que permiten rentabilizar el análisis, por lo que en la práctica se ha reducido mucho o incluso eliminado, el análisis de calidad de los valores pequeños y medianos (*small and mid cap*).

El resultado de este panorama es que aunque las bolsas europeas, que ya tienen tradición de siglos, funcionan correctamente como herramientas para la financiación vía recursos propios, dicho funcionamiento se ha escorado en demasía hacia las empresas grandes por los motivos arriba expuestos. Además, la proliferación de normativas de supervisión bursátil a tenor de los escándalos del periodo 2000-2002 (Enron, Worldcom, Parmalat...) ha provocado que el coste regulatorio para cotizar y seguir cotizando en bolsa sea excesivo para las firmas medianas. Estas exigencias de transparencia tienen como consecuencia por el lado de los emisores unos costes relevantes de gestión para cubrir las necesidades de los reguladores que rigen las emisiones en los mercados bursátiles o los mercados de renta fija. Los costes que los mercados de capitales tradicionales suponen para las empresas pueden ser poco relevantes para las grandes empresas pero mucho más importantes en términos relativos para las empresas medianas ya que la reducción de dichos costes no es en absoluto proporcional al tamaño de la empresa. Este es uno de los factores que ha hecho que muchas compañías medianas no hayan accedido en el pasado a los mercados de capitales.

Además, es preciso tener en cuenta que en EEUU el Nasdaq ha resultado un mercado muy eficiente para que los fondos de *venture capital* (VC), de vocación más tecnológica, desinvirtan de sus participaciones más exitosas. Dichas salidas permiten devolver con creces el dinero a los partícipes de los fondos de VC, lo que a su vez atrae más dinero a este segmento de inversión, provocando un mayor nivel de I+D. En Europa no hay ningún mercado de estas características (el EASDAQ, que data de finales de los 90, fue un fracaso). El resultado es que los volúmenes europeos de VC y de salidas a bolsa se sitúan aproximadamente a la mitad de los niveles de los EEUU. De ahí se puede tam-



bién colegir parte del motivo por el que nuestro nivel de I+D es sensiblemente inferior, y por lo tanto el comportamiento de nuestra productividad futura, algo que desembocará en una menor competitividad y calidad de vida.

Por último, la liquidez también está afectada por la atomización de bolsas que tiene lugar en Europa, factor que dificulta la comparativa entre valores, elemento clave para poder asignar capital más eficientemente.

El resultado de todos estos factores es que aunque Europa presenta una bolsa bien desarrollada como porcentaje de su PIB, las bolsas tradicionales no llegan a desempeñar un papel tan fundamental como las de los EEUU.

La conclusión obvia que se desprende es que la UMC debería aspirar a disminuir estas barreras, quizás mediante la creación exitosa de un mercado paneuropeo similar al NASDAQ, y poco a poco aspirar a la creación de una bolsa única europea sometida a una misma supervisión y reglas de juego, de lo que se desprendería una mayor liquidez, algo que sería muy beneficioso para empresas medianas.

Si además de estos pasos se contribuye a impulsar un mercado de *preIPO* consistente en la búsqueda de financiación para empresas a unos 24 meses de poder aspirar a salir a bolsa, el panorama bursátil europeo habrá mejorado bastante.

6.2.2.2. Bolsas alternativas

Al igual que en los mercados de bonos, en Europa se planteó la necesidad de facilitar la cotización bursátil de PYMEs a través de bolsas que, manteniendo la protección de los inversores, permitieran reglas de juego más sencillas para la cotización de empresas. El Reino Unido lideró dicha tendencia mediante la creación del *Alternative Investment Market* (AIM) hacia 1995, en el que han cotizado más de 2.000 empresas. Dichos mercados «alternativos» fueron poco a poco proliferando en otros países europeos (por ejemplo el Alternext de Francia, el AIM italiano, o el MAB español), sin embargo aunque bien intencionados, sus resultados han sido decepcionantes. La mayor crítica es su falta de liquidez, la muy limitada presencia de análisis bursátil, la dificultad de establecer las comparativas, la ausencia de inversores institucionales y la percibida como una regulación «más laxa» que ha redundado en escándalos contables y de buen gobierno (para ser justos, en los mercados tradicionales también se han dado estos escándalos en el mismo periodo, y por otro lado por su definición las firmas incorporadas a un mercado alternativo son en general de más crecimiento, de menor tamaño y más jóvenes, lo que conlleva mayores riesgos y retornos).

Estos desafíos hacen imperativo el rediseño de los mercados alternativos bursátiles para que puedan impulsar la financiación de fondos propios a las PYMEs, e idealmente, para permitir a los fondos de VC europeos dar salida a sus inversiones de tamaño mediano, algo que sería muy deseable para fortalecer el I+D europeo. A la vista de la situación actual cabe pensar que sólo la creación de un mercado bursátil alternativo paneuropeo permitiría rediseñar muchas de las reglas de juego que podrían hacer de esta bolsa un sistema eficiente de financiación, tanto por las salidas a bolsa como por las ampliaciones de capital.



6.2.2.3. Otras fuentes de financiación

Para complementar la UMC sería relevante completar el abanico de instrumentos de financiación. Así, sería deseable la estandarización progresiva y posterior convergencia de instrumentos híbridos (en especial convertibles y canjeables, cuyo componente de renta variable suele ser más fuerte que el de renta fija), derivados liquidables (denominados ETD por *Exchange traded derivatives*), titulizaciones, colocaciones privadas, préstamos de PYMEs (Brühl, Volker et al 2015), en especial los niveles de capital exigibles (*Association for Financial Markets in Europe*, 2015), e incluso impulsar cierta homogeneización en los mercados europeos de capital riesgo.

6.2.3. DEMANDA

Una de las mayores gestoras de fondos del mundo, la norteamericana Blackrock, defendía con razón que para el exitoso funcionamiento de la UMC, era fundamental «poner capital en la unión de mercado de capitales» (Blackrock, 2015). Algo tan obvio no ha estado tan presente en la maraña de normas creadas en los últimos años, en los que se ha trabajado con la hipótesis errónea de trabajo de que «el capital ya llegaría». La atracción del mayor capital posible, idealmente sofisticado es con diferencia el mayor reto, y también la mayor recompensa para un exitoso diseño de la UMC. Valga como ejemplo en el caso de España la divergente fortuna del MAB comparado con el MARF. En opinión de este autor esta divergencia viene explicada por la demanda. El MAB se diseñó sin poder generar la demanda especializada en empresas medianas cotizadas en bolsa, lo que arrastró el mercado a escasos niveles de actividad, y a una casi total dependencia del inversor minorista, lo que a la postre facilitó la irrupción de escándalos como Gowex. Algo parecido puede decirse de los mercados alternativos de renta fija alemanes, que pecaron exactamente del mismo vicio de origen. A su vez, para el diseño del MARF se partió de la demanda, en un diálogo con la industria aseguradora que permitió la movilización previa de un volumen de fondos muy relevante a través de la creación de «bolsillos» que habilitaban la inversión de dichas instituciones en estos instrumentos. Esto ha provocado relevantes volúmenes de actividad y la selección por parte de la comunidad inversora de empresas de tamaño y calidad muy aceptables.

Por lo tanto, para atraer capital a la UMC es preciso satisfacer las demandas de los inversores institucionales –en palabras de Blackrock, «investocentric»– (Blackrock 2015). Éstas se centran en liquidez, transparencia, simplicidad e incentivos (citamos la elaboración de los dos primeros puntos de nuestro capítulo de ICE mencionado anteriormente).

- **Liquidez:** La liquidez de una emisión es uno de los factores clave para la inversión de muchos de los inversores tanto institucionales como privados. Si bien la liquidez es importante para inversores tanto en renta variable como en renta fija como ahora veremos, es singularmente relevante en los mercados de renta variable ya que la única manera de recuperar el capital invertido es vender las acciones en el mercado secundario (excepción hecha de ventas realizadas en el marco de una Oferta Pública de Adquisición). En muchos casos, la liquidez diaria es una



condición necesaria para muchos de los inversores institucionales (sociedades y fondos de inversión, fondos de pensiones) ya que el regulador les exige una valoración diaria de sus activos para obtener un valor liquidativo diario del fondo o sociedad de inversión. La liquidez es menos importante en el caso de las compañías de seguros o de los inversores privados pero aun así es un factor clave en la toma de decisión de un inversor. Como hemos visto, la liquidez es directamente proporcional al tamaño de una emisión de bonos o al *free float* de una sociedad cotizada por lo que los inversores antes mencionados tendrán reticencias estructurales para la compra de bonos o acciones emitidas por compañías medianas o por supuesto pequeñas, que por definición tendrán un menor tamaño que las emisiones de empresas grandes.

- **Transparencia:** Junto con la liquidez, los inversores necesitan un alto grado de transparencia a la hora de tomar una decisión de inversión. Al igual que en el caso de la liquidez, hay incluso obligaciones regulatorias en el marco de la transparencia, como por ejemplo exigencias de auditorías o de ratings en los bonos o de comunicación al regulador de hechos relevantes. Las empresas medianas son en su gran mayoría empresas propiedad de una familia o de un grupo de socios particulares y generalmente no están acostumbradas a elaborar una información recurrente de alta calidad para sus inversores o incluso para sus acreedores financieros (generalmente bancos con los que la relación permite una comunicación mucho más informal y desestructurada que sería necesaria para comunicarse con un mercado abierto). De hecho, la tendencia natural de los gestores y propietarios de estas empresas es a evitar al máximo dar información a terceros de sus resultados ante el temor de que la información pueda ser hecha accesible a clientes, proveedores, accionistas minoritarios o competidores. Esta natural falta de transparencia, junto con deficiencias en el gobierno corporativo de estas empresas (tanto en la gestión operativa como en el Consejo de Administración) es algo que los inversores rechazan para invertir en una empresa y es otro de los factores limitantes a la hora de que las empresas medianas accedan a los mercados de capitales.
- **Simplicidad.** En Europa coexisten 28 regulaciones de pensiones, de lo que se desprende una muy escasa homogeneización, en especial en lo concerniente al *asset allocation* (normativas que rigen qué proporción de los fondos bajo gestión ha de invertirse en cada clase de activo), lo que genera enormes asimetrías (Brühl, Volker et al 2015). Además, los productos con pasaporte paneuropeo (UCIT) son comercializados a menudo por los bancos nacionales, de lo que resulta una excesiva atomización del universo de fondos, lo que a su vez provoca que la nacionalización del ahorro acabe invirtiendo en mercados locales, en ocasiones favoreciendo las empresas grandes sobre las pequeñas para así hacer frente a salidas en caso de requerir liquidez. Por ejemplo, en la UE existen actualmente unos 33.000 productos UCIT con un tamaño medio de 222 millones de euros, comparado con 8.000 productos equivalentes en los EEUU, con tamaño medio de 1.600 millones de dólares cada uno. Dicha fragmentación aumenta los costes y por lo tanto disminuye los retornos de los partícipes.

- **Incentivos.** Para abrir o reabrir mercados es fundamental crear el marco de incentivos adecuado para la atracción de capital (*Association for Financial Markets in Europe*, 2015). Así por ejemplo los británicos, conscientes de la necesidad de atraer capital sofisticado de calidad para impulsar el AIM crearon los *Venture Capital Trusts*, o fondos de inversión con un ángulo tecnológico especializados en la inversión en empresas medianas cotizadas en el AIM. Los franceses a su vez crearon incentivos para atraer capital institucional en el Alternext, de los que surgieron fondos especializados (FCPAs). Las facetas importantes a tener en cuenta en dichos vehículos son, a) los incentivos fiscales, pertinentes para crear dichos fondos especializados, que pueden desaparecer cuando la industria alcance magnitud, y b) el carácter cerrado de sus fondos, es decir los partícipes no pueden exigir su dinero más que en un periodo plurianual, lo que permite al gestor poder seleccionar la PYME a apoyar y acompañarla durante un tiempo relevante, así como a planificar su salida, con lo que se mitiga el problema de la liquidez. Con todo, de este capítulo se deduce la necesidad de crear un marco homogéneo y paneuropeo de incentivos para la generación de fondos especializados con capacidad de financiar empresas pequeñas y medianas a través del mercado de capitales, bien a través de bolsa o bonos. Además, para promover la inversión en infraestructuras, se requiere el desarrollo de los mercados de bonos de proyecto, algo que se podría lograr mediante un marco normativo paneuropeo que incentive la inversión en dichos activos por parte de los inversores de largo plazo (fondos de pensiones y aseguradoras de vida). Recientes cambios en la regulación del sector seguros, Solvencia II, emanado de su organismo regulador, EIOPA, para fomentar la inversión en infraestructuras reduciendo el consumo de capital de dichas inversiones van en buena dirección. Además, dichos esfuerzos se pueden amplificar si se impulsan los fondos de infraestructuras especializados en activos de largo plazo. Así, el plan Juncker contempla la creación de fondos de largo plazo (ELTIFs), que sólo, y estarían especializados en invertir en infraestructura (en su concepto más amplio, incluyendo vivienda, energía, educación, barcos...) y en préstamos y acciones de PYMEs cotizados o no. Para la reapertura de los mercados de titulaciones también es fundamental atraer capital especializado. Las titulaciones europeas han funcionado mucho mejor que las de los EEUU, en parte por la costumbre europea de obligar al cedente a retener un tramo de primera pérdida en las titulaciones generadas (lo que obligaba al generador de la titulación a vigilar dónde se originaba el crédito, algo que no ocurría en EEUU). El resultado es que un porcentaje sensiblemente inferior de titulaciones europeas entró en *distress*, comparado con las de los EEUU. Con todo, hasta ahora las reglas que rigen a dichos instrumentos es inspiran en los precedentes de los EEUU, lo que llevó a un miembro del BCE a afirmar «eso es como juzgar el riesgo de inundación en Madrid basándose en el ejemplo de Nueva Orleans». Una propuesta interesante de la EBA consiste en habilitar reglas para titulaciones «cualificadas» que poseerían normas simples, transparentes y comparables que de ser cumplidas permitirían a los inversores de dichas titulaciones (principalmente bancos y aseguradoras) unos consumos de capital menores que en las titulaciones más complejas.



Europa presenta niveles más que razonables de ahorro, por lo que no es de recibo que no sea capaz de canalizar dichos niveles hacia un mayor nivel de inversión. La UMC debería mejorar el marco detallado en esta sección para poder acometer dicha paradoja y así canalizar el ahorro de largo plazo hacia inversiones. Un mercado de capitales único sería el mejor catalizador para disfrutar de las ventajas asociadas a dicho potencial (mayor inversión, mayor empleo). Dicho mercado de capitales debería ser diseñado a partir de los dueños de sus activos, en otras palabras, los inversores (desde los institucionales para el mercado primario hasta los minoristas para el mercado secundario). Si la UMC es capaz de generar una demanda inversora de calidad, si es capaz de diseñar un marco de buena regulación, esto provocará la atracción de más capital, lo que repercutirá en un menor coste de financiación.

6.3. INFRAESTRUCTURA

Para conseguir los objetivos desarrollados en las secciones anteriores de este capítulo resulta fundamental dotar al mercado unificado de una infraestructura de calidad, que permita aunar la demanda y la oferta con las máximas garantías:

Se precisa una convergencia mínima de regímenes legales en especial de insolvencia, algo muy relevante para los mercados de bonos. Una posibilidad es crear un marco común de insolvencias, el vigésimo noveno, de carácter paneuropeo (Brühl, Volker et al, 2015). Sería bueno un marco legal que deje claro el proceso de apropiación de colaterales en caso de insolvencia, retirando las barreras nacionales.

Como hemos apuntado, sería preciso un regulador paneuropeo con normas homogéneas de cotización y *reporting*, articulado en un sistema de licencia único basado en tamaño y simplicidad. Dicho sistema también acogería la emisión de instrumentos de inversión (UCIT) verdaderamente paneuropeos, simples y eficientes en costes, para minimizar la actual nacionalización de dichos instrumentos. El supervisor podría comparar todos los instrumentos UCITs con proveedores, retornos y gastos. El supervisor también podría consolidar los datos de cotización, con los mejores indicadores de oferta, demanda y ejecución de los diferentes mercados europeos nacionales y el paneuropeo.

La participación de los creadores de mercado es clave para el éxito del mercado. Por lo tanto el mercado ha de generar la liquidez suficiente para generar análisis. Alternativamente, las firmas medianas con acciones o bonos cotizados en mercados alternativos podrían dotarse de «*corporate brokers*» (la emisión de análisis es sufragada por el emisor) para asegurarse de la emisión de análisis de calidad, tal y como sucede desde hace tiempo en el Reino Unido. El conflicto de interés es similar al que existe con un rating o una auditoría, basta publicitarlo bien y se generará un análisis clave para poder asignar decisiones de inversión.

Otra iniciativa a trabajar sería plantear un sistema contable paneuropeo para el *reporting* contable en dicho mercado unificado, quizás una versión simplificada del IFRS. Este régimen común también debería afectar a la función auditora (Véron, N. & B. Wolff, G., 2015). Asimismo, es relevante crear un marco común de liquidación, posiblemente vin-



culado a *euroclear* o bien facilitar sistemas de interconexión vía *Target 2 Securities* entre diferentes plataformas de liquidación.

Otros temas a homogeneizar serían los requisitos de información no contables a reportar y la fiscalidad de las inversiones.

CONCLUSIÓN

Como hemos visto, el desafío que presenta la UMC al compararla con los EEUU es formidable. Europa presenta enormes diferencias estructurales, culturales, de divisa, legales, económicas, fiscales y regulatorias... sin embargo se están sentando los primeros pasos para mitigar dichas diferencias (*Association for Financial Markets in Europe*, 2015) a medida que se favorece el crecimiento de la financiación por parte de los mercados de capitales y se comienzan a sentar las bases para una cierta homogeneización de los mercados de valores, antesala clave para una mayor integración.

Probablemente un mercado de capitales transparente y eficiente está asociado a elevar la cultura financiera de la población financiera (*Deutsche Börse Group*, 2015), especialmente relevante para restaurar la confianza de la población en las finanzas y en los mercados de capitales. En general, a mayor liquidez y transparencia, mayor eficiencia, y por lo tanto, menor coste de capital para emisores, aspecto clave para el éxito de la UMC.

El desafío de la UMC es evidente, ya que Europa sigue contando con un sector bancario en cierta medida sobredimensionado, con elevados colchones de capital, y con una rentabilidad de los fondos propios mediocre. Estos factores se traducen en que el apetito para prestar estructuralmente no será el que vivimos en el pasado, de ahí la necesidad de contar con una UMC potente.

Además, el éxito de la UMC, definido como un mercado capaz de nutrir de financiación a empresas europeas de distintos tamaños, contribuirá a reducir el riesgo sistémico de Europa (*Danielsson et al*, 2015), complementará la unión bancaria, fortaleciendo así la unión económica y monetaria, elemento clave para el asentamiento del mercado único (*European Central Bank*, 2015). Este éxito sólo se logrará si la regulación contempla la esencia del mercado: oferta y demanda, por lo tanto que las reglas de juego hagan a la UMC atractiva tanto para emisores como para inversores (*Bank of England*, 2015). Dicha regulación deberá contemplar mercados de renta variable, de renta fija, híbridos y nunca debería olvidar el hecho de que los mercados también atañen a los derivados, instrumentos esenciales para cubrir riesgos (*Véron, N. & B. Wolff, G.*, 2015).

Como consecuencia del periodo de consultas que la Unión Europea abrió a principios de 2015 sobre la UMC, y de las más de 700 respuestas recibidas, la Comisión anunció el pasado 30 de Septiembre de 2015 un plan de acción para impulsar la UMC (*Comisión Europea*, 2015). Las líneas maestras, muy derivadas de las ideas expuestas en las secciones anteriores, y marcando un objetivo en la fecha de 2019, son:

- a) Fomentar los mercados de capitales como forma de mejorar la diversificación de las fuentes de financiación empresariales, factor que minimizará la inesta-



- bilidad financiera provocada por una excesiva dependencia de la financiación bancaria,
- b) Eliminar barreras a la inversión transfronteriza europea,
 - c) Relanzar los mercados de titulaciones europeos, mediante una simplificación y estandarización de sus reglas y monitorización, de forma que el mercado pueda aportar un nivel de financiación adicional del rango de más de 100.000 millones de euros, de los que un 20% se podrían canalizar hacia las PYMEs.
 - d) Movilizar el ahorro de largo plazo concentrado en las aseguradoras para poder canalizar una parte hacia proyectos de infraestructuras, para esto se han tenido en cuenta los consejos de la *European Insurance Occupational Pensions Authority* (EIOPA), de forma que se pueda modificar el marco regulatorio que se aplicará al sector seguros europeo desde 2016 (Solvencia II), para facilitar la inversión de las aseguradoras en proyectos de infraestructuras, y
 - e) Abrir un periodo de consulta sobre cómo fomentar la inversión en fondos de *Venture Capital*, cómo incrementar los mercados de cédulas (en los que se percibe una excesiva fragmentación), y por último, cómo evaluar la posible existencia de inconsistencias en los regímenes legales que afectan a la regulación de los mercados de capitales europeos.

La reciente crisis ha mostrado el aterrador efecto que supone la confluencia de una crisis económica con una crisis financiera, como Hyman Minsky bien predijo hace años. Una economía excesivamente dependiente de bancos se vuelve más vulnerable, y ante la crisis económica y financiera, la limitada demanda de crédito resultante hace a la política monetaria parcialmente inútil. Si la UMC tiene éxito no sólo habremos logrado una Europa con mayor y mejor financiación.

También una Europa más segura.

BIBLIOGRAFÍA

- Allen, F., Carletti, E., Quian, J. y Valenzuela, P: *Financial Intermediation, Markets and Alternative Financial Sectors*», European University Institute, Economics Working Papers ECO2012/11, Marzo, Florencia. (2012):
- Association for Financial Markets In Europe : *An agenda for Capital Markets Union*. Noviembre <http://www.afme.eu/WorkArea/DownloadAsset.aspx?id=12155> (2014) [online]
- Banco Central Europeo. «*Building a Capital Markets Union*» – Eurosystem contribution to the European Commission’s Green Paper. Frankfurt/Main. <http://www.cicero-group.com/wp-content/uploads/2015/02/CMU-Green-Paper.pdf> (2015) [online]
- Bank of England, *A European Capital Markets Union: implications for growth and stability*. *Financial Stability Paper No. 33* febrero 2015. Londres. http://www.bankofengland.co.uk/financialstability/Documents/fpc/fspapers/fs_paper33.pdf (2015) [online]
- Berger, A.N. Y Udell, G.F: «*The Economics of Small Business Finance: The Roles of Private Equity and Debt Markets in the Financial Growth Cycle*», *Journal of Banking and Finance* n° 22, agosto, pp. 613-673, Philadelphia. (1998)



- BlackRock,. Response Green Paper – «Building a Capital Markets Union». <http://www.blackrock.com/corporate/en-gb/literature/publication/building-a-cmu-green-paper-ec-051515.pdf>. (2015). [online]
- BlackRock. The European Capital Markets Union: An Investor Perspective. <http://www.blackrock.com/corporate/en-co/literature/whitepaper/viewpoint-cmu-investor-perspective-february-2015.pdf> (2015) [online]
- Comisión Europea. Action Plan on Building a Capital Markets Union. Septiembre, Bruselas http://ec.europa.eu/finance/capital-markets-union/docs/building-cmu-action-plan_en.pdf (2015) [online]
- Danielsson, Eva Micheler, Katja Neugebauer, Andreas Uthemann, Jean-Pierre Zigrand: Europe's proposed capital markets union: Disruption will drive investment and innovation. The London School of Economics: Systematic Risk Centre. febrero Londres (2015)
- De la Torre, Ignacio y Carvajal, Jaime., La financiación de la empresa española por el mercado de capitales, *Revista de la Economía, Información comercial Español*, Núm 879, julio-agosto (2014)
- Denis, D.J. y Mihov, V.T: «The Choice among Bank Debt, Non-bank Private Debt and Public Debt: Evidence from New Corporate Borrowings», *Journal of Financial Economics* n° 70 (1), octubre, pp. 3-28, Philadelphia. (2003)
- Deutsche Borse Group .: Principles for a European Capital Markets Union – Strengthening capital markets to foster growth, *Policy Paper*. Frankfurt/Main, <http://www.mds.deutsche-boerse.com/blob/9314/d1b549f803590246a7b3ba4e5e91ecb8/policy-paper-capital-markets-union-data.pdf> (2015). [online]
- European Commission. Action Plan on Building a Capital Markets Union. Septiembre, Bruselas http://ec.europa.eu/finance/capital-markets-union/docs/building-cmu-action-plan_en.pdf (2015) [online]
- European Commission. Action Plan on Building a Capital Markets Union. Septiembre, Bruselas http://ec.europa.eu/finance/capital-markets-union/docs/building-cmu-action-plan_en.pdf (2015) [online]
- Financial Conduct Authority: The Financial Conduct Authority's response to the European Commission Green Paper: Building a Capital Markets Union. <http://www.fca.org.uk/static/documents/fca-response-european-commission-building-capital-markets-union.pdf> (2015) [online]
- G30 Working Group: «Long-term Finance and Economic Growth», The Group of Thirty, febrero, Washington D.C. (2013)
- Gozzi, J.C., Levine, R. y Schmukler, S.L: «Patterns of International Capital Raisings», *Journal of International Economics* n° 80 (1), enero, pp. 45-57, Amsterdam. (2007)
- Gozzi, J.C., Levine, R., Martínez Peria, M.S. y Schmukler, S.L.: «How Firms Use Domestic and International Corporate Bond Markets», The World Bank Development Research Group, Policy Research Working Paper 6209, Septiembre, Washington D.C. (2012)
- Greenwood, J. y Smith, B.D: «Financial Markets in Development and the Development of Financial Markets», *Journal of Economic Dynamics and Control* n° 21, Enero, pp. 145-181, Amsterdam. (1997)



- Jerring, R.J. y Chatusripitak, N: «The Case of the Missing Market: the Bond Market and why It Matters for Financial Development», The Wharton Financial Institutions Center, *Working Paper 01-08*, mayo, Philadelphia. (2000)
- Minsky, H.P: «The Financial Instability Hypothesis», The Levy Economics Institute, *Working Paper No. 74*, mayo, Nueva York. (1992):
- Roxburgh, C., Lund, S., Dobbs, R., y Manyika, J: «The Emerging Equity Gap: Growth and Stability in the New Investor Landscape», *McKinsey Global Institute*, diciembre, Nueva York. (2011)
- Schoenamker : «From Banking Union to Capital Markets Union» Duisenberg School of Finance, Abril, VU University Amsterdam (2015)
- Véron, N. & B. Wolff, G. Capital Markets Union: A Vision For The Long Term. Issue 2015/05 *Bruegel Policy Contribution*. <http://www.iie.com/publications/papers/veron20150425.pdf> (2015) [online]
- Volker Brühl, Helmut Gründl, Andreas Hackethal, Hans-Helmut Kotz, Jan Pieter Krahen and Tobias Tröger: «Comments on the EU Commission's capital markets union project», *White Paper Series*, No. 27, <http://nbn-resolving.de/urn:nbn:de:hebis:30:3-372677> (2015) [online]

ACRÓNIMOS / DEFINICIONES

AIM	Alternative Investment Bank
BCE	Banco Central Europeo
CE	Comisión Europea
EBA	European Banking Authority
EIOPA	European Insurance and Occupational Pensions Authority
ETD	Exchange traded derivatives
FCA	Financial Conduct Authority
FCPA	Foreign Corrupt Practices Act
I+D	Investigación y Desarrollo
IFRS	International Financial Reporting Standards
MAB	Mercado Alternativo Bursátil
MARF	Mercado Alternativo de Renta Fija
NIC	Normas Internacionales de Contabilidad
PER	Price Earnings Ratio
PYMES	Pequeñas y Medianas Empresas
UCIT	Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities
UE	Unión Europea
UMC	Unión del mercado de capitales
VC	Venture capital



7. ¿DE LA REFORMA DEL PACTO DE ESTABILIDAD A LA UNIÓN FISCAL?

PABLO HERNÁNDEZ DE COS Y JAVIER J. PÉREZ^{1,2}

EXECUTIVE SUMMARY

The successful progress of the European Monetary Union (EMU) calls for a tight coordination of national economic policies, most notably structural and fiscal policies. Indeed, since EMU inception the architecture of EMU established explicit coordination devices. In the particular case of budgetary policies the European Union Treaty included two basic coordination mechanisms, namely a no bail-out clause on national public debt by the other Member States, and a companion system of fiscal rules posing limits to public deficits and debt, operationalized through the Stability and Growth Pact.

The recent economic and financial crisis put the framework under significant stress, particularly since the sovereign debt crisis burst in mid-2010. The weaknesses of the framework were amplified by the absence of common crisis-resolution mechanisms and the fact that pre-crisis coordination mechanisms prevented to a very limited extent the accumulation of economic and fiscal imbalances. As a consequence, a number of bold policy actions have been taken recently to reinforce national and supranational fiscal policy institutions within EMU. First, by the end of 2011 the so-called «Six-Pack», introduced additional budgetary discipline instruments, most notably public expenditure rules and the operationalization of convergence to public debt limits. Then, the «Fiscal Compact» asked Member States to incorporate into national legislation common rules governing structural public deficit targets and corrective mechanisms to cater for deviations, while the «Two-Pack» granted the European Commission (EC) strengthened powers to monitor national budgetary policies, including coercive powers, and put forward the creation of national fiscal councils. In addition, the European Stability Mechanism, a permanent-basis crisis resolution device was established in early 2011. More recently,

¹ Pablo Hernández de Cos es actualmente Director General de Economía y Estadística y miembro de la Comisión Ejecutiva del Banco de España así como Alterno al Gobernador en el Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.

Javier J. Pérez es responsable de la Unidad de Política Fiscal del Servicio de Estudios del Banco de España.

² Las opiniones que aparecen en este artículo son responsabilidad de los autores y, por tanto, no necesariamente coinciden con las del Banco de España o las del Eurosistema.



the Five Presidents' Report sets out plan for strengthening Europe's Economic and Monetary Union as of 1 July 2015. This ambitious report covers the economic, financial, budgetary, political and social dimensions. In the particular case of steps «towards a Fiscal Union», the five Presidents propose the creation of an advisory European Fiscal Board (EFB) in the short-run, while in the longer term they propose a common macroeconomic stabilization function to make EMU more resilient to shocks, and even the consideration of a common Treasury for EMU countries. In October 2015 the EC took concrete steps to develop the proposals of the report, in particular by setting up an independent advisory EFB.

Overall, to our view, and notwithstanding the still limited evidence, the reformed fiscal rules' framework has to be assessed positively, most notably the provisions affecting public spending and debt rules, the reinforced ex-ante and ex-post coordination framework and the introduction of national fiscal authorities. Nevertheless, at the same time, the increased complexity of the system may blur transparency and accountability in its application, and despite steps towards a more automatic application, ample margins of discretion persist in the interpretation and implementation of rules by the EC. In this respect, further work is still needed to simplify the rules and make their implementation more automatic. As regards the EFB, its main challenges lies in building up its credibility as a fully independent fiscal watchdog, without a cloud of interference from, in particular, the EC.

Beyond the latter specific issues related to fiscal rules, the main challenge ahead for fiscal governance lies precisely in the distance between the current framework and a genuine Fiscal Union. Weaknesses arise from the absence of common tools to cushion adverse shocks affecting one single Member State or a group of them, particularly to face confidence-related episodes like the one witnessed during the recent sovereign debt crisis. Fiscal-financial backstops, like a common EMU budget or common debt issuance schemes are still too far from being in the pipeline. While steps to complete a genuine banking union and capital market integration are instrumental to cushion shocks within a monetary union, the development of the common macroeconomic stabilization function proposed for the medium-run remains crucial for proper risk-sharing within EMU.

7.1. INTRODUCCIÓN

El diseño original de la Unión Monetaria Europea (UEM) se efectuó sobre la base de una política monetaria única que convivía con el mantenimiento del resto de políticas económicas en manos de las autoridades nacionales. Se pensó que la exigencia de una serie de requisitos iniciales mínimos de convergencia macroeconómica a los países previa a la entrada en la UEM y la creación de unos mecanismos de coordinación de las políticas fiscales y estructurales nacionales que permitieran garantizar la estabilidad presupuestaria y favorecieran la aplicación de reformas, junto con las consecuencias beneficiosas que se derivarían de la propia creación de la moneda única, facilitarían un proceso de convergencia adicional entre las economías del área que, en último término, permitiría un funcionamiento suficientemente adecuado de la UEM.

La coordinación de las políticas económicas no presupuestarias se articuló a través de la fijación de unos objetivos de medio plazo, los denominados objetivos de Lisboa, cuya



consecución se promovía a través de la definición anual de las Orientaciones Generales de Política Económica y las Orientaciones de Empleo y la aprobación de unas recomendaciones específicas a cada uno de los Estados miembros por parte del Consejo Europeo. Estas recomendaciones trataban de promover las reformas que permitieran resolver las principales debilidades macroeconómicas de cada país, en particular aquellas que permitieran una mayor flexibilidad de los mercados de factores, productos y servicios. La coordinación de las políticas económicas se justificaba bajo el argumento de que las estructuras económicas de los países miembros seguían siendo relativamente heterogéneas y esta heterogeneidad podía dificultar la aplicación de la política monetaria única. Las recomendaciones efectuadas por el Consejo a los países miembros no eran, sin embargo, vinculantes.

En materia presupuestaria, el Tratado de la Unión Europea estableció un marco de coordinación más estrecho que se articulaba a través de dos instrumentos. En primer lugar, se descartaba la posibilidad de que la deuda pública de un Estado miembro fuera asumida por el conjunto del área, lo que se conoce como cláusula de «no rescate» (no bail-out). En segundo lugar, ante el temor de que la firma de esta cláusula no ejerciera suficientes incentivos a la disciplina fiscal, el Tratado fijó unos límites al déficit y deuda públicos de los Estados, que fueron complementados con el denominado Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC).

La crisis económica iniciada en 2007 puso de manifiesto las fragilidades de este marco institucional inicial de la UEM, que se evidenciaron de una forma más explícita con la crisis de deuda soberana en el área del euro que se inició en 2010 y que acabó desembocando en dudas sobre la continuidad del propio proceso de la UEM.

Por una parte, el mecanismo de coordinación de políticas económicas mencionado no permitió impulsar de manera efectiva las reformas estructurales que se consideraban necesarias. Los objetivos marcados en la Agenda de Lisboa estuvieron lejos de alcanzarse y no se evitó que se acumulasen desequilibrios y divergencias macroeconómicos entre los países tanto en materia de competitividad como de crecimiento excesivo del crédito y del endeudamiento. Tras la creación de la UEM, y en ausencia de políticas de oferta adecuadas, persistieron importantes diferenciales de inflación entre los países miembros que, en presencia de un tipo de interés nominal único, generó tipos de interés reales significativamente más reducidos en los países con mayores tasas de inflación, que impulsaron un mayor crecimiento de su demanda interna así como del crédito y de los activos inmobiliarios. Esa ausencia de reformas provocó también que en esos países la dinámica de los salarios y la productividad generaran pérdidas adicionales de competitividad. Además, el canal de ajuste derivado de la apreciación del tipo de cambio real funcionó de una forma muy lenta, provocando la aparición de crecientes y abultados déficits por cuenta corriente que fueron financiados sin restricciones, en un contexto de abundancia global de liquidez y de condiciones de financiación muy laxas, con mercados financieros que no discriminaban en función de los diferentes riesgos existentes entre países, provocando incrementos muy elevados del endeudamiento de familias y empresas. La ausencia de mecanismos de supervisión adecuados que interrelacionaran estos desarrollos macroeconómicos con los del sistema financiero impidieron también que se percibieran por parte de las autoridades los desequilibrios que se iban acumulando en estos últimos.



Por otra parte, el PEC no fue capaz de promover un saneamiento sostenido de las cuentas públicas durante la fase de expansión ni de evitar un empeoramiento sin precedentes de las posiciones fiscales de la mayoría de los países europeos durante la crisis. A pesar de la falta de ambición en la consecución de los objetivos presupuestarios marcados por el PEC, en la mayor parte de los casos esto no se tradujo en la utilización de los mecanismos previstos en el PEC (alertas tempranas, recomendaciones de la Comisión Europea, CE a partir de ahora, o sanciones). La falta de cumplimiento del PEC fue acompañada, además, de una diferenciación mínima en los mercados financieros en lo que respecta a los tipos de interés de la deuda soberana de los países de la zona del euro, lo que se tradujo en una débil disciplina ejercida por los mercados financieros.

Con este punto de partida, el impacto de la crisis económica iniciada en 2007 produjo un deterioro muy significativo de la situación macroeconómica y presupuestaria de la mayoría de los países europeos que en los que habían acumulado mayores desequilibrios empezó a percibirse como insostenible, con una reacción, ahora sí, de los mercados financieros muy virulenta.

Por su parte, la ausencia en el diseño inicial de la UEM de mecanismos de gestión de crisis no permitió una gestión adecuada de los primeros episodios de la crisis que, en un contexto de elevada integración financiera entre los países del área del euro, favoreció la percepción de los mercados sobre las posibilidades de contagio entre las economías e incluso sobre la propia continuidad del proyecto de unión monetaria. Además, el hecho de que la supervisión y la regulación del sistema financiero se mantuvieran también dentro del ámbito nacional, obligó a que fuera cada Gobierno individualmente el que se tuviera que hacer cargo del saneamiento de sus instituciones financieras, a pesar de que estas desarrollan su actividad globalmente. Esto, junto con las dudas existentes sobre la capacidad de crecimiento de las economías y la presencia de un elevado endeudamiento público y privado, generó un círculo vicioso entre los riesgos soberanos y bancarios, que se extendió al conjunto de la unión.

En este contexto, no puede extrañar que la respuesta de política económica a la crisis de deuda soberana en el área del euro haya priorizado una revisión del marco de gobernanza económica de la UE, que ha incluido un reforzamiento del marco de coordinación de las políticas económicas, con el diseño de un nuevo mecanismo para la vigilancia de los desequilibrios macroeconómicos y de la evolución de la competitividad (procedimiento de desequilibrios excesivos).

En materia presupuestaria las modificaciones se articularon a través de la aprobación, en primer lugar, de un paquete legislativo a finales de 2011, denominado «paquete de seis medidas» («Six-Pack»), de las que cuatro fueron para reforzar la disciplina presupuestaria. Con posterioridad, se firmó el Tratado de Estabilidad, Convergencia y Gobernanza, el denominado «Fiscal Compact», que en esencia obliga a trasladar a los marcos jurídicos nacionales el compromiso de equilibrio presupuestario a lo largo del ciclo y a introducir un mecanismo automático de corrección de las posibles desviaciones. Finalmente, dos regulaciones de la CE («Two Pack»), otorgaron a la CE capacidad para emitir una opinión sobre los presupuestos nacionales antes de que estos se aprueben en el Parlamento y recomiendan el establecimiento de consejos nacionales independientes, e introdujeron un procedimiento de supervisión reforzada para los países que hayan soli-



citado asistencia financiera o que presenten inestabilidades que puedan poner en riesgo la estabilidad financiera del área.

Con el objetivo de reforzar la coordinación *ex ante* de estas políticas, se ha introducido el «Semestre Europeo», que tiene por objeto verificar la aplicación de la disciplina presupuestaria y del resto de políticas económicas de los Estados miembros. A lo largo de los primeros seis meses de cada año, los Estados miembros deben coordinar sus Planes Nacionales de Estabilidad o de Convergencia, así como los Presupuestos Nacionales y los Programas Nacionales de Reforma, que serán juzgados por el Consejo Europeo y aprobados en la segunda mitad del año por los parlamentos nacionales.

Por otro lado, se aceptó que era necesario articular mecanismos de gestión de crisis, dado que es razonable pensar que los mecanismos de coordinación diseñados para tiempos normales pueden no ser suficientes para afrontar crisis de magnitud muy significativa, como la observada en los últimos años en el área del euro. En particular, tras el caso Griego, se identificó la necesidad de disponer de un instrumento permanente, con reglas definidas de actuación que permitieran evitar el contagio de la situación de crisis de una economía a otras economías o al área del euro en su conjunto. Así, en marzo de 2011 se aprobó la creación del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE), un mecanismo permanente de resolución de crisis financieras en los países de la zona del euro, que está plenamente operativo desde julio de 2013, y cuyo fin esencial es precisamente canalizar la asistencia financiera a los países del área que la requieran, sujeta a una estricta condicionalidad.

Asimismo, se acordó la reforma del marco de supervisión financiera en la Unión Europea, con la creación de autoridades supervisoras sectoriales y de la Junta Europea de Riesgo Sistémico, como nuevo órgano encargado de la supervisión macroprudencial, que tiene como objetivo principal examinar el sistema financiero en su conjunto, para que sus actuaciones no desemboquen en riesgos de carácter sistémico.

Finalmente, tras las tensiones vividas a lo largo de 2012, se hicieron evidentes las vulnerabilidades, que pueden degenerar en graves crisis bancarias, que generan la coexistencia de una política monetaria única con unos sistemas financieros en los que la responsabilidad última de supervisión y resolución de entidades recae en los Gobiernos nacionales. En este contexto, la capacidad de estos Gobiernos de garantizar la estabilidad financiera se encuentra limitada por la posibilidad de que surja una dinámica perversa de realimentación entre riesgo bancario y soberano y de afrontar las implicaciones sistémicas de entidades con fuertes vínculos transfronterizos. Para evitar estas limitaciones, a finales de junio de 2012, los jefes de Estado y de Gobierno del área acordaron avanzar en una Unión Bancaria, que implica el traslado de buena parte de las responsabilidades de supervisión de las entidades de crédito y de gestión de crisis bancarias a instituciones comunitarias. Esta Unión contará con un mecanismo único de supervisión, un mecanismo de gestión y resolución de entidades en crisis y, finalmente, un fondo común de garantía de depósitos.

Con todo, las dudas en la toma de decisiones relativas a este proceso no evitaron, sin embargo, que se produjeran en diversos momentos tensiones en los mercados muy elevadas, cuyos efectos solo pudieron paliarse por la actuación del Banco Central Europeo (BCE) a través de, entre otros instrumentos, la provisión generosa de liquidez, la amplia-



ción del colateral aceptado en las operaciones de préstamo, la extensión del horizonte de sus operaciones a largo plazo, y, más recientemente, el denominado programas de compras de activos.

En este contexto, el 1 de julio de 2015 se presentó el denominado Informe de los Cinco Presidentes, que, más allá de las modificaciones anteriores, planteaba la necesidad de avanzar hacia una unión monetaria más completa. El Informe propone articular este proceso en varias etapas. En una primera fase, que debería finalizar en junio de 2017, el objetivo que se marca es el de fomentar la convergencia estructural de los países de la UEM y mejorar la coordinación de sus políticas económicas, avanzando de manera paralela hacia la culminación de la unión bancaria. En la segunda fase, que se extendería hasta el 2025, se pretende avanzar hacia una unión fiscal, con el desarrollo de mecanismos fiscales que permitan un mayor grado de mutualización de riesgos.

Más recientemente, en octubre de 2015, la CE ha aprobado un paquete de medidas de seguimiento del Informe de los Cinco Presidentes. En concreto, como desarrollo de la primera de las etapas mencionadas, la propuesta de la CE cubre cinco áreas: (1) la mejora del denominado «Semestre Europeo»; (2) la creación de un Consejo Fiscal Europeo; (3) la recomendación de la creación de Consejos Nacionales de Competitividad en los países miembros; (4) nuevos avances en la unión bancaria que consistirá en la creación de un esquema europeo de seguros de garantía de depósitos; (5) una hoja de ruta para la creación de una representación unificada del área del euro en algunos foros internacionales. Además, la CE anuncia el establecimiento a mediados de 2016 de un grupo de expertos que estudie aspectos legales, políticos y económicos referidos a la segunda etapa y las condiciones necesarias para la transición a dicha etapa.

En este artículo se describen estas últimas iniciativas para una mayor integración europea, limitándose exclusivamente a las de carácter presupuestario, y se efectúa una primera valoración de las mismas.

7.2. LOS ANTECEDENTES: LA REFORMA DEL MARCO DE REGLAS PRESUPUESTARIAS EN LA UE DURANTE LA CRISIS

Como se señaló en la introducción, el marco de reglas fiscales europeo se encuentra definido por el contenido del Tratado constitutivo de la Unión Europea y del PEC. Esta coordinación de la política fiscal de los países miembros se articuló esencialmente a través de dos instrumentos.

En primer lugar, se descartaba la posibilidad de que la deuda pública de un Estado miembro fuera asumida por el conjunto del área, lo que se conoce como cláusula de no *bail-out*. Con esta cláusula se pretendía evitar que se generaran incentivos a la aplicación de políticas presupuestarias insostenibles en los países miembros. Estos incentivos perversos surgirían del hecho de que en ausencia de esta norma los Gobiernos nacionales podrían pensar que en último término siempre sería menos costoso para el resto de socios de la unión monetaria acudir al rescate del país en riesgo de quiebra que permitir que esta se produjera y extendiera su contagio, altamente probable en un contexto de moneda única, al resto de socios de la unión. Esta cláusula permitía además que los mer-



cados financieros siguieran jugando un papel disciplinador a través de la exigencia de primas de riesgo distintas a los países dependiendo de los riesgos de inestabilidad de cada economía nacional.

En segundo lugar, el Tratado fijó unos límites al déficit y deuda públicos de los Estados, que fueron complementados con el PEC. Bajo el supuesto de que los mercados financieros no funcionan siempre de manera eficiente y por tanto no podrían actuar como elemento disuasorio de las políticas fiscales inadecuadas y que la cláusula de no *bail-out* podía no ser completamente creíble, se entendió necesario establecer controles fiscales a los Estados miembros que obligaran a internalizar el efecto de sus decisiones sobre el conjunto de la unión. De acuerdo con la experiencia observada en distintos países desarrollados, el establecimiento de estos límites (reglas fiscales) se justificaba por la necesidad de evitar el sesgo a la generación de déficit públicos que podían derivar en situaciones de insostenibilidad fiscal que, en el contexto de una unión monetaria, podían tener repercusiones negativas sobre el resto de socios y generar tensiones sobre el conjunto de la unión.

Asimismo, el PEC establece un marco de coordinación de la política presupuestaria que consta de unos límites cuantitativos al déficit y deuda públicos que los países miembros no pueden superar, un mecanismo de supervisión y control del cumplimiento (lo que se conoce como vertiente preventiva del PEC) y un procedimiento para que los países corrijan las desviaciones respecto a esos límites en caso de que se produzcan (vertiente correctiva del PEC).

Diversas razones pueden explicar la falta de efectividad del PEC en la época previa a la crisis. En primer lugar, en su vertiente preventiva, a pesar de la utilización del déficit estructural como variable determinantes de la regla fiscal, se infraestimó el efecto positivo del ciclo económico sobre las finanzas públicas, que permitió un crecimiento excesivo del gasto en la fase de expansión y resultó en una caída muy significativa de los ingresos en el período de crisis, convirtiendo rápidamente situaciones de déficit reducidos o incluso de superávit en posiciones deficitarias muy abultadas.

Por otra parte, a pesar de que la deuda pública es una variable clave para medir la sostenibilidad de las finanzas públicas, el límite a la misma establecido en el PEC fue en gran medida ignorado en la década previa a la crisis económica, como consecuencia, en parte, de la ausencia de criterios cuantitativos claros para la evaluación del ritmo al que debía reducirse.

Asimismo, los instrumentos disponibles para presionar a los países que incumplían con las obligaciones del PEC prácticamente no se utilizaron en la práctica. Esto es el resultado de que se encontraban definidos de una manera muy laxa, que permitía un elevado grado de discrecionalidad en su aplicación al Consejo y la CE y que contaban con una falta absoluta de automaticidad y con plazos muy largos.

Se percibió también una cierta asimetría entre la normativa del PEC y el marco presupuestario nacional. En muchos países, este último no recogía las obligaciones de aquel, lo que redujo su eficacia y, además, en algunos casos resultó en una falta de coordinación entre ambos que llevaba a que las recomendaciones del Consejo y la CE llegaran cuando los presupuestos de los países ya estaban aprobados por sus Parlamentos.



Finalmente, aparecieron también problemas en algunos países sobre la calidad de sus estadísticas, que dificultaron la labor de supervisión de las autoridades europeas.

La reforma del PEC aprobada pretende precisamente hacer frente a estas debilidades. La reforma refuerza el brazo preventivo del Pacto, con el establecimiento de un límite al gasto público, cuyo crecimiento no podrá superar el crecimiento del PIB a medio plazo, y la introducción de una mayor coordinación en los procesos presupuestarios de los países, que contarán además con una evaluación ex ante de la CE. Además, en el brazo correctivo, se concede una mayor relevancia al criterio de la deuda a lo largo de todo el proceso de supervisión fiscal, y se concede a la CE mayor capacidad de requerir información 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 obliga a la reforma de los marcos fiscales nacionales, que deben trasladar a legislación nacional las obligaciones adquiridas a nivel europeo, incluida la necesidad de contar con un mecanismo de corrección automático en caso de desviaciones, el establecimiento de programas presupuestarios plurianuales y la mejora de la calidad y la disponibilidad de las estadísticas fiscales. Finalmente, debe destacarse que el nuevo marco de gobernanza fiscal introduce un nuevo actor en el proceso presupuestario de los países miembros, las autoridades fiscales independientes, que deben llevar a cabo evaluaciones públicas en relación con la implementación de las reglas presupuestarias nacionales, incluidas las proyecciones macroeconómicas que sirven de base a los proyecciones fiscales, evaluaciones que deberán ser atendidas (o explicar la razón de la discrepancia) por los Estados miembros.

7.3. EL INFORME DE LOS CINCO PRESIDENTES Y LA UNIÓN FISCAL

La efectividad que pueda haber tenido el nuevo marco reforzado de reglas no resulta fácil de evaluar, en la medida en que se dispone de pocos años de experiencia. Existe, en todo caso, una valoración general de que se precisan pasos de mayor calado para avanzar hacia una UEM más completa y genuina. En este contexto se ubica el reciente «Informe de los Cinco Presidentes» y la comunicación de la CE de octubre de 2015 sobre medidas destinadas a realizar la Unión Económica y Monetaria.

En junio de 2015, el presidente de la CE, en estrecha cooperación con los presidentes del Consejo Europeo, del Eurogrupo, del Banco Central Europeo y del Parlamento Europeo, presentó un informe relativo a una hoja de ruta que conduzca a la plena realización de la UEM. El Informe destaca que resulta necesario avanzar en cuatro frentes en paralelo. En primer lugar, en la convergencia en la estructura de las economías de los Estados miembros (Unión Económica). En segundo lugar, hacia una Unión Financiera que limite los riesgos sobre la estabilidad financiera y aumentando el reparto de riesgos con el sector privado. En tercer lugar, hacia una Unión Presupuestaria, que proporcione sostenibilidad y estabilización presupuestaria. Y, por último, hacia una Unión Política, que legitime democráticamente estas tres uniones. Además, establecen un calendario de implementación del informe, con tres etapas que definen pasos en el corto plazo (hasta 2017) y en el medio y largo plazo (con 2025 como fecha objetivo para el pleno desarrollo de las medidas propuestas en el Informe).



En el caso particular de la «Unión Presupuestaria» el informe establece una hoja de ruta concreta. A corto plazo, en una primera etapa (del 1 de julio al 30 de junio de 2017), además de lograr y mantener unas políticas presupuestarias responsables a nivel nacional y de la UEM mediante la aplicación plena de las reglas ya existentes, los cinco presidentes proponen la creación de un Consejo Fiscal Europeo consultivo, que se encargaría de coordinar y complementar los consejos fiscales nacionales ya existentes. Este Consejo proporcionaría un análisis independiente, a nivel europeo, del cumplimiento de los objetivos presupuestarios nacionales en el marco de gobernanza fiscal de la UE. A medio y largo plazo (segunda etapa), abogan por el establecimiento de una «función común de estabilización macroeconómica», para hacer frente a las perturbaciones económicas comunes y/o idiosincrásicas de los países, más allá de la respuesta que proporcionan los estabilizadores automáticos nacionales. Como ejemplo de esta función de estabilización el Informe proporciona el ejemplo del «Fondo Europeo para Inversiones Estratégicas», y establece algunos principios rectores, a saber, que no de lugar a transferencias permanentes entre países o a transferencias en una sola dirección únicamente, que no mine los incentivos para la conducción de políticas fiscales nacionales saneadas, que sea coherente con el marco presupuestario general de la UE, y que no sea un instrumento de gestión de crisis sino de prevención de las mismas.

En el ámbito de la Unión Política se plantea la creación de un Tesoro del área del euro, que iría asumiendo progresivamente la responsabilidad sobre diferentes aspectos de la política fiscal, para los cuales la toma de decisiones pasaría a tener un carácter conjunto y compartido.

La reciente Comunicación de la CE sobre «Medidas destinadas a realizar la Unión Económica y Monetaria» (21 de octubre de 2015), incluye propuestas concretas para el desarrollo de la primera etapa del Informe de los Cinco Presidentes.

En el ámbito presupuestario, en primer lugar, la CE recomienda supervisar y analizar detenidamente la situación fiscal, económica y social agregada de la UEM en su conjunto, en el marco del Semestre Europeo, y considerar este análisis en la formulación de las políticas nacionales. En concreto, la CE aboga por un debate específico del Eurogrupo sobre la política fiscal de la zona del euro en su conjunto, en el contexto de su evaluación de los proyectos de planes presupuestarios. En concreto, este análisis del área en su conjunto, incluyendo el tono de la política fiscal, se plantearía en el denominado informe anual de crecimiento, que se presenta anualmente en noviembre.

En segundo lugar, en el ámbito de la gobernanza de la política fiscal, propone dos líneas de actuación. Por una parte, la CE tiene la intención de mejorar la transparencia y reducir la complejidad en la aplicación del marco actual de reglas fiscales. En este ámbito sólo se proporcionan algunas directrices de carácter muy general.

Por otra parte, la CE apoya el establecimiento de un Consejo Fiscal Europeo (CFE) de carácter consultivo y, de hecho, toma la decisión de establecerlo con fecha 1 de noviembre de 2015. El CFE que establece la CE deberá evaluar la aplicación del marco fiscal de la UE, en particular en lo que respecta a la coherencia horizontal de las decisiones y la ejecución de la supervisión presupuestaria, los casos de incumplimiento especialmente grave de las normas, y la adecuación de la política fiscal a nivel nacional y de la UEM, y emitir recomendaciones. El CFE también deberá contribuir a un debate más



informado, que incluya consideraciones de políticas concretas, sobre las implicaciones globales de las políticas presupuestarias en la UEM y a nivel nacional, a fin de lograr una política fiscal adecuada para la zona del euro, aconsejando sobre la adecuación del tono de la política fiscal tanto a nivel del área del euro, como a nivel nacional. El CFE cooperará también con los consejos fiscales nacionales, con el fin de intercambiar las mejores prácticas y facilitar acuerdos comunes. Finalmente, evaluará posibles vías de reforma del marco fiscal de la Unión y efectuará labores de asesoramiento ad hoc a petición del Presidente de la Comisión Europea.

Según la Decisión de la CE, el CFE estará compuesto por un Presidente³ y otros cuatro miembros, todos expertos de renombre con competencia y experiencia contrastadas en el ámbito de la macroeconomía y la formulación práctica de políticas presupuestarias, que serán nombrados por un período de tres años (renovable una vez) y que tendrán estatus de «Asesores Especiales» de la CE. El Presidente y uno de sus miembros serán designados directamente por la CE a propuesta del Presidente de la CE, tras consultar con el vicepresidente responsable del Euro y el Diálogo Social con el Comisario de Asuntos Económicos y Financieros, ambos de la CE. Los tres miembros restantes también serán nombrados por la CE, a propuesta de su Presidente, pero tras consultar éste a los consejos fiscales nacionales, el Banco Central Europeo y el Grupo de Trabajo del Eurogrupo.

Los miembros del CFE serán nombrados por un periodo de tres años ampliable a uno más. Los gastos de viaje y dietas incurridos por el Presidente y los miembros serán reembolsados por la CE. Asimismo, el CFE contará con una Secretaría General, con el personal necesario, que tendrá por director al actual «Analista Económico Jefe» de la CE (establecido por la Decisión C (2015) 2665). La secretaría será responsable de ayudar en el proceso de toma de decisiones del CFE, proporcionar apoyo analítico, estadístico, administrativo y logístico y garantizar la cooperación con los consejos fiscales nacionales.

El CFE es formalmente independiente, aunque dependerá funcionalmente de la CE. En el ejercicio de sus funciones los miembros del CFE actuarán con independencia y no aceptarán instrucciones de otras instituciones de la Unión ni de los gobiernos de los Estados miembros. Deberán revelar cualquier posible conflicto de opiniones y comunicará públicamente el desempeño de las tareas encomendadas.

El CFE podrá adoptar sus consejos solo cuando al menos tres miembros, incluyendo al Presidente, estén presentes y procurará llegar a consensos siempre que sea posible. Si no hay consenso se decidirá por mayoría simple de los miembros presentes incluyendo al Presidente sin contarse la abstención como un voto. En caso de empate, el Presidente tendrá voto de calidad. Los consejos y evaluaciones del CFE se harán públicos y la CE deberá tener en cuenta el asesoramiento del CFE.

³ El Presidente será responsable de supervisar la ejecución de las tareas encomendadas al CFE y garantizar su buen funcionamiento. Convocará y presidirá las reuniones del CFE.



7.4. VALORACIÓN PRELIMINAR

La necesidad de disponer de un marco más adecuado de reglas y de coordinación de las políticas fiscales que garantizara la sostenibilidad de las políticas fiscales de los países de la UE, y en particular de la UEM, justificaba una revisión sustancial del marco legal existente antes de la crisis económica y financiera. En este sentido, la dirección de las reformas aprobadas encuentra su base en la literatura económica más reciente que enfatiza que es el diseño y no solo la mera existencia de las reglas fiscales la 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 los objetivos.

La reforma incorporó indudables mejoras en relación con la situación previa, como son, en particular, la fijación de un límite al gasto público. De hecho, las experiencias de algunos países de nuestro entorno muestran que los marcos fiscales más exitosos son aquellos que combinan una regla de déficit público con límites explícitos al gasto público. Una valoración positiva merece también la evaluación ex ante de los presupuestos nacionales que efectúa ahora la CE, que, aplicada con rigor, podría ayudar a prevenir desviaciones en el momento inicial de elaboración de los presupuestos. La mayor relevancia otorgada al criterio de la deuda a lo largo de todo el proceso de supervisión fiscal se justifica también porque esta es la variable relevante para la sostenibilidad fiscal. En cuanto al sistema de sanciones, su aplicación más temprana y automática debería redundar en comportamientos más disciplinados ex ante de las autoridades fiscales nacionales. En cuanto a las autoridades fiscales independientes, su creación se ha mostrado útil en otros países para mejorar el grado de implementación de las reglas fiscales, aunque para ello es necesario que estas sean verdaderamente independientes.

Sin embargo, no pueden obviarse algunas debilidades potenciales 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 sus resultados dependerán de si se utiliza este margen con laxitud tanto por el Consejo como por la CE, que ha visto reforzada su posición. En tercer lugar, en cuanto al desarrollo de los marcos presupuestarios, incluida la creación de las autoridades independientes, las directrices a veces son vagas por lo que, de nuevo, el grado de discrecionalidad en su transposición por parte de los países es elevado. Su efectividad dependerá, por tanto, de una aplicación estricta, en este caso por parte de las autoridades nacionales.

En definitiva, aunque la poca experiencia con el funcionamiento de los nuevos instrumentos legales limita la posibilidad de sacar conclusiones definitivas en relación con su capacidad para prevenir y corregir los desequilibrios presupuestarios, así como para valorar sus efectos sobre el crecimiento y la convergencia económica, sería necesario mejorar la claridad y reducir la complejidad del marco actual. Estas mejoras no deberían ceñirse exclusivamente a una mayor transparencia en la interpretación y aplicación de las reglas por parte de los actores relevantes, sino que debería acometerse una aproximación algo más ambiciosa que permita reforzar la credibilidad de las mismas y reducir



la incertidumbre, en particular dotando de mayor automatismo su aplicación, sobre la base de indicadores presupuestarios fiables y objetivos, frente a la aplicación excesivamente discrecional actual. Además, podría considerarse una simplificación global del marco de reglas actual, dadas las dificultades operativas que plantea la existencia de un marco tan complejo de reglas europeas y nacionales. El Informe de los cinco Presidentes y las propuestas de concreción del mismo por parte de la CE deberían dirigirse en esta dirección.

Por otra parte, en relación con la creación del CFE, este es, sin duda, un paso importante en el camino para completar el marco de gobernanza europeo, en particular porque podría permitir reforzar el papel de la CE en la aplicación del marco de reglas fiscales, rebajando la presión política a que esta se ve, en ocasiones, sometida. No obstante, la creación del CFE plantea también retos significativos. En primer lugar, en la medida en que es un órgano consultivo de la CE, deberá perfilarse adecuadamente cuál es el papel de sus recomendaciones, en particular en el caso de que no se encuentren totalmente en línea con la opinión de la CE. Esta cuestión ya se ha planteado con el funcionamiento de los consejos fiscales nacionales, en la medida en que debe precisarse si sus recomendaciones deberían ser tenidas en cuenta por los gobiernos de manera obligatoria o sólo orientativa. En segundo lugar, el CFE deberá forjarse una reputación de independencia contrastada desde el principio, dada su dependencia formal y presupuestaria con respecto a la CE, así como el hecho de que será la CE la encargada del nombramiento de los expertos, por mandatos inferiores a la duración de una legislatura estándar. Con carácter más general, queda pendiente de definir la articulación de esta nueva institución con los consejos fiscales nacionales.

En todo caso, la mayor limitación de la nueva gobernanza fiscal reside en el hecho de que esta 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 unos pocos países ni con emisiones conjuntas de deuda compartida que ayude a mitigar la vulnerabilidad de las emisiones individuales ante procesos de pérdida de confianza como los experimentados a lo largo de la crisis.

En efecto, de acuerdo con la evidencia disponible para Estados Unidos y otros Estados federales, una buena parte de las perturbaciones en las uniones monetarias se ven amortiguadas por los mercados de capitales y los mercados de crédito también desempeñan un papel relevante como canal de diversificación del riesgo. Por su parte, el impacto de las transferencias fiscales tiende a ser también significativo aunque más moderado.

En el caso de los países de la zona del euro, sin embargo, esa misma evidencia muestra que el canal crediticio ha constituido la única vía para amortiguar perturbaciones entre los países, si bien este canal habría perdido potencia en una situación de pérdida de confianza, como la vivida durante la crisis. Algunos trabajos sugieren también un incremento del papel de los mercados de capital, a lo que habría contribuido una mayor integración financiera. En todo caso, el resultado es que en la UEM el porcentaje de riesgo que no se comparte o mutualiza es mucho más elevado que en otras uniones monetarias, lo que se debería, en parte, a la ausencia de transferencias fiscales. El desarrollo



de una unión bancaria completa, con instrumentos de gestión de crisis que eviten la fragmentación de los mercados financieros y favorezcan avances en la integración de los mercados de capital, constituye un elemento esencial para la estabilidad del proyecto europeo. Pero también sería deseable aumentar la potencia del canal fiscal. En este contexto, la puesta en marcha de una función de estabilización macroeconómica que sugiere el Informe de los Cinco Presidentes debe valorarse positivamente.

Queda ahora pendiente la concreción de esta función estabilizadora. Diversas opciones se han planteado en la literatura, como, por ejemplo, la creación de un tramo del seguro de desempleo financiado con el presupuesto europeo o de un sistema de transferencias vinculadas a las desviaciones del producto respecto a su nivel potencial. Su financiación podría realizarse mediante aportaciones directas de los Gobiernos o con fondos procedentes de impuestos específicos. Un paso más avanzado en el terreno de la unión fiscal es la emisión conjunta de algún tipo de deuda compartida que ayude 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 sentido, a medio plazo se ha contemplado la posibilidad de emisión conjunta de instrumentos de deuda de corto plazo, de manera limitada y sometida a condicionalidad estricta. Más a largo plazo, la CE y el Consejo han considerado la introducción de eurobonos, aunque esta iniciativa plantea un fuerte rechazo en algunos países, por el riesgo de debilitamiento de los incentivos a establecer políticas fiscales disciplinadas que podría conllevar.

En definitiva, afrontar una unión fiscal verdadera exigirá resolver las dudas que surgen en relación con los efectos que se derivarían de una decisión de compartir riesgos de una forma expresa en el seno de la Unión Monetaria sobre el debilitamiento de los incentivos a llevar a cabo políticas fiscales disciplinadas, lo que podría resolverse con la introducción de nuevos elementos de disciplina o incluso la posibilidad de pérdida de soberanía de los países en casos extremos.

BIBLIOGRAFÍA

- Caballero, J. C., P. García Perea y E. Gordo (2011). «La reforma de la gobernanza económica en la UEM», *Boletín Económico*, enero, Banco de España.
- Comisión Europea (2015), «Medidas destinadas a realizar la Unión Económica y Monetaria», Comunicación de la Comisión Europea al Parlamento Europeo, al Consejo y al Banco Central Europeo, octubre. Comisión Europea, Bruselas.
- Gordo, E., P. Hernández de Cos y J. J. Pérez (2015). «Instituciones fiscales independientes en España y en la UEM», *Boletín Económico*, febrero, Banco de España.
- Hernández de Cos, P. (2011). «La reforma del marco fiscal en España», *Boletín Económico*, septiembre, Banco de España.
- Hernández de Cos, P. (2014). «El nuevo marco de gobernanza fiscal europeo». *Papeles de Economía Española*, nº 141.
- Hernández de Cos, P. y J. J. Pérez (2014). «Reglas fiscales, disciplina presupuestaria y corresponsabilidad fiscal», *Papeles de Economía Española*, nº 143.



- Hernández de Cos, P. y J. J. Pérez (2013). «La nueva Ley de Estabilidad Presupuestaria», Boletín Económico, abril, Banco de España.
- Juncker, J.-C., D. Tusk, J. Dijsselbloem, M. Draghi y M. Schulz (2015). «Realizar la Unión Económica y Monetaria europea», junio, Comisión Europea, Bruselas.



8. EL PLAN DE INVERSIONES PARA EUROPA Y EL BANCO EUROPEO DE INVERSIONES

ROMÁN ESCOLANO*

EXECUTIVE SUMMARY

Europe's competitiveness and long-term, sustainable growth potential suffer from underinvestment in important areas. There is an increasing innovation gap that makes Europe's position in a globalized world even more challenging. With the Investment Plan for Europe (or so-called «Juncker Plan») we now have an instrument in place to address this investment gap. The Investment Plan for Europe is a key EU-level policy tool, designed to give a firm push to competitiveness-enhancing strategic investment. The objective is to mobilise additional investments for an amount of EUR 315 billion. The key vehicle for the Juncker Plan is the new European Fund for Strategic Investments (EFSI). EFSI, a managed account by the EIB Group with a total amount of EUR 21 billion, is expected to mobilise investments in Europe for EUR 315bn. However, the EIB activities cannot substitute the fundamental precondition of having the Member States implement reforms for achieving an investment friendly regulatory framework.

El déficit de inversión en Europa, la fragmentación de los mercados financieros y las trabas institucionales y regulatorias a la actividad empresarial constituyen serias barreras a la competitividad europea y al crecimiento a largo plazo de la UE. Los años de crisis transcurridos desde 2007 han pasado factura a la formación bruta de capital y han minado la confianza de los actores económicos. La incertidumbre generada por la crisis del euro, las inevitables restricciones presupuestarias de los países de la UE y la falta de fluidez del crédito bancario a las empresas han sido factores determinantes durante este prolongado período de baja inversión.

En un estudio denominado «**Restablecer la Competitividad de Europa**»¹ el Banco Europeo de Inversiones (BEI) ha analizado las necesidades de inversión en Europa hasta

* Vicepresidente del Banco Europeo de Inversiones.

¹ «*Restoring EU competitiveness*», Banco Europeo de Inversiones, febrero de 2015.



el año 2020 para hacer frente a deficiencias estructurales. En dicho estudio se concluye lo siguiente:

- En materia de *energía y eficiencia energética*, se estima una necesidad de inversión de unos 100.000 millones de euros adicionales al año.
- En cuanto a la *infraestructura de transporte europea*, serían necesarios otros 50.000 millones de euros adicionales al año hasta 2020. Esta cifra incluye sobre todo las necesidades de inversión en expansión de transporte intermodal y movilidad sostenible en ciudades.
- Respecto a la expansión de las *redes de banda ancha* y los centros de datos, la inversión suplementaria sería de unos 55.000 millones de euros anuales.
- Para mejorar los *sistemas de agua y saneamiento* de Europa, incluida la protección ante inundaciones, se calcula que la inversión adicional necesaria rondaría los 90.000 millones de euros.

Estas cifras representan una muestra de la dimensión del déficit de inversión en Europa. De no reducirse dicho déficit pondrá ciertamente en peligro nuestra competitividad como uno de los principales espacios económicos globales.

Pero a esta necesidad de inversión en infraestructuras se añade también un creciente déficit de innovación que compromete aún más la posición de Europa en nuestro mundo globalizado. La **inversión en investigación y desarrollo** en la UE, actualmente a niveles del 2% del PIB, se encuentra 1 punto porcentual por debajo del objetivo del 3% del PIB fijado en el Consejo Europeo de Barcelona en 2002. Y no solo eso: también está por debajo de los niveles alcanzados por nuestros principales competidores en los mercados tecnológicos y de innovación: Estados Unidos, Japón, Corea o Israel.

Si se quiere alcanzar el objetivo del 3% del PIB dedicado a investigación y desarrollo, el BEI estima que se debería invertir 130.000 millones más al año. Por dar otra medida que evidencie esta necesidad de inversión, es de reseñar que el número de solicitudes de patentes por ciudadano de la UE es un 30% inferior al de Estados Unidos.

Por otro lado, el tráfico de datos en la UE (comunicaciones, Internet, vídeo) se ha quintuplicado desde 2008 hasta hoy, y las necesidades de comunicación digital siguen creciendo exponencialmente. Si no logramos facilitar una infraestructura digital adecuada para asumir este rápido crecimiento, Europa se seguirá quedando gradualmente atrás en términos de competencia tecnológica mundial.

Por todas estas razones, el presidente de la Comisión Europea, Jean-Claude Juncker, incluyó la necesidad de fomentar inversiones y mejorar la competitividad de la UE entre las prioridades de su agenda política a través del «**Plan de Inversiones para Europa**», o más comúnmente denominado «Plan Juncker».

Se trata de una herramienta de gran envergadura política concebida para dar un fuerte impulso a la inversión en Europa. El objetivo de dicho Plan es movilizar un volumen de inversiones adicionales por un valor conjunto de 315.000 millones de euros. El instrumento principal para la implementación del Plan de Inversiones para Europa es



el Fondo Europeo de Inversiones Estratégicas, o EFSI usando el acrónimo en inglés (*European Fund for Strategic Investments*).

EFSI, de acuerdo al Reglamento recientemente aprobado no tiene personalidad jurídica propia y se encuadra dentro del BEI, por un total de 21.000 millones de euros; cuantía que resulta de sumar una garantía de 16.000 millones del presupuesto comunitario y 5.000 millones de dotación propia del BEI.

EFSI es una garantía de primera pérdida para cubrir el riesgo de crédito de una cartera de financiación adicional que el BEI espera generar en los próximos tres años por un valor total de unos 60.000 millones de euros; nueva cartera que debería tener, en general, un cierto carácter *junior* o subordinado, de forma que se facilite la financiación en los proyectos del capital privado a través del denominado «*crowding in*».

La novedad reside en que, gracias a esta garantía de cartera de EFSI, el BEI ahora podrá asumir más riesgos y a una escala mucho mayor de lo que lo ha podido hacer en los últimos años, sin poner en cuestión su modelo de negocio y su alta calificación crediticia.

Por otro lado, la previsión de una garantía presupuestaria de la UE para este propósito representa un cambio de paradigma en el uso clásico de los fondos públicos comunitarios: apalancar recursos presupuestarios para, a través de la financiación del Banco Europeo de Inversiones, multiplicar el impacto económico de los mismos.

Y así es. Con esta dotación de 21.000 millones de euros, y la subsecuente financiación BEI por unos 60.000 millones, el objetivo de EFSI es movilizar inversiones por el valor ya indicado de 315.000 millones de euros, lo que representa un **multiplicador de 15x**. Es un multiplicador que consideramos realista a la luz de lo que el BEI ha demostrado en los últimos años en su cartera de financiación de proyectos.

Cuando se aumentó el capital del BEI en 10.000 millones de euros en 2012, nos comprometimos a movilizar 180.000 millones de euros de inversiones privadas en tres años, lo que representa un multiplicador de 18x. Pues bien, el objetivo de 180.000 millones de euros de inversión se alcanzó a finales de marzo del presente año, nueve meses antes de lo inicialmente esperado. De esta manera, aunque conscientes del enorme reto que tenemos por delante, el Banco Europeo de Inversiones se mantiene prudentemente optimista con respecto a su capacidad para movilizar la inversión estimada.

La regulación de EFSI a nivel de la UE se aprobó tan solo en julio de 2015. La arquitectura institucional y la gobernanza de EFSI no están todavía en pie, aunque se espera que lo puedan estar antes de finales de este año. Pero desde el BEI hemos considerado que, dada la importancia del plan, no podíamos dejar de ser proactivos en su implementación, incluso antes de que se hubiese completado la regulación o que las estructuras de EFSI estuviesen preparadas. De esta manera **el BEI ha estado pre-aprobando préstamos en el marco de EFSI** desde abril de 2015.

Las operaciones aprobadas hasta ahora van desde la Innovación y Desarrollo en la industria farmacéutica a la asistencia sanitaria; desde la energía renovable y la eficiencia energética a las infraestructuras estratégicas, albergando tanto grandes proyectos como pequeños planes de inversión de PYMES.



Por otro lado, es importante resaltar que en el Plan de Inversiones para Europa no existen asignaciones ni cuotas por regiones o por países. La puesta en práctica de EFSI se llevará a cabo en el conjunto de los 28 Estados Miembros, aprobándose, en su caso, cada proyecto individual exclusivamente sobre la base de sus propios méritos y características. Al igual que todas las operaciones de préstamo con financiación BEI, los proyectos que podrán tener financiación en el marco de EFSI serán cuidadosamente seleccionados en función de sus especificaciones técnicas, económicas, financieras y ambientales.

Al mismo tiempo, el **Fondo Europeo de Inversiones (FEI)**, filial del BEI encargada de garantías e instrumentos de financiación en favor de PYMES, está ya logrando unos resultados extraordinarios a favor de empresas más pequeñas en el marco del Plan de Inversiones para Europa. El FEI ha suscrito ya más de 50 operaciones con una financiación total bajo EFSI de unos 1.200 millones de euros, que se espera que acelerarán inversiones por más de 17.000 millones de euros. Estimamos que unas 65.000 PYMES se beneficiarán de EFSI en toda la Unión Europea.

El Plan de Inversiones para Europa, de vital importancia para nuestro continente, es un auténtico reto para el BEI. El Banco ha puesto su maquinaria a máxima producción para poder cumplir con los objetivos de inversión estimados. Pero la actividad del BEI no puede sustituir una condición previa básica: que los Estados miembros de la UE implementen las **reformas estructurales** destinadas a obtener un entorno regulatorio que elimine barreras a la inversión y cree un ambiente propicio para el inversor privado. Este marco regulatorio será el ecosistema ideal en el que la intervención del BEI será más fecunda y efectiva en su intento de movilizar capital privado a gran escala a través de EFSI; y, de esta forma, de cumplir los objetivos ambiciosos del Plan de Inversiones para Europa.



9. GRECIA: EL PAPEL DE LAS INSTITUCIONES EUROPEAS Y EL FMI EN LA CRISIS

JOSÉ MANUEL AMOR Y VÍCTOR ECHEVARRÍA¹

EXECUTIVE SUMMARY

The analysis of the Greek crisis reveals the difficulties of coping with an asymmetric shock within a monetary union. The lack of appropriate mechanisms within the Eurozone to deal with such shocks and the specific vulnerabilities of Greece led to a long and painful crisis. The article reviews the experience of Greece and its creditors to shed light on the causes of the crisis and a possible way forward. A combination of structural deficiencies, the underestimation of fiscal multipliers and an overly optimistic assessment of the underlying economic situation in Greece led to a deficient design of the rescue packages.

The culprit lies, partly, in the way policy reacted to the strong growth rates in Greece before the crisis. In particular, fiscal deficits remained high and debt stabilized at about 100% of GDP even as the economy grew at close to 3%. Also, this period was characterized by a worsening business climate, as assessed by the international institutions, which in turn lowered potential growth and made Greece vulnerable to the global financial crisis.

In this context, Greece had little fiscal space when the crisis struck. The rise of risk aversion in financial markets, worsening economic prospects and higher debt than had previously been acknowledged led to rating downgrades and increasing yields. Eventually, the Greek Government announced a fiscal adjustment package in early 2010 to improve debt dynamics. However, the deterioration of fundamentals continued and the Greek government had to ask for a bailout.

The bailout announced in 2010 was the first of three bailouts in Greece. The conditions attached to these bailouts evolved over time, as the weaknesses in their design were revealed. In particular, while the first bailout did not involve debt restructuring and relied on structural reform and fiscal adjustment to improve debt dynamics, lower than expected growth and high fiscal multipliers led actually to increasing debt. The prospect of restoring market access remained elusive.

As a result, the second bailout, agreed in 2012, introduced private sector involvement, by which private creditors accepted a haircut on their holdings of Greek debt. Also, the policy mix shifted slightly, lowering the fiscal adjustment required while remaining ambitious regarding structural reforms. However, the slow progress in the

¹ Director y consultor senior, respectivamente, del Área de Análisis Económico y de Mercados, Analistas Financieros Internacionales, S.A. (Afi).



implementation of the program, and the limited improvement of the economic situation led to a heightened political tensions and less will to complete the reforms in the program. In the end, early elections were called.

The election of Syriza in early 2015 on an anti-austerity platform led to a confrontation with the creditors. As a result, the financial situation of Greece deteriorated sharply. With the Greek banking sector close to the brink, the agreement on the third program was only reached in mid-2015. However, certain aspects of the conditionality of the third bailout remain contentious, and the completion of the program is subject to further negotiations. One aspect that is particularly difficult is the need for a form of debt restructuring to reduce the debt burden and improve debt dynamics in Greece.

Overall, the reasons for the Greek experience during the crisis are wide ranging. The lack of restraint on public spending in the upturn, and the absence of structural reform may the subsequent adjustment more difficult. Once the crisis struck, the creditors overestimated the effect that structural reform would have on growth. Also, crucially, fiscal multipliers were underestimated. The adjustment process in a monetary union, without the possibility of a devaluation, was a lot more contractionary. The result was a recurrent deviation of the path of debt from the set target.

As time went by, and a tough fiscal adjustment and the reforms implemented did not lead to an improved outlook, the public support for the bailout eroded quickly. As a result, the political situation became more difficult, and the implementation of the program less ambitious. The lack of ownership of the program further dented its implementation.

Going forward, a bold agreement that comprises strong structural reforms and a realistic assessment of debt sustainability and the need of debt structuring is necessary. Only if the Greek Government feels ownership of the program, and assesses that, at least in the long run, the program is good for its economy, will its implementation be satisfactory.

9.1. INTRODUCCIÓN

El objetivo de este capítulo es analizar de forma crítica el papel jugado por las instituciones europeas –ECB, Comisión, Eurogrupo– y el FMI en la crisis griega iniciada en 2009 y extraer lecciones de cara al futuro.

El capítulo se organiza de la siguiente forma. Un primer bloque compuesto por dos epígrafes que revisan los principales hitos de la crisis y analizan el diseño y éxito de los programas de rescate. En concreto, en el epígrafe 2 realizamos una revisión cronológica de los hitos más relevantes de la crisis griega desde 2009 hasta finales de verano de 2015, y analizamos las versiones dominantes que existen sobre las causas subyacentes a la misma. El tercer epígrafe trata de ofrecer una evaluación crítica de los distintos programas de rescate, analizando dimensiones tales como la racionalidad de las hipótesis subyacentes a los mismos en su fase de diseño, la distribución de medidas entre austeridad y reformas, su implementación y el impacto que han tenido en la economía griega. Acto seguido, se realiza una valoración crítica del diseño de los programas de rescate y de la gestión de la crisis griega por parte de sus actores principales. Finalmente, se realizan una serie de reflexiones de cara al futuro inmediato, en el que a buen seguro todavía asistiremos a nuevos episodios de tensión con la restructuración de la deuda en el epicentro del debate.



9.2. CRONOLOGÍA Y CAUSAS DE LA CRISIS GRIEGA

Hay que remontarse a la década de los años 90 y al proceso de convergencia de cara a la entrada de Grecia en la eurozona –ocurrida en 2002– para poner en contexto los acontecimientos que se sucedieron a partir de finales de 2009, fecha que marca el inicio de la crisis griega. Desde mediados de los años 90, y con alternancia de gobiernos de centro-derecha y centro-izquierda que tenían como objetivo conseguir la entrada en la eurozona, se acometieron medidas para permitir la modernización de la economía y la mejora del estado de las cuentas públicas. A estos esfuerzos se unió el impulso de la entrada en la moneda única, derivando en un período de crecimiento económico a tasas muy elevadas, superiores al 3% en media durante 1990-2007 (gráfico1).

No obstante, estas elevadas tasas de crecimiento se produjeron en un entorno de incremento del endeudamiento público y privado, con especial incidencia en los años 2000-2007, debido en gran medida a un aumento desmedido del gasto público, y a la elevada incidencia de la evasión fiscal. Desde mediados de los años 90, el gasto público en Grecia fue mucho mayor que la recaudación fiscal (gráfico 2). Las cifras presentadas por Grecia en relación al desequilibrio en sus cuentas públicas infra-estimaron de forma recurrente estos déficits, que fueron motivo de revisiones posteriores de la mano de cambios de gobierno.

Es discutible, pero posible, que si el déficit de recaudación fiscal en Grecia se hubiera eliminado a tiempo, la mayor parte del déficit aflorado a finales de 2009 (13,6% del PIB en su primera revisión y que Eurostat situó finalmente en el 15,7% del PIB, tras haberse comunicado de forma previa a la Comisión Europa niveles entre el 6% y el 8% del PIB) se hubiera podido cubrir. De forma paralela al afloramiento de déficit públicos superiores a los inicialmente comunicados, el monto de deuda pública griega se revisó desde niveles de 113% del PIB a 130% del PIB (cerca de 300.000 millones de euros).

GRÁFICO 1. GRECIA: AJUSTE FISCAL Y CRECIMIENTO

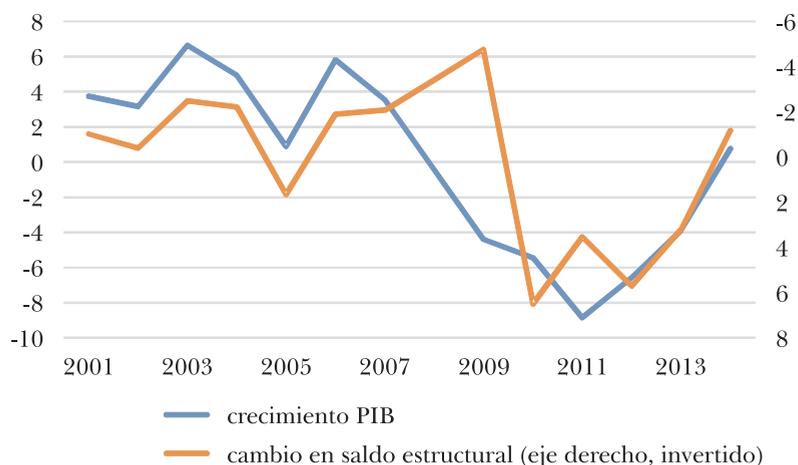
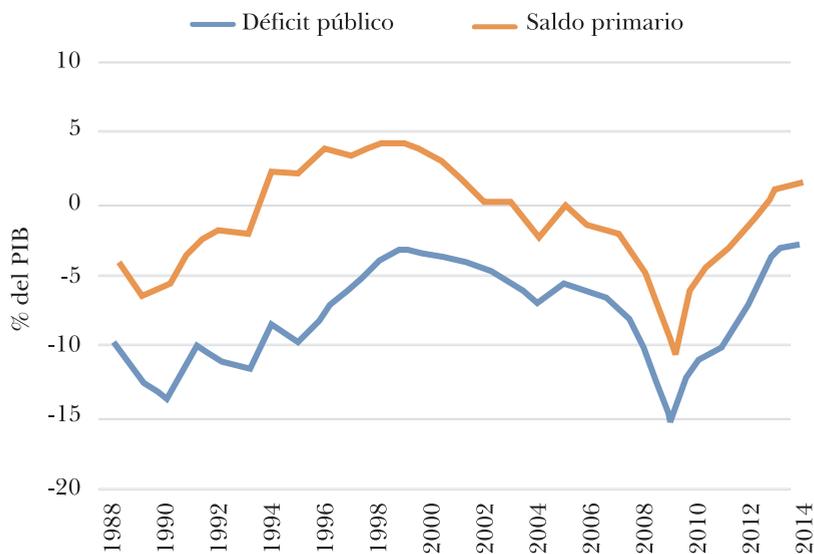
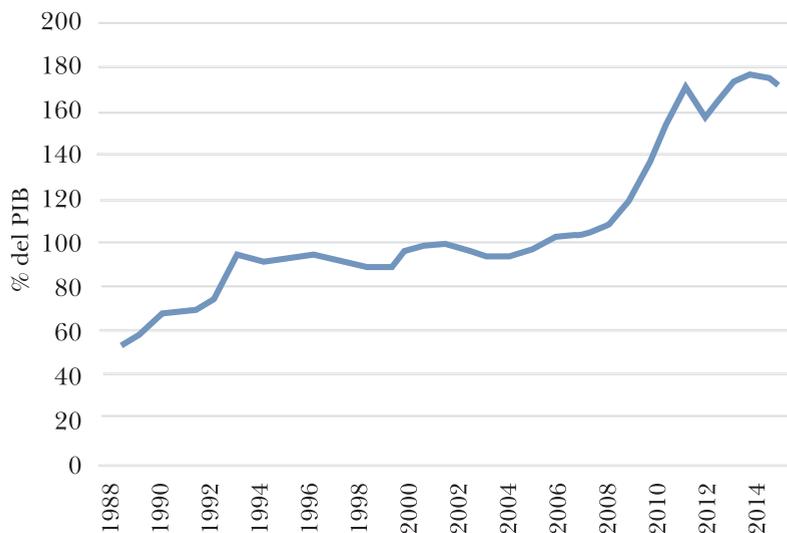


GRÁFICO 2. GRECIA: DÉFICIT PÚBLICO Y SALDO PRIMARIO, 1986-2014

Fuente: FMI.

GRÁFICO 3. GRECIA: DEUDA PÚBLICA, % DEL PIB

Fuente: FMI.

Durante estos años de fuerte expansión económica y paralelo apalancamiento, los esfuerzos por reformar a fondo la economía griega fueron claramente insuficientes. Así lo atestiguan varios indicadores como el *Doing Business* de 2014 del Banco Mundial, donde Grecia ocupaba el puesto 109 de 175 países, destacando negativamente en las categorías



de *starting a business* (puesto 140), *employing workers* (puesto 166) y *paying taxes* (puesto 108). En la misma dirección apuntan otros indicadores relativos a competitividad, como el *Global Competitiveness Index* del WEF (Schwab, 2012) o a la capacidad de atraer inversión extranjera directa, cuyo máximo exponente es el *World Investment Report* de la UNCTAD y que situaban a Grecia en la zona baja de los *rankings* para economías desarrolladas.

QUIEBRA DE LA CONFIANZA HACIA GRECIA Y PRIMER PROGRAMA DE RESCATE

Las primeras señales de pérdida de confianza en la economía griega, en su capacidad para reconducir el muy elevado déficit público y, por ende, en la sostenibilidad de su deuda se produjeron a partir de finales de 2008, poco después de la quiebra de Lehman Brothers y el inicio de la Gran Recesión. La intensa recesión iniciada en Grecia a finales de 2009, año en el que el PIB cayó un -4.5% provocó una creciente tensión política interna que desembocó en elecciones adelantadas en octubre de 2009 en la que el PASOK desbancó al gobierno de Nueva Democracia.

El nuevo gobierno socialista griego, liderado por Papandreu y que se oponía a acometer un ajuste fiscal severo, no tomó medidas suficientes de recorte presupuestario ni se embarcó en reformas estructurales de calado para corregir la desbocada situación de las finanzas públicas, hasta que la presión de las rebajas de rating por parte de las agencias de calificación le obligaron a anunciar un programa de ajustes en medio de una creciente tensión social a principios de 2010.

Las medidas de ajuste no consiguieron mejorar las condiciones de financiación del país, ahogando al sector privado y elevando el coste de financiación del Tesoro griego hasta situarlo en niveles cercanos al 9% al plazo de 10 años (diferencial de más de 500 puntos básicos). Ante la posibilidad de un impago inminente, se aprobó el primer rescate a Grecia por parte de la *troika*² a principios de mayo, por importe de 110.000 millones de euros, instrumentado a través de créditos bilaterales de la UE y recursos del FMI³ destinado a cubrir los vencimientos de deuda y necesidades de financiación sujeto a una condicionalidad estricta, materializada en un severo ajuste fiscal (por montante de 11 puntos del PIB distribuidos a lo largo de 3 años), reformas estructurales orientadas a la recuperación de competitividad y crecimiento, y la privatización de activos públicos.

Al primer rescate a Grecia sucedió la creación del EFSF (*European Financial Stability Facility*) para apoyar a Estados Miembros con problemas y el anuncio del programa SMP (*Secondary Markets Programme*) por parte del BCE, que permitía comprar deuda soberana de los mismos. En cualquier caso, y a pesar del duro ajuste fiscal conseguida por Grecia en 2010 (5% del PIB) las dudas sobre la implementación del rescate griego en un entorno de profundización de la recesión económica en el país (el PIB cayó un 5,4% en 2010 y un 8,4% en 2011) y la creciente contestación al programa, derivaron en un freno

² Comisión Europea, BCE y FMI.

³ Mediante un SBA o Stand-By Agreement <http://www.imf.org/external/np/exr/facts/pdf/sba.pdf>



a su implementación –tanto en materia fiscal como en aprobación y puesta en marcha de reformas– durante la primera mitad de 2011.

SEGUNDO PROGRAMA, CON RESTRUCTURACIÓN DE LA DEUDA POR PARTE DEL SECTOR PRIVADO

El FMI advirtió en julio tras la revisión del programa, que la situación actual y perspectivas de la economía griega derivaban en una elevada probabilidad de insostenibilidad de su deuda; y que por tanto o se llevaba a cabo una restructuración de la misma por parte de los acreedores privados (PSI o *private sector involvement*) o sería necesaria nueva financiación oficial por importe de entre 70 y 100.000 millones de euros para cubrir las necesidades del programa hasta mediados de 2013.

Tras la cumbre europea del 21 de julio de 2011, además de aprobarse una mejora de las condiciones de repago (extensión de plazos y reducción de tipos) de los programas griego, irlandés y portugués, los jefes de gobierno, con el apoyo del IIF⁴, emitieron una propuesta de segundo programa de rescate a Grecia, consistente en un nuevo compromiso de financiación por parte del sector oficial y una restructuración de la deuda por parte del sector privado, a cambio de más medidas de ajuste y reformas.

La presión interna para aceptar el segundo rescate terminó con un amago de referéndum y la dimisión de Papandreu en noviembre de 2011, que dio paso a un amplio gobierno de coalición liderado por un técnico, Papademos, ex-gobernador del Banco de Grecia y Vicepresidente del BCE, quien se encargó de cerrar las negociaciones sobre el PSI con los acreedores privados, negociar el segundo rescate con los acreedores oficiales y convocar nuevas elecciones en la primavera de 2012. El 21 de febrero se cerró el acuerdo con los acreedores, y 3 días más tarde se realizó el canje de deuda, que reducía la deuda pública griega a la mitad (más información en el epígrafe 3, de revisión de los programas). El segundo programa de rescate –que se solapaba con el primero acordado en 2010– por importe de 164.500 millones de euros y con duración hasta diciembre de 2014, se acordó el 14 de marzo.

Las elecciones parlamentarias de mayo de 2012, en un contexto de empeoramiento de las perspectivas económicas (ese año el PIB griego se contrajo un 6,6%), arrojaron unos resultados que no permitieron la formación de Gobierno por lo que se repitieron el 17 de junio de 2012, de nuevo con ausencia de mayoría pero con la formación de una coalición de gobierno liderada por Nueva Democracia y apoyada por PASOK y la Izquierda Democrática. La combinación de un entorno aún muy recesivo –en buena medida alimentado por la política fiscal contractiva– y con retrasos evidentes en la implementación de las condiciones del programa, hizo necesario que los acreedores oficiales acordaran una nueva relajación de las condiciones de repago de la deuda en diciembre de ese mismo año.

A pesar de la continuidad de un entorno doméstico aún muy recesivo y con creciente contestación social a las reformas y sucesión de paquetes de austeridad, la prima de

⁴ *Institute of International Finance*, que agrupa a las principales entidades financieras del mundo.



riesgo de la deuda soberana griega cedió de forma muy sustancial desde la segunda mitad de 2012 hasta mediados de 2014. Esta positiva evolución de la percepción de riesgo soberano en Grecia coincidió con una escalada del activismo del BCE, marcado por dos hitos fundamentales: el ya famoso «*whatever it takes*» en Julio 2012 y el anuncio de *Outright Monetary Transactions* (OMTs) unas semanas más tarde.

LA DEPRESIÓN EN GRECIA DESCARRILA LA IMPLEMENTACIÓN DEL SEGUNDO PROGRAMA

El deterioro económico en Grecia alcanzó niveles que se pueden calificar de «depresión» durante 2013-2014. Valgan algunos ejemplos tales como: una caída acumulada del PIB cercana al 33% entre 2009 y 2014, un aumento de 20 puntos porcentuales en la tasa de paro (máximo del 27,9% a finales de 2013), una tasa de paro juvenil del 60% a finales de 2013 (frente al 20% de 2008) y una caída de la población activa cercana al millón de personas entre 2009 y 2014 en paralelo a un aumento de 250.000 pensionistas que hace prácticamente inviable la supervivencia del sistema de seguridad social griego. La dimensión social del problema queda patente en una proporción de la población en riesgo de pobreza o exclusión social cercana al 36% en 2013⁵.

A pesar de esta situación de fondo, la economía griega consiguió estabilizarse durante 2014, creciendo su PIB durante el primer y tercer trimestre al 0,9% (tasa trimestral) y cayendo la tasa de paro en 2 puntos porcentuales (hasta el 25,9%) y alcanzando un superávit fiscal primario en ambos años. Ello permitió a Grecia volver a los mercados de capitales en 2014 colocando bonos suficientes como para cubrir sus necesidades de financiación.

Las elecciones europeas de mayo de 2014, en las que Syriza, coalición de izquierda radical contraria a la austeridad y a la implementación de las medidas contenidas en el programa de rescate, obtuvo la mayoría de votos y escaños, supusieron un referéndum *de facto* a la actual coalición de gobierno en Grecia y una demostración de que los ciudadanos de este país no compartían su visión sobre la recuperación económica. La reorganización interna del gobierno de Antonis Samaras tras la derrota en las elecciones europeas implicó un cambio en la orientación de la política económica y la suspensión de las iniciativas de reforma acordadas con la *troika*.

Sin embargo, estos cambios no mejoraron el apoyo popular del gobierno de coalición de ND y PASOK, que se vio abocado el 29 de diciembre de 2014 a convocar elecciones anticipadas para enero de 2015 tras la crisis política derivada de la incapacidad del Parlamento para elegir un nuevo presidente de la República. Al mismo tiempo, la incertidumbre política y la ausencia de implementación de las medidas del programa llevaron a la *troika* a suspender los desembolsos acordados bajo el mismo y a extender el final del segundo programa hasta el 28 de febrero de 2015. En este entorno, las tensiones de liquidez internas en Grecia aumentaron exponencialmente, derivando en fuertes caídas

⁵ Eurostat – http://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/People_at_risk_of_poverty_or_social_exclusion#Further_Eurostat_information



en la bolsa griega, retiradas de depósitos bancarios y repuntes de la prima de riesgo hasta niveles de nuevo superiores a los 800 puntos básicos, impidiendo el acceso a los mercados de capitales salvo por la refinanciación de las letras del Tesoro a través de la banca griega.

SYRIZA EN EL GOBIERNO: UNA NUEVA ETAPA DE CONFRONTACIÓN

La victoria de Syriza en las elecciones del 25 de enero y la posterior formación de coalición de gobierno con ANEL (Griegos Independientes, partido de extrema derecha contrario a las medidas de austeridad) marca el inicio de un tumultuoso año 2015 para Grecia y la Eurozona, cuyo primer evento clave tuvo lugar el 20 de febrero⁶, con el acuerdo para la extensión del segundo programa de rescate por 4 meses –hasta el 30 de junio– a cambio de completar las reformas pendientes y diseñar y aprobar medidas de ajuste adicional antes del 30 de abril, como precondition para negociar un tercer programa de rescate con efectos a partir del 30 de junio. Aunque el gobierno griego liderado por Alexis Tsipras se apuntó alguna victoria cosmética en las negociaciones (la *troika* a partir de este momento pasaría a ser referida como «las instituciones» (posteriormente el Grupo de Bruselas), lo cierto es que supuso una clara capitulación a las demandas de los acreedores, que seguirían anteponiendo la concreción de las reformas y medidas de ajuste a cualquier desembolso pendiente del segundo rescate.

Durante los meses siguientes, el permanente desencuentro entre el gobierno griego y el Grupo de Bruselas en relación a las medidas a implementar, pasó factura a la situación económica interna y a la confianza de los inversores en la posibilidad de alcanzar un desenlace positivo. De esta forma, la incipiente recuperación económica y de flujos de capitales iniciada en 2014 se frenó en seco, reiniciándose una masiva salida de capitales privados que comenzó a erosionar seriamente la base de depósitos de la banca griega. Las posiciones de ambas partes, muy encontradas, derivaron en un alargamiento innecesario de la situación: por un lado, el gobierno griego era preso de un excesivo celo en su objetivo político de cambiar radicalmente con el pasado. Por otro, el Grupo de Bruselas quería evitar cualquier solución de no incluyese completar las condiciones pendientes del segundo programa.

Las autoridades griegas carecían de poder real de negociación dada la total ausencia de acceso a los mercados de capitales, necesidad suplida –para evitar un desastre– por el BCE y su concesión de creciente liquidez de emergencia (ELA⁷) a la banca griega.

⁶ <http://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2015/02/150220-eurogroup-statement-greece/>

⁷ *Emergency Liquidity Assistance* o ELA. Ver <https://www.ecb.europa.eu/mopo/ela/html/index.en.html> y https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/201402_elaprocedures.en.pdf?e716d1d560392b10142724f50c6bf66a



GRÁFICO 4. EVOLUCIÓN DE LOS DEPÓSITOS BANCARIOS EN GRECIA



Fuente: Banco de Grecia.

Las negociaciones entre el Grupo de Bruselas y el gobierno griego se intensificaron durante el mes de junio, ante la amenaza de finalización del segundo rescate, la ausencia de desembolsos del mismo y el potencial impago de los vencimientos externos comprometidos con los acreedores oficiales (1.500 millones de dólares con el FMI el 30 de junio, fecha de finalización del programa y, 3.500 millones en bonos griegos en poder del BCE el 20 de julio), que podría desencadenar el inicio de controles de capitales y potencialmente terminar en una salida de Grecia de la eurozona.

El 26 de junio Grecia abandonó las negociaciones –y con ello rompió el compromiso de encontrar una solución negociada con límite en la reunión del Eurogrupo del 27 de junio– y anunció la convocatoria de un referéndum para el 5 de julio, en el que el pueblo griego decidiría sobre la última propuesta realizada por el Grupo de Bruselas el 25 de junio, cuya finalidad era acordar un conjunto de medidas que permitieran dar por cerrado el segundo programa de rescate y proceder al desembolso de los fondos comprometidos.

La ruptura de negociaciones y la convocatoria del referéndum desembocó en la congelación de la provisión de liquidez de emergencia por parte del BCE a la banca griega, que no contaba con garantías suficientes para seguir aumentando su apoyo sin que existiera un acuerdo entre ambas partes, y la necesaria imposición de controles de capitales a partir del lunes 29 de junio, en principio hasta el 7 de julio. En aquel momento, la prima de riesgo de la deuda griega alcanzó niveles superiores a los 1.750 puntos básicos, reflejando una probabilidad de default inminente. Ambos movimientos, por parte de BCE y las autoridades griegas; la primera porque mantenía con vida la posibilidad de negociación posterior y no abocaba a una quiebra inmediata (si se hubiera retirado por completo el ELA), y la segunda, porque de esta manera se reducía el daño potencial que una masiva retirada de depósitos podría causar a los bancos griegos. En todo caso, el daño a la economía griega resultante de la convocatoria del referéndum y la imposi-



ción de controles de capitales sería muy intenso, como se comprobó posteriormente en los datos de actividad y confianza correspondientes a julio y agosto.

El referéndum del 5 de julio ofreció una amplia mayoría del «No». Pero antes sus posibles consecuencias –retraso en el pago (*arrears*) con el FMI y la perspectiva de impago al BCE (cuya consecuencia última podría ser la salida del euro)– el gobierno griego volvió a la mesa de negociación. No sin antes realizar un lavado de cara a su equipo negociador con la salida del polémico Yannis Varoufakis y su sustitución por Euclides Tsakalotos, de perfil más moderado, en aras de mejorar el diálogo con las instituciones europeas y el FMI.

El 12 de julio⁸ se llegó finalmente a un acuerdo para iniciar un tercer programa de rescate con sus acreedores. El FMI no participa de inicio, pues sus reglas internas le obligan a condicionar cualquier nuevo compromiso de desembolso a Grecia a una restructuración de la deuda que haga sostenible la dinámica de su deuda pública. Acuerdo que establece los pasos necesarios de cara a dar por concluido el segundo rescate y negociar las condiciones del tercero. El gobierno griego se comprometió a aprobar en el Parlamento en un corto período de tiempo la mayoría de las reformas que no había aprobado ni implementado desde el primer programa de rescate en 2010 (incluyendo recortes de pensiones, subidas de impuestos y un rápido plan de privatizaciones destinado a reducir la deuda del país). A cambio, las autoridades europeas se comprometían a nuevos desembolsos por importe de 86.000 millones de euros, un plan de estímulo económico para Grecia y la promesa de estudiar la posibilidad de un posible alivio de la deuda (en términos aceptables para la eurozona en su conjunto).

Una vez aprobadas en el parlamento griego el primer grupo de medidas previas (a lo que siguió la aprobación parlamentaria en varias capitales europeas incluyendo Berlín), el 17 de julio se aprobó la instrumentación de un préstamo puente por parte del EFSM (*European Financial Stability Mechanism*) para atender a los vencimientos programados hasta el inicio de los desembolsos del tercer programa, cuyas condiciones finales se cerraron el 14 de agosto⁹.

Días más tarde Tsipras convocaba elecciones para el 20 de septiembre, en una decisión que buscaba conseguir la estabilidad de gobierno, tras las divisiones internas que la negociación del tercer programa habían provocado en la coalición Syriza. Habiendo acuerdo con los acreedores; es decir, existiendo una hoja de ruta a la que el Parlamento griego en su conjunto (no sólo el Gobierno) ya se ha comprometido, y con el fantasma del impago cubierto durante un tiempo por el primer desembolso, Tsipras buscaba ganar margen de maniobra para conformar un gobierno estable, ya sea en solitario o con el apoyo de partidos minoritarios. Los resultados le dieron la razón, y Syriza ganó las elecciones con amplia ventaja sobre Nueva Democracia, repitiendo coalición de gobierno con los Griegos Independientes (ANEL).

Hay dos elementos que introducen riesgo de cara a los próximos 6-12 meses. El primero radica en la posibilidad de un deterioro adicional de las condiciones económicas

⁸ <http://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2015/07/pdf/20150712-eurosummit-statement-greece>

⁹ <http://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2015/08/14-eurogroup-statement/>



internas en Grecia que pudiera elevar la resistencia del nuevo gobierno a implementar las medidas más recesivas del programa. Por ahora, y a pesar del esperado hundimiento del PIB del tercer trimestre de 2015, varios indicadores apuntan a un freno a ese deterioro extremo. Tras el hundimiento de julio, PMI, tasa de paro, importaciones, y otros, comienzan a reducir su ritmo de caída. A ello se une la estabilización de los depósitos a partir del cierre del tercer rescate, reflejado en las sucesivas reducciones del saldo del ELA.

El segundo riesgo son las distintas expectativas de avance en la restructuración de la deuda, del gobierno griego y los acreedores europeos. Diferencias que podrían generar tensiones a partir de finales de octubre, tras la primera revisión del tercer programa. El gobierno griego espera la apertura de negociaciones formales y explícitas tras esa revisión, sobre todo si se supera con éxito. Sin embargo, los acreedores parecen partidarios de posponer esa negociación hasta tener más garantías de una correcta implementación del programa.

POSICIONES ENCONTRADAS SOBRE LAS CAUSAS DEL ORIGEN Y EL AGRAVAMIENTO DE LA CRISIS GRIEGA

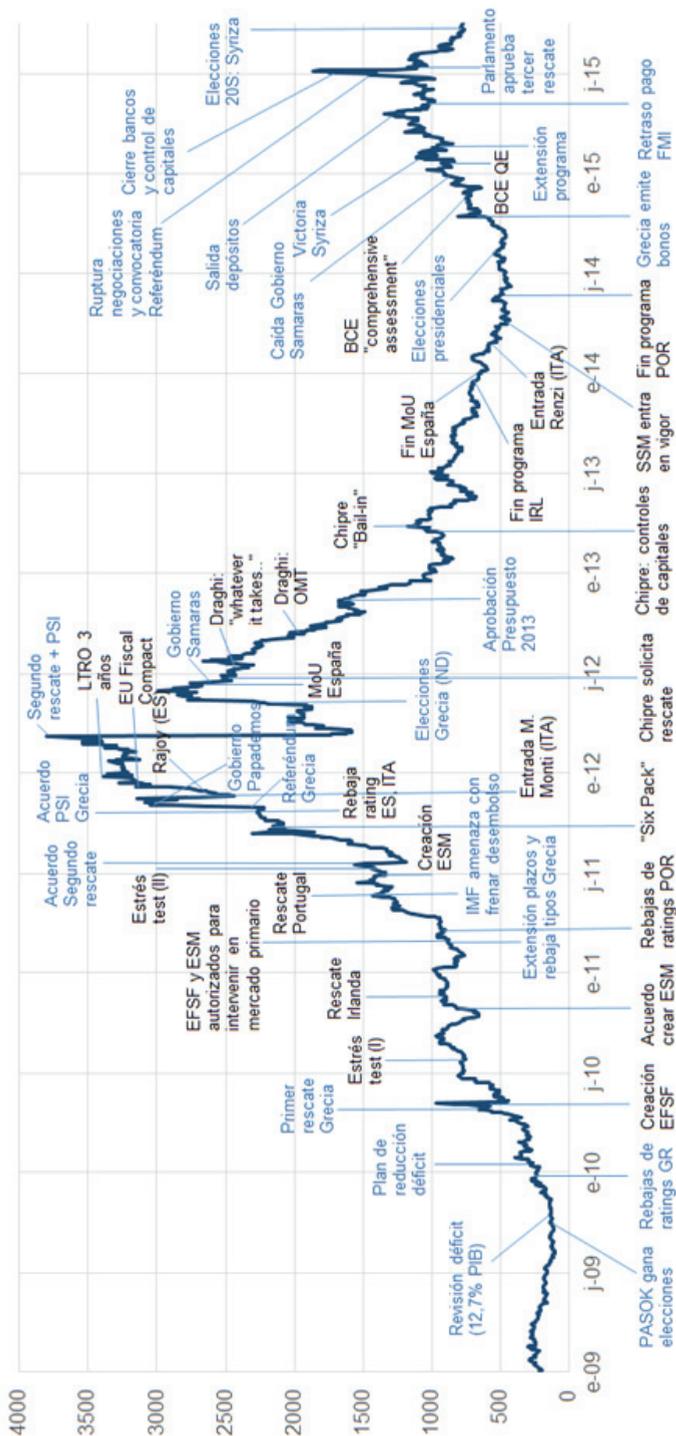
Tras esta revisión cronológica de la crisis griega entre 2009 y 2015, cabe reflexionar sobre las causas subyacentes a la misma. El debate se sitúa entre aquellos que consideran que la crisis tiene un origen interno o externo. Los defensores del origen interno de la crisis apuntan a que la causa principal de la insostenibilidad de las finanzas públicas griegas se debe a las políticas populistas irresponsables del pasado, y a los profundos problemas estructurales de la economía griega. Esta visión supone en cierto sentido «aceptar» las recetas de los acreedores oficiales, basadas en la necesidad de acometer profundas reformas estructurales. El problema de esta visión radica en que los programas de rescate se han basado en la hipótesis de que la consolidación fiscal y las reformas solucionarían el problema de la insostenibilidad de la deuda vía aumento del crecimiento. La experiencia de los últimos 5 años apunta a que los programas de estas características pueden ser más perniciosos de lo previsto, al menos en el corto plazo.

Por otro lado, los defensores del origen externo de la crisis comparten la narrativa de la izquierda griega, cuyo máximo exponente es la coalición Syriza, en el gobierno desde enero de 2015. La tesis de este bando se basa en cuatro razones principales: la primera que la carga de la deuda griega al comienzo de la crisis era ya insostenible para la sociedad, y que las acciones derivadas de los programas de austeridad solo agravaron la crisis humanitaria y las revueltas sociales, condenando al país a una depresión que sólo un programa de crecimiento y la condonación de la deuda podría revertir. La segunda, que los programas fueron un fracaso puesto que la mayor parte de los préstamos y el dinero derivado de las privatizaciones se destinó a pagar a los acreedores¹⁰ (un 11% para las necesidades operativas del estado griego, un 19% para la recapitalización de los bancos griegos, y el restante 70% a pagos a los acreedores oficiales y privados, en especial los bancos europeos). El tercer argumento reside en el cuestionamiento de la estrategia seguida por los progra-

¹⁰ «Where did all the money go?» Yiannis Mouzakis. <http://www.macropolis.gr/?i=portal.en.the- agora.2080>



GRÁFICO 5. HITOS EN LA CRISIS GRIEGA Y EVOLUCIÓN DEL DIFERENCIAL DE DEUDA A 10 AÑOS GRCIA-ALEMANIA (PUNTOS BÁSICOS)



Fuente: Afi, Bloomberg.



mas de rescate, basada en afrontar la situación griega como una crisis de liquidez en lugar de un problema de endeudamiento insostenible (que demandaba de una restructuración de la deuda ex – ante). Finalmente, el último argumento utilizado tiene que ver con el deficiente diseño estructural de la eurozona, en concreto con la ausencia de mecanismos automáticos de estabilización fiscal cuando uno de los países sufre un shock negativo y un elevado superávit corriente hacia los países de la periferia europea, que condena a los últimos a un fuerte ajuste interno que agravó los desequilibrios fiscales de partida.

9.3. REVISIÓN DE LOS PROGRAMAS DE RESCATE

Los sucesivos rescates a Grecia son una muestra de las dificultades de diseñar un rescate definitivo que permita a éste país volver a una senda de crecimiento, sostenibilidad de la deuda y, consecuentemente, capacidad de financiarse en los mercados de capitales a tipos asequibles para el Tesoro griego.

La primera dificultad se ha debido a que, de manera persistente, la situación macroeconómica ha sido sustancialmente peor de lo previsto inicialmente por la troika. Como se muestra en el gráfico, el crecimiento real ex-post ha sido, de forma sistemática, inferior al previsto por las instituciones que diseñaron los programas. Así, a pesar de un esfuerzo fiscal superior al previsto, la deuda pública ha evolucionado de forma más desfavorable, debido al empeoramiento del crecimiento del país.

En segundo lugar, en algunos aspectos de los programas, el grado de cumplimiento ha sido muy inferior al previsto, acordado con los acreedores oficiales. Esta divergencia se debe, en parte, a que el impacto económico de las condiciones ha sido peor de lo previsto y a que las circunstancias políticas han dificultado la toma de decisiones impopulares. A pesar de todo, de las reformas a introducir en el primer programa y en el segundo, se han acometido prácticamente todas. Únicamente quedan pendientes la reforma de las pensiones y profundas mejoras en la administración tributaria y la elaboración de presupuestos.

PRIMER PROGRAMA DE RESCATE (2010): SEVERO AJUSTE FISCAL

En el primer rescate, acordado en mayo de 2010 en medio de un clima de total desconfianza hacia las autoridades griegas tras la revelación de la verdadera dimensión del déficit público y la deuda griegos, la prioridad de los acreedores fue restablecer la credibilidad de las cuentas públicas griegas. Para ello, más allá de la recomendación de algunas medidas para mejorar las estadísticas en el país, se acordó un programa de ajuste fiscal donde el grueso de las medidas de consolidación debía tomarse durante el primer año del mismo.

El programa en su conjunto incluía algunas medidas de reforma estructural, pero el grueso del mismo y las condiciones más exigentes recaían sobre la implementación de una senda de ajuste fiscal muy ambiciosa, además de la estabilización del sistema financiero.

Durante el año 2011 se tomaron medidas por valor de un 4% del PIB, que se acumularon a los recortes implementados en 2010, por un montante equivalente al 8% del



PIB. A partir de ese año, se preveía un ajuste menos intenso, pero en todo caso sustancial, cercano al 2,5% del PIB cada año desde 2012 hasta 2014.

Según el diseño del programa, las medidas con un coste político mayor debían ser las primeras en acometerse. Éstas incluían un aumento del IVA y de los impuestos especiales y la reducción de los gastos de personal en la administración pública. Las medidas que en principio tendrían menores dificultades para ser aprobadas por el parlamento griego, como la reforma de la administración local, se aprobarían más adelante.

Otro aspecto crucial abordado en el primer programa era la reforma del sistema financiero, orientada a su estabilización tras la pérdida de acceso por parte de los bancos griegos a los mercados de financiación y su cada vez mayor dependencia de las operaciones de crédito del Eurosistema. Para conseguirlo, se alargó y amplió el programa de rescate a entidades financieras que había comenzado ya el Gobierno griego. Por otro lado, el BCE permitió (mediante un *waiver* o cláusula de salvaguardia) a la banca doméstica griega utilizar deuda del gobierno griego como garantía en las operaciones principales de financiación, a pesar de que ésta ya no cumplía los requisitos de calidad crediticia exigidos por la autoridad monetaria al haber rebajado las agencias de *rating* su calificación a grado especulativo o *high yield*.

SEGUNDO PROGRAMA DE RESCATE (2012): LEVE RELAJACIÓN DE OBJETIVOS FISCALES Y REESTRUCTURACIÓN DE LA DEUDA CON ACREEDORES PRIVADOS

En un contexto de profundización de la recesión, y en un clima de inestabilidad política elevado, era patente que las previsiones de crecimiento económico del primer programa no se iban a cumplir y sería necesario un programa adicional para garantizar la sostenibilidad de la deuda y el repago de los compromisos.

En noviembre de 2012 el Eurogrupo y el FMI acordaron extender el programa de ajuste fiscal en dos años, lo que implicaba una reducción del objetivo principal de superávit para el año 2014 desde el 4,5% al 1,5% del PIB, y un ajuste anual del 1,5% del PIB hasta logra un superávit primario de 4,5% del PIB en 2016.

En el segundo rescate se acordó también la profundización de importantes reformas como la reducción del salario mínimo, nuevas reducciones en los costes de personal de la administración pública y la reducción de los trámites burocráticos requeridos para la concesión de licencias.

El grueso de medidas contenidas en el segundo rescate se implementó de forma adecuada, tanto en lo referente a reformas estructurales como al esfuerzo fiscal realizado. Sin embargo, en tres asuntos el Gobierno griego no legisló las medidas acordadas, dificultando la finalización exitosa del rescate: la reforma de las pensiones, de la administración tributaria y la trasposición de las directivas de regulación y resolución bancaria.

El segundo programa de rescate incluyó un paquete de medidas destinadas a reducir la carga de la deuda griega, en dos vertientes fundamentales: Por un lado, se mejoraron las condiciones financieras de la deuda contraída con los acreedores oficiales europeos, mediante una reducción de los tipos de interés y un alargamiento de los vencimientos (cuantificar). Por otro lado, se acordó una reestructuración de la deuda frente



a acreedores privados. Si bien la participación fue muy elevada, los términos de la misma fueron insuficientes para garantizar la sostenibilidad futura de la deuda griega.

Si bien los acreedores privados sufrieron una quita del orden de 100.000 millones de euros, equivalente a poco más del 50% del PIB de 2012 (aproximadamente el 55% del valor presente de la deuda), en términos de valor nominal de sus tenencias, recibieron una compensación de los acreedores públicos equivalente al 15% de sus tenencias de los antiguos bonos griegos, en la forma de bonos a corto plazo emitidos por el EFSF. Esta compensación, y la perspectiva de que hubiese reestructuraciones de deuda adicionales provocaron que la práctica totalidad de los acreedores aceptasen el canje.

De esta forma, el canje de la deuda griega se convertía en el mayor canje de la deuda en la historia tanto por el tamaño de la deuda canjeada como por el descuento sobre el nominal de la deuda (55% frente a, por ejemplo, el 43,4% en el caso de Argentina).

TERCER PROGRAMA DE RESCATE (2015): ¿UNA OPORTUNIDAD PARA GRECIA?

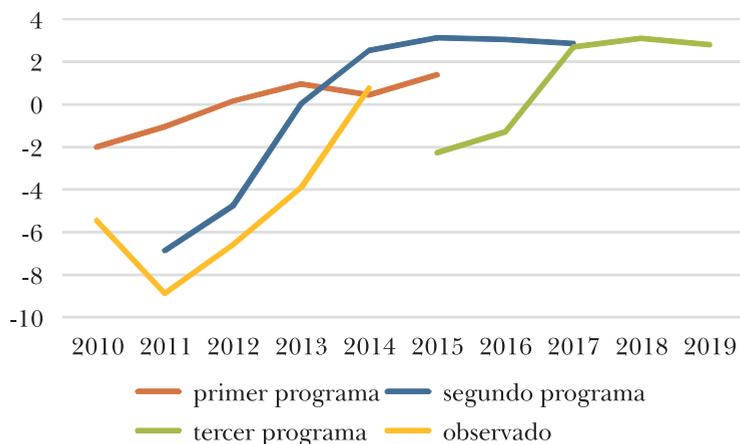
En el tercer programa de rescate, el esfuerzo fiscal requerido es sustancialmente menor al de los dos anteriores (2010 y 2012) pero no deja de ser muy relevante para una economía que afronta su cuarta recesión en seis años. Asimismo, según el acuerdo con los acreedores, se deben llevar a cabo reformas en los asuntos que quedaban pendientes del segundo programa: administración fiscal, reforma laboral y pensiones (además de la trasposición de la directiva de resolución bancaria, ya realizada, y que permitirá recapitalizar la banca griega).

En este último rescate (hasta la fecha), se observan ciertos elementos que apuntan a una continuidad en el gradual cambio de orientación de las condiciones demandadas desde el primer rescate de 2010: una senda de ajuste fiscal algo más suave, pero mayor insistencia en materia de reformas estructurales, aspecto en el que los países acreedores no ceden. Esta evolución, como se ha mencionado anteriormente, debe valorarse de forma positiva, dados, por un lado, los costes de la consolidación fiscal y, por otro, la necesidad de reformas estructurales que permitan aumentar el crecimiento potencial de la economía griega y hacerla más resistente a shocks idiosincráticos.

En cualquier caso, podría haber cambios adicionales al tercer programa. El FMI no ha participado en el tercer rescate (sólo ha cumplido un papel de asesamiento) al considerar que los términos del mismo no garantizan la sostenibilidad de la deuda, y aboga por tanto por una reestructuración de la misma. Otras voces de la *troika* y varios gobiernos europeos, con Francia a la cabeza, se han mostrado favorables a una reestructuración de la deuda griega, aunque el consenso a nivel político no existe en la Unión.

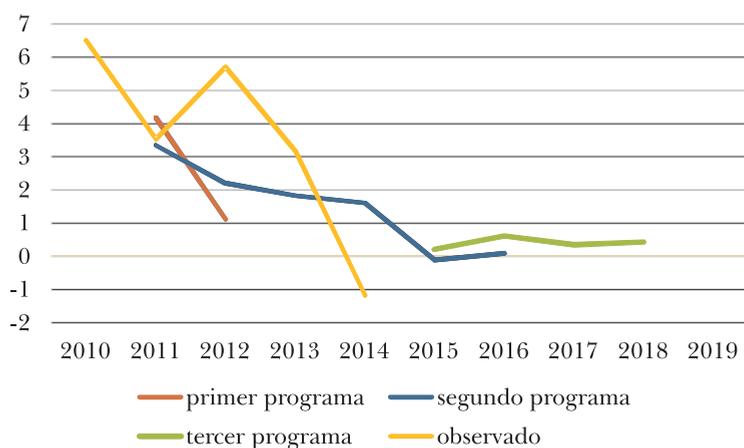
Si la implementación de la condicionalidad del tercer programa resulta exitosa, los acreedores han anunciado el probable inicio de negociaciones para acometer una reestructuración de la deuda griega. Respecto a las posibles condiciones o formato de la misma, la ausencia de apetito político por la realización de transferencias fiscales en la eurozona –liderada por Alemania y otros países del norte de Europa– hace presagiar que se limitará a una nueva extensión de plazos y reducción de intereses.

GRÁFICO 6. CRECIMIENTO DEL PIB DE GRECIA: PREVISIÓN EX – ANTE DE LOS PROGRAMAS DE RESCATE Y DATO REAL EX – POST



Fuente: FMI.

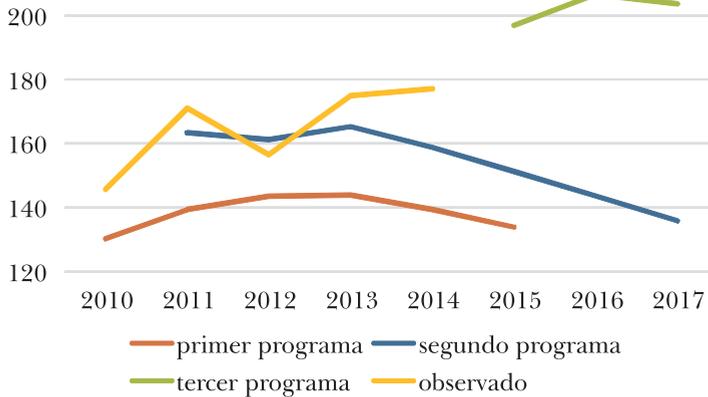
GRÁFICO 7. ESFUERZO FISCAL EN GRECIA (% DEL PIB): PREVISIÓN EX – ANTE DE LOS PROGRAMAS DE RESCATE Y DATO REAL EX – POST



Fuente: FMI.



**GRÁFICO 8. ENDEUDAMIENTO PÚBLICO EN GRECIA (% DEL PIB):
PREVISIÓN EX – ANTE DE LOS PROGRAMAS DE RESCATE Y DATO REAL
EX – POST**



Fuente: FMI.

9.4. VALORACIÓN CRÍTICA DEL DISEÑO DE LOS PROGRAMAS DE RESCATE Y DE LA GESTIÓN DE LA CRISIS GRIEGA POR PARTE DE SUS ACTORES PRINCIPALES

FALTÓ LA REESTRUCTURACIÓN DE LA DEUDA EX ANTE

La crisis griega ha puesto de manifiesto las tremendas dificultades para gestionar *shocks* asimétricos en un área monetaria. Los programas de ajuste incorporaron muchos elementos de los programas tradicionales del FMI (salvo la reducción previa de la deuda, algo que el Fondo exigía en actuaciones pasadas antes de prestar a un país si lo consideraba necesario para que la deuda fuese sostenible), pero su aplicación a un área monetaria única, sin mecanismos suficientes de transferencia fiscales entre sus miembros, genera serias dificultades para su implementación.

En el esquema tradicional de los programas de ajuste anteriores a los programas en el área euro, generalmente diseñados por el FMI, un país que necesita mejorar su posición inversora internacional acomete una devaluación, que junto a medidas de ajuste de la demanda permiten mejorar la competitividad y reestablecer el equilibrio exterior del país rescatado. Estas recetas, de por sí discutibles, son difíciles de acometer en el contexto de un área monetaria. En este caso, en lugar de una devaluación de la moneda, se debe restablecer el equilibrio mediante una devaluación interna, cuyos costes en términos de crecimiento son por lo general mucho más elevados.

Otro aspecto en el que difiere la situación de Grecia de la de un programa habitual del FMI es que en el caso griego, las necesidades de financiación eran masivas sin que se hubiese dado una depreciación sustancial de su moneda. En el caso griego, no se



acude al FMI (y a las instituciones europeas) tras una monetización del déficit público que haya provocado una fuerte devaluación de la moneda, como es el caso tradicional. Más bien al contrario, se debe a que la espiral de deuda y deflación en la que estaba embarcado el país provocaba un mayor endeudamiento.

Todo ello apunta a que la receta tradicional en los programas de ajuste, de por sí cuestionada en otros países, puede ser más difícil de implementar en un área monetaria. Además, la modificación que sí se hizo de los programas tradicionales del Fondo demostró tener consecuencias negativas. El FMI, para acceder a otorgar financiación a un país, debe estar confiado de que con ese programa la deuda del país puede acabar siendo sostenible. En el primer programa de rescate a Grecia, ante la posibilidad de que las tensiones financieras se extendiesen a otros países de su entorno, el FMI modificó ese criterio, rebajando la importancia del criterio de sostenibilidad de la deuda. A posteriori se ha demostrado que si el programa no permite que la deuda se sitúe en una senda sostenible, sus consecuencias para el país pueden ser nefastas.

La ausencia de un banco central nacional creaba además un difícil dilema para el BCE: la deuda griega, calificada de grado especulativo desde antes del primer programa de rescate, no cumplía los requisitos para ser aceptada como colateral en sus operaciones de inyección de liquidez. La aplicación estricta de las reglas por las que se gobierna el BCE hubiese abocado a Grecia al abandono del área euro, un escenario adverso para la estabilidad financiera en el área y la credibilidad de la moneda común.

EL BCE APROVECHÓ AL MÁXIMO EL MARGEN QUE LE OTORGAN SUS ESTATUTOS Y LOS TRATADOS

El BCE optó por aprovechar al máximo el margen que le daban sus estatutos de reescribir las reglas en función de las cambiantes condiciones. Así, decidió que mientras Grecia estuviese en un programa de rescate, aceptaría una excepción (*wavier*) a sus criterios de calificación crediticia de las contrapartidas en la provisión de liquidez contra descuento de colateral. Tras la llegada al Gobierno de Syriza y ante las dificultades para completar el segundo rescate, suspendió la aplicación de la excepción y dejó de aceptar bonos griegos como colateral. Para evitar la quiebra del sistema bancario griego, permitió que se siguiese utilizando el mecanismo de liquidez de emergencia (ELA), mediante el cual el Banco de Grecia proveía de liquidez a las entidades con necesidades, que el Banco de Grecia financia mediante la expansión de la base monetaria en euros. De esta forma, los bancos griegos podían seguir obteniendo liquidez contra el Eurosistema, vía el Banco de Grecia.

ERRORES EN LAS HIPÓTESIS SOBRE MULTIPLICADORES FISCALES

Por otro lado, la experiencia griega (y de otros países rescatados en la crisis soberana iniciada en 2009) y los resultados empíricos de las investigaciones recientes del propio FMI, muestran que en un contexto de fuertes tensiones financieras y recesión interna, los multiplicadores fiscales tienden a ser elevados. En este entorno, un programa



muy agresivo de reducción del déficit público acompañado de reformas estructurales con impacto recesivo a corto plazo (aunque permitan elevar el crecimiento potencial a medio y largo plazo) puede derivar en una espiral de deuda – deflación (al estilo de las planteadas por Irving Fisher¹¹) cuya consecuencia final es un aumento de la ratio deuda/PIB y la perpetuación de la depresión si no se acometen políticas de reactivación (*reflation*) intensa. Si, además, el país no ha podido relajar las condiciones financieras de forma adicional mediante una devaluación, es todavía más probable que el ajuste fiscal sea contraproducente.

La sucesión de programas de Grecia y su incapacidad para estabilizar la deuda ha demostrado que garantizar la sostenibilidad de la deuda es un elemento crucial para el éxito de un programa. Además, en la medida que se haga antes del propio programa el coste para la economía será menor, ya que en condiciones más favorables y de menor endeudamiento, los multiplicadores fiscales serán menores y por tanto el coste en términos de output del ajuste fiscal se reducirá.

AUSENCIA DE MEDIDAS DE ESTÍMULO Y REACTIVACIÓN

En la medida que el tercer programa no establece mecanismos de reestructuración de la deuda, su credibilidad está en entredicho ya que la dinámica de la deuda griega apunta a que para que ésta sea sostenible, será necesario reestructurarla. Si no se acomete, la dinámica de recortes-menor crecimiento perdurará. Además, podría continuar la espiral negativa, mediante la cual los recortes adicionales generan presiones deflacionistas, que a su vez aumentan el valor real de la deuda y requieren un ajuste fiscal mayor. Para salir de este círculo vicioso, se necesita una tercera reestructuración de la deuda *ex-ante* y, además, un programa de reactivación del crecimiento que implique transferencias adicionales del resto de socios europeos, puesto que las autoridades griegas no pueden asumir mayor gasto.

En el acuerdo para el tercer programa se establecía, precisamente, un programa de inversión para Grecia con fondos de la UE. Este programa se articularía mediante la aceleración y ampliación de algunos programas de inversión ya existentes y la creación de un nuevo programa de crecimiento y empleo, de forma que Grecia tendría acceso a 35.000 millones mediante fondos de la UE en el periodo 2015-2020 (un 3% del PIB griego, sumando programas nuevos y los ya existentes).

Más allá de la necesidad de reestructuración de la deuda, para que el país se sitúe en una senda de crecimiento sostenible, es necesaria la implementación de reformas estructurales que permitan una asignación de recursos eficiente. En el largo plazo, sin estas reformas, difícilmente alcanzará el país tasas de crecimiento elevadas. Sin embargo, en el corto plazo, algunas de estas reformas pueden acentuar las presiones deflacionistas. Para evitar este efecto, las reformas deben diseñarse de forma que minimicen su efecto contractivo cuando la economía está en una fase de recesión.

¹¹ *The Debt-Deflation Theory of Great depressions* http://www.jstor.org/stable/1907327?origin=JSTOR-pdf&seq=1#page_scan_tab_contents



LAS RESTRICCIONES POLÍTICAS PROPIAS DE UNA UNIÓN MONETARIA INCOMPLETA

La economía política hace que las negociaciones de un rescate sean difíciles: ante la ausencia de mecanismos que transfieran de forma automática recursos fiscales cuando un país sufre un shock negativo, los países acreedores deben justificar ante su población la utilización de recursos (en ocasiones difícilmente recuperables) para rescatar a otros países, mientras que en los países deudores, ante unas condiciones que, desde la perspectiva griega, no han funcionado anteriormente y que vienen impuestas desde fuera, las autoridades ven una injerencia en su soberanía.

El contexto político es especialmente relevante en el programa de Grecia, donde uno de los actores clave, el Eurogrupo, se compone de los ministros de economía y finanzas del área euro. De esta forma, el contexto político cambiante ha sido visible en las negociaciones del programa de Grecia, lo que contrasta con la imagen de independencia que suelen tratar de proyectar las instituciones que ejercen tradicionalmente de prestamistas de última instancia, como el FMI o un banco central.

La forma de evitar estas dificultades es que las autoridades nacionales consideren que en general, aunque incluyan, en ocasiones medidas impopulares, las condiciones del programa en su conjunto son adecuadas y se ajustan a las necesidades del país, asumiéndolas como propias (concepto de *ownership*). Ello aumenta la probabilidad de su cumplimiento y por tanto, resulta menos costoso políticamente para el acreedor.

En el contexto actual, una reestructuración de la deuda griega, que las propias instituciones de la *troika* ven necesaria para el éxito del tercer programa y la estabilización definitiva del país, podría ser la concesión que facilitase un alto grado de implementación del programa por parte del gobierno griego. Al mismo tiempo, favorecería la construcción del sentimiento propietario del programa, redundando en la misma dirección.

Una negativa de los acreedores a acordar dicha reestructuración a tiempo, aumenta los riesgos de implementación del programa: no sólo porque la reestructuración podría reducir el impacto recesivo de los ajustes adicionales, sino porque el gobierno griego tendrá menor voluntad y capacidad política para implementarlo.

9.5. REFLEXIONES DE CARA AL FUTURO INMEDIATO

Como se ha comentado al final del epígrafe 2, la evolución de la crisis griega durante los próximos meses vendrá marcada por la interacción entre la velocidad y éxito en la implementación de las reformas, y el inicio o no de un nuevo proceso de reestructuración de la deuda.

En nuestra opinión, un alivio de la tremenda carga de deuda (175% del PIB) es una condición necesaria para que Grecia tenga futuro dentro de la eurozona, pues sin ella, la continuidad de las medidas de austeridad devendrá con toda seguridad en ausencia de recuperación del crecimiento. Es más, esta decisión debiera tomarse cuanto antes. El FMI lidera la iniciativa en este sentido, y condiciona su participación futura en el programa a que dicho alivio en la deuda se produzca. El BCE y la Comisión Europea han



dado muestras en las últimas semanas de estar orientándose hacia esta posición, si nos atenemos a la opinión (y análisis) de ambas instituciones sobre la sostenibilidad de la deuda griega. La clave ahora reside en las capitales europeas, y aquí la labor a realizarse es competencia fundamental del Eurogrupo.

El acuerdo alcanzado en la Cumbre del euro del 12 de julio de 2015, contenía la promesa, condicional a la implementación de las medidas contenidas en el tercer programa, de considerar posibles medidas adicionales que permitieran la sostenibilidad de la deuda. Por el momento, la contrapartida griega, ha aprobado parlamentariamente las medidas del programa y ha acelerado el proceso de recapitalización bancaria. Las elecciones del 20 de septiembre han devenido en un gobierno más estable, y el apoyo al programa en el parlamento es muy amplio. Este apoyo se apoya en gran medida sobre la expectativa de cumplimiento de la promesa de restructuración de la deuda. Ambas variables deberían apuntalar la confianza de los acreedores en el éxito de la implementación de las medidas, permitiendo iniciar en un breve plazo las negociaciones sobre la deuda. Si finalmente se da este paso, y la economía griega se recupera de forma anticipada, se habrá dado un paso muy importante para la construcción de la Unión Europea.

BIBLIOGRAFÍA

- Doing Business index, World Bank. 2007 to 2015 issues. «*Update of the Hellenic Stability and Growth Programme*». Greek Ministry of Finance. European Commission. 15 January 2010. Retrieved 9 October 2011.
- «*The Greek debt restructuring: an autopsy*». Jeromin Zettelmeyer, Christoph Trebesch, Mitu Gulati. 1 July 2013. Oxford Economic Policy Journal.
- «*The Second Economic Adjustment Programme for Greece. Fourth Review – April 2014*». European Commission. European Economy, Occasional Paper 192.
- «*The Debt-Deflation Theory of Great depressions*». Irving Fisher. *Econometrica*. Vol. 1, No. 4 (Oct., 1933), pp. 337-357
- «*Reform momentum and its impact on Greek growth*». Alessio Terzi. Bruegel Policy Contribution. July 2015.
- «*The troika and financial assistance in the euro area: successes and failures*». André Sapir et al. Study on the request of the Economic and Monetary Affairs Committee, European Parliament. February 2014.
- «*El FMI y la crisis del euro: aciertos, errores y lecciones para el futuro*». Manuel de la Rocha Vázquez y Víctor Echevarría Icaza. *Economía Exterior*. Núm. 66. Otoño 2013.
- «*Grecia: elecciones para la estabilidad*». José Manuel Amor y Marta Ceballos. *El País*. Agosto 2015
- «*The global competitiveness report 2011-2012*». Schwab and Salaí Marti. 2012. World Economic Forum.
- World Investment Report, UNCTAD*. 2014.



10. THE OUTLOOK FOR SOVEREIGN DEBT IN THE EURO AREA

ÁNGEL UBIDE¹

RESUMEN EJECUTIVO

A raíz de la crisis financiera, la deuda soberana del mundo desarrollado ha alcanzado máximos históricos, debido al funcionamiento de los estabilizadores automáticos, la política fiscal anticíclica, y los rescates del sector financiero. Combinado con un panorama de crecimiento potencial sombrío y unas cuentas fiscales bajo la presión del envejecimiento de la población y el aumento del gasto sanitario, hay creciente incertidumbre sobre la capacidad de los países desarrollados de pagar sus deudas.

En el caso de la zona del euro, el panorama se agrava aún más por los errores cometidos durante la crisis. La declaración de Deauville que abrió la puerta al impago de la deuda, la fuerte reticencia inicial del BCE para llevar una política de expansión cuantitativa, y el largo y confuso proceso de reestructuración de la deuda Grecia, ha creado el impago de la deuda de una economía desarrollada como uno de los escenarios que los agentes económicos deben considerar en sus modelos de gestión de riesgos. Esto cambió la naturaleza de bonos de la zona euro periférica, que en momentos de estrés pasaron de comportarse como bonos a comportarse como crédito. Para estos países, una reducción de las perspectivas de crecimiento condujo a fuertes aumentos en los tipos de interés, ya que los mercados se centraron en el aumento de la probabilidad de impago en lugar de en la senda de crecimiento nominal más débil. Esto ha creado incertidumbre sobre la trayectoria futura del diferencial entre la tasa de crecimiento y los tipos de interés en la zona del euro, un determinante clave de la dinámica de la deuda.

El carácter incompleto de la estructura económica de la zona del euro aumenta la incertidumbre. La combinación original de una cláusula de «no bail out», la prohibición de la financiación monetaria de los déficits, y la ausencia de eurobonos, crea una «trinidad imposible» que ha generado confusión en los mercados, respuestas de política económica débiles y a destiempo, y un alto costo en términos de crecimiento. Esto explica, en gran medida, porque la zona euro ha tenido la recesión más larga del G7.

Los altos niveles de deuda son preocupantes, ya que podrían afectar negativamente al crecimiento a través del «efecto sobreendeudamiento» (*debt overhang*) y el aumento de la vulnerabilidad de los países, al restringir la capacidad de implementar políticas contracíclicas y aumentar el superávit primario necesario para estabilizar el ratio de deuda.

¹ Senior Fellow, Peterson Institute for International Economics.



Cuando la deuda es alta, aumenta el riesgo de caer en un equilibrio negativo. Como resultado, el *output gap* promedio de largo plazo es negativo ya que la política económica no puede responder de manera óptima.

Estos riesgos han generado recomendaciones de reestructuración de la deuda de países de la zona euro, y de considerar activos con riesgo los bonos soberanos de los países de la zona euro. Estas propuestas son equivocadas y pueden tener efectos muy negativos a medio plazo sobre la zona del euro. Este artículo sostiene que en lugar de hacer frente a los altos niveles de deuda a través de la reestructuración para reducir el volumen de la deuda, una alternativa mejor es gestionar el futuro flujo de servicio de la deuda mediante la puesta en marcha del inicio de una unión fiscal a través de la creación de un sistema de «bonos de estabilidad». Esto facilitaría la refinanciación de la deuda y reduciría los riesgos de paradas repentinas de los flujos de capitales (*sudden stops*), manteniendo la disciplina de mercado para reducir al mínimo el riesgo moral. Los «bonos de estabilidad» asegurarían que las políticas fiscales nacionales pueden apoyar el crecimiento durante una crisis, y crearían un instrumento para generar estímulo fiscal a nivel de la zona del euro. También crearía un activo libre de riesgo que facilite la diversificación de los balances de la zona del euro de los bancos y catalice la creación de grupos bancarios paneuropeos. Esto creará las condiciones para un cumplimiento creíble de la cláusula de «no bailout» y completará la estructura económica de la unión monetaria. El resultado será una zona euro mejor preparada para la próxima recesión y un aumento del crecimiento potencial en todos los países de la zona del euro.

ABSTRACT

Euro area sovereign debt levels have reached historical highs and its economic infrastructure remains incomplete. To minimize the negative impact on growth of high debt levels and avoid a recurrence of the recent crisis, the euro area needs a fiscal capacity that ensures the efficient operation of automatic stabilizers during downturns, facilitates the implementation of euro area wide discretionary fiscal stimulus, and creates the conditions for effective risk sharing and a robust financial union that will boost potential growth.

10.1. INTRODUCTION

After the financial crisis, sovereign debt in the developed world has reached historical highs, reflecting the operation of automatic stabilizers, counter-cyclical fiscal policy, and financial sector bail-outs. Combined with a gloomy potential growth outlook and weak fiscal accounts already under pressure from population aging and rising health-care spending, there are growing doubts about the inability of many developed countries to repay their debts.

In the case of the euro area, the outlook is further worsened by policy errors during the crisis. The infamous Deauville declaration opening the door to debt defaults, the initial strong reluctance of the ECB to conduct quantitative easing, and the protracted process of Greece's debt restructuring, have introduced the event of sovereign



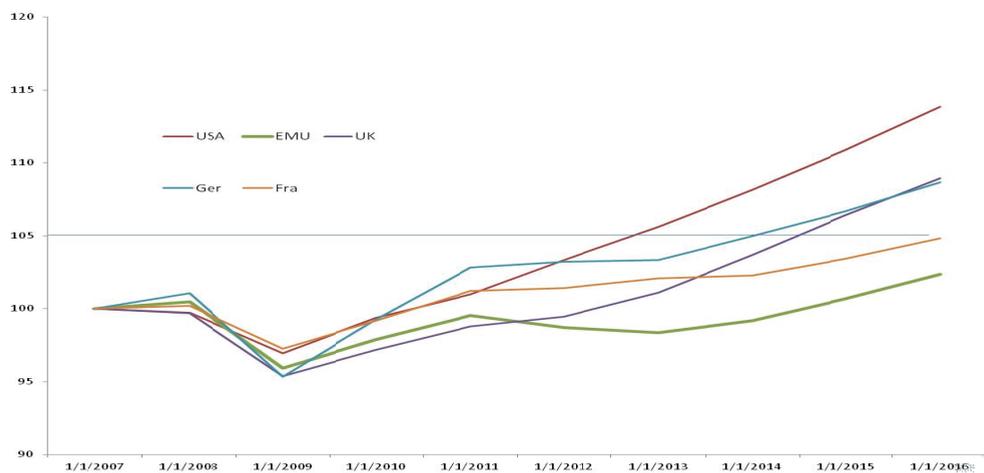
default of a developed economy as part of the plausible scenarios economic agents must consider in their risk management frameworks. This changed the nature of periphery euro area bonds, which at times of stress transitioned from trading like bonds to trading like credit. For these countries, low growth prospects led to sharp increases in interest rates, as markets focused on the increased probability of default rather than on the weaker nominal growth path. This has created uncertainty about the future path of the growth-interest rate differential for the euro area, a key determinant of debt dynamics.

The incompleteness of the euro area economic infrastructure creates further uncertainty. The original combination of a no bail out clause, no monetary financing, and no Eurobonds creates an «impossible trinity» that has led to market confusion, weak and delayed policy responses, and a very high cost in terms of foregone output. This explains, to a very large extent, the much weaker performance of the euro area during the crisis (see Figure 1).

Looking ahead, high debt levels are a concern because they could cause slower growth via the debt overhang effect – economic agents will foresee higher taxes in the future and increase savings today to budget for those tax hikes. High debt also makes countries more vulnerable, both by constraining the ability to deploy countercyclical policies and by increasing the primary surplus needed to stabilize the debt ratio following an adverse shock. When debt is high, there is a risk of falling into a bad equilibrium caused by self-fulfilling expectations. As a result, the long run average output gap becomes negative because policy responses become suboptimal.

Facing these potentially negative effects of high debt levels, there have been suggestions that euro area countries should restructure their debt, and supervisors have initiated attempts to apply positive risk weights and limit geographical exposures to euro area sovereign debt. These proposals are misguided and can have very negative medium term effects over the euro area. This paper argues that instead of addressing the high debt levels via restructuring to reduce the stock of debt, a better alternative is to manage the future flow of debt service by advancing towards the creation of a fiscal union, for example starting the process of creation of a system of Stability Bonds as presented in Ubide (2015a). This would reduce rollover risks and the odds of sudden stops while keeping market discipline to minimize moral hazard, ensure that domestic fiscal policies can support growth during a crisis, and provide an instrument to generate euro area wide fiscal stimulus. It would also create a risk free asset that can support the diversification of euro area banks' balance sheets, strengthen the financial union, and catalyze the creation of cross border banking groups. This will provide a resolution to the vicious sovereign-bank link, create the environment for a credible enforcement of the no bailout clause, and complete the economic infrastructure of monetary union. The result will be a euro area better prepared to face the next recession and higher potential growth in all countries of the euro area.

FIGURE 1



10.2. THE OUTLOOK FOR EURO AREA SOVEREIGN DEBT

The euro area debt/GDP ratio is about 93 percent of GDP, and expected to decline near 85 percent by 2020, below the US level and the G7 average (See Figure 2). However, despite stronger average fundamentals, the euro area has a weaker average rating and a higher implicit probability of default priced in the Credit Default Swaps (CDS) (see Table 1). This is mostly the result of the legacy thinking from the crisis, which forced markets to consider the possibility of debt restructuring as a condition for a rescue package. This became evident, for example, for Portugal in 2013. Markets assumed that debt restructuring would become a condition for a second Troika program and Portuguese spreads increased sharply². In the mind of markets, the need for a program introduces credit risk in euro area bonds. This implies that the current crisis management structure of the euro area, based on last resort assistance via ESM programs, could perpetuates this credit risk and the suboptimal policies associated with it.

The recent Greek crisis has reopened the discussion on the concept of debt sustainability. IMF lending policies are based around the assessment of whether a country's debt is sustainable with high probability. But sustainability is an undefined concept. Countries that issue in their own currency can raise taxes or print money to pay their debts, and therefore debt sustainability for them is a function of willingness to pay, not capacity to pay. It is at the end of the day a political decision on the allocation of costs across sectors and across generations. Any definition of sustainability based on a ratio of sovereign debt to GDP is thus arbitrary. To wit, in recent IMF programs, the target for debt sustainability has been set at 120 percent of GDP for Greece, 110 percent for Cyprus, and 70 percent for Ukraine.

² See the discussion in Rediker and Ubide (2014).

TABLE 1

	Net Present Value Pension Spending Change 2015-50	Net Present Value Health Care Spending Change 2015-50	Average Term to Maturity 2015 (years)	Non Resident Holdings of Government Debt 2014 (percent of total)	Gross Funding Needs 2015-17 Cumulative (percent of GDP)
Belgium	89.6	116.2	8	59.2	56.50
Germany	33	49	6.6	61	15.00
Ireland	29.7	24.8	12.4	62.2	24.60
Spain	22.8	55	6	42.5	63.20
France	10.7	26.4	6.8	61.2	52.10
Italy	1.9	24.3	6.4	36	60.10
Luxembourg	124.2	27.8	8.5	40.2	n/a
Netherlands	71.2	134.3	6.7	51.8	29.60
Austria	42.4	50	7.7	75.5	23.20
Portugal	6.1	49.3	6.4	71.8	54.30
Finland	51.7	44.2	6.1	78.5	26.00
Euro Area Average*	25.65	47.50	6.71	54.30	41.84
U.S.	35.5	163.1	5.7	33.8	58.10
U.K.	9.4	88.2	14.5	28.4	31.30
Japan	2.2	68.8	6.8	8.1	146.60
G7	24.9	113.4	6.8	34.7	n/a
G20	26.4	112.2	6.8	35.1	n/a

Source: IMF Fiscal Monitor April 2015.

* Average, weighted by the capital key, of the selected euro area countries.

TABLE 1

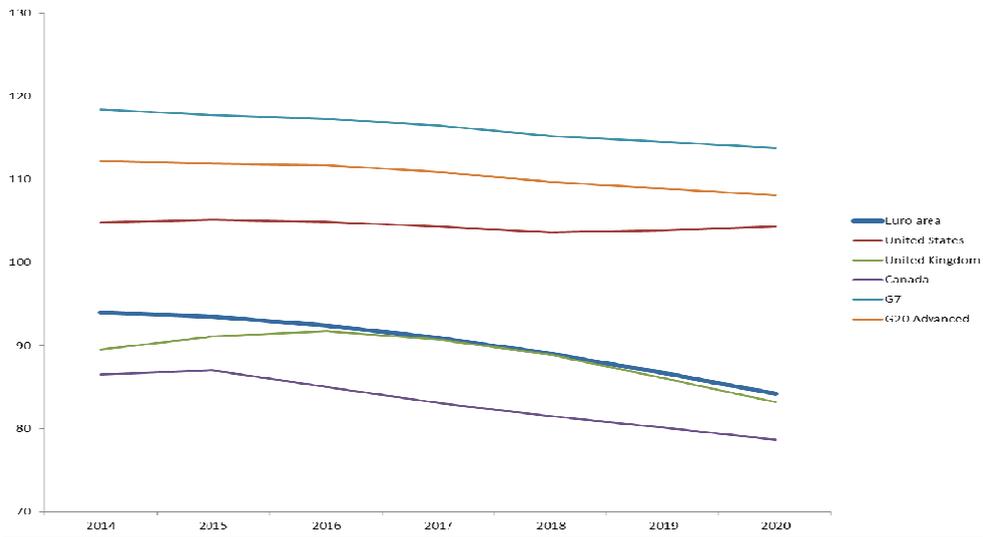
	2015 general government overall balance (%GDP)	2015 general government primary balance (%GDP)	2015 General Government Gross Debt (%GDP)	Debt Rating (Fitch)	5yr CDS level (mid-conventional bps)
Belgium	-2.9	-0.3	106.6	AA	39
Germany	0.3	1.5	69.5	AAA	14.2
Ireland	-2.4	0.6	107.7	A-	15
Spain	-4.3	-1.6	99.4	BBB+	109
France	-3.9	-2	97	AA	32
Italy	-2.6	1.4	133.8	BBB+	121.4
Luxembourg	-0.5	-0.6	27.2	AAA	n/a
Netherlands	-1.4	-0.7	67.5	AAA	17.2
Austria	-1.7	0.4	88.8	AA+	26
Portugal	-3.2	1.7	126.3	BB+	172.9
Finland	-2.4	-2.2	61.7	AAA	21
Euro Area Average*	-2.3	-0.1	93.5	AA	56.4
U.S.	-4.2	-2.2	105.1	AAA	15.7
U.K.	-4.8	-3.2	91.1	AA+	15
Japan	-6.2	-5.7	246.1	A	45.6
G7	-3.8	-2.1	117.7	n/a	n/a
G20	-3.6	-2	111.9	n/a	n/a

Source: IMF Fiscal Monitor April 2015.

* Average, weighted by the capital key, of the selected euro area countries.

The arbitrariness arises because debt sustainability is primarily a function of the ability to service the debt. Debt/GDP ratios can be mapped into many different combinations of maturities and interest rates, and therefore of debt servicing needs. This explains why the IMF shifted to a gross financing needs approach to assess the Greek debt sustainability, concluding that Greek debt could be sustainable if maturities extended and interest rates lowered, without needing to resort to a haircut (see IMF (2015a))³.

FIGURE 2



The basic equation of debt dynamics illustrates the key factors affecting debt sustainability⁴:

$$d(t) = [(1+r)/(1+g)]*d(t-1) - pb(t)$$

Where d is the debt ratio to GDP, r is the real interest rate paid on the debt, g is the real growth rate of GDP, and pb is the government primary balance (the government balance excluding interest rate payments) as a ratio to GDP. The outlook for each of these variables, not just the debt ratio, determines debt sustainability. We discuss each of them in turn.

³ Markets had already understood this in 2014, when Greece tapped markets. With long grace periods and low interest rates on the bulk of the Greek debt, new issuance in the 5 year maturity point was de facto senior to the rest of the debt, and therefore attractive in a context of a country that was likely to sustain a primary surplus.

⁴ See Escolano (2010) for a comprehensive discussion of the analytics of debt dynamics.



10.2.1. PRIMARY BALANCE A NECESSARY CONDITION

With a high starting level of debt, reaching a primary balance or surplus becomes a necessary condition to stabilize and reduce debt levels. The IMF projects that the euro area will run a primary surplus of nearly 1 percent of GDP through 2019 (see IMF (2015b)). This is not distributed homogeneously across euro area countries. While Germany is expected to run a primary surplus of over 1 percent of GDP, Spain will barely achieve primary balance. This range of primary surpluses will only serve to stabilize the debt/GDP ratio and put it in a mild downward trajectory. If the objective were to reduce debt/GDP ratios to the 60 percent target of the Fiscal Compact, the required primary surpluses would be much larger, with Italy, Portugal and Spain needing to run primary surpluses in the 4-6 percent of GDP range during 2020-2030 (see IMF (2013a)).

Historical experience suggests that these high primary surpluses are feasible but unlikely. Eichengreen and Panizza (2014) study episodes of large and persistent surpluses and find that only in about 15 percent of their sample countries were able to sustain a primary surplus higher than 3 percent of GDP over a 5 year period. Mauro et al (2013) find that high primary surpluses are easier to reach than to maintain. Analyzing data for the post war period, they find that median maximum primary surpluses have reached about 6.5 percent of GDP, but the median 5 year average primary surplus has been just 4 percent of GDP. Mauro et al (2013) also conclude that robust growth is an important element for achieving and sustaining high primary surpluses.

The range of primary surpluses needed to gradually reduce euro area debt ratios are feasible, but those needed to meet the Fiscal Compact criteria, while possible, would imply a very significant tightening of fiscal policy. This sharp tightening would be politically unfeasible, given the weak state of the euro area economy, and would not be an optimal economic policy, especially in the likely presence of hysteresis. The IMF forecast the United States to run a persistent primary deficit of about 1 percent of GDP, and the debt/GDP ratio to stabilize near 105 percent of GDP by 2020. There is no economic reason for the euro area to run a fiscal policy so much tighter than the US.

10.2.2. THE CRITICAL IMPORTANCE OF ABOVE TREND GROWTH

Persistently high debt levels can trigger a debt overhang effect which may depress growth. Therefore the optimal policy mix during high debt periods combines a steady but mild tightening of fiscal policy with an aggressively loosening of monetary policy that boosts growth and growth expectations. IMF (2013b) studies episodes of debt reductions and suggests that aggressive front-loading of fiscal adjustments damages growth and leads to worse debt outlooks than more gradual adjustments. Only a quarter of all fiscal consolidation episodes are successful in reducing debt levels when growth is below trend, but this success rate doubles when growth is above trend.



Strong growth is also important to offset the impact of high interest rates. IMF (2013b) finds that the average contribution of the reduction in the structural primary balance was about equal to the total size of debt reduction. The debt-reducing contribution of growth largely offset the debt-increasing contribution of the increasing interest bill. In other words, the median growth-interest rate differential was close to zero and thus all the debt reduction effort had to be made by the primary balance.

10.2.3. LOW INTEREST RATES FACILITATE DEBT REDUCTIONS

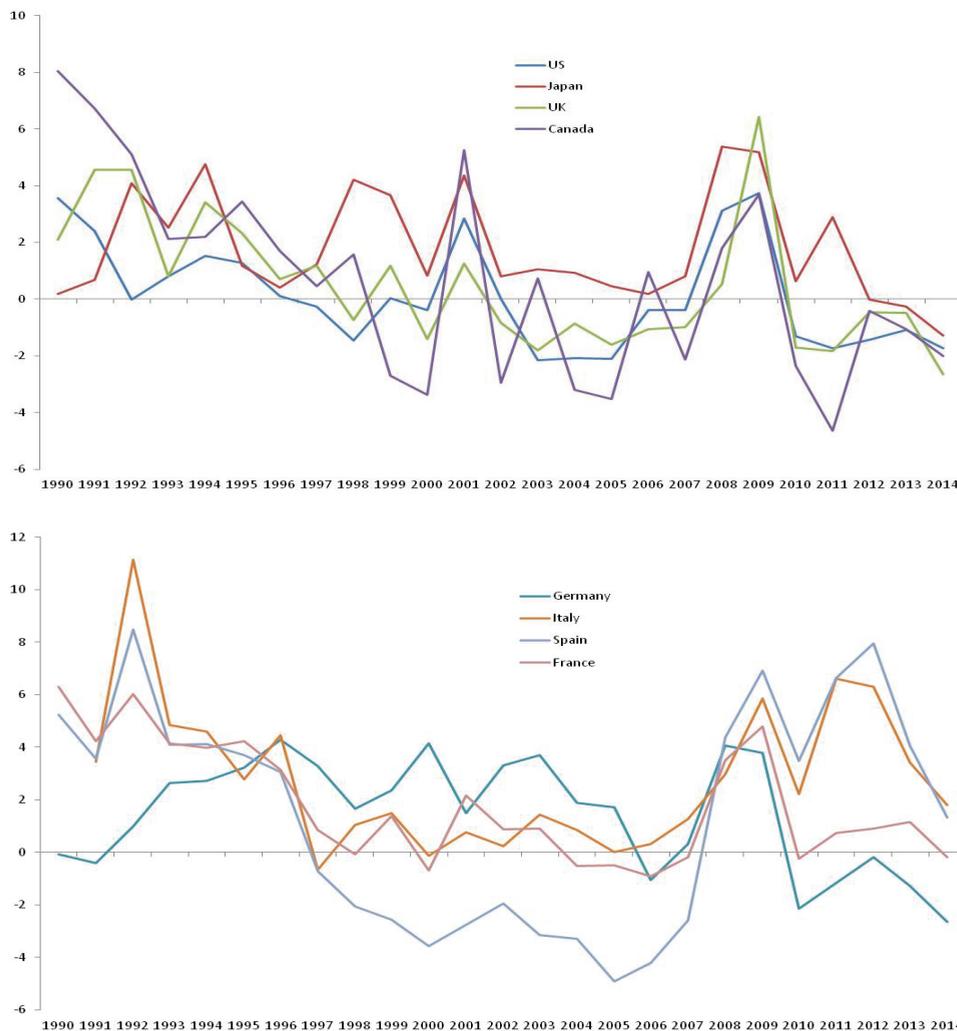
Therefore, to reduce the extent and length of required primary surpluses and/or to accelerate the reduction in debt ratios it is critical that real interest rates remain below real growth rates. This requires that long term nominal interest rates are low, and that inflation expectations are stabilized at around a positive target, and not below, in order to achieve a reduction in both nominal and real interest rates⁵.

A central bank with a disinflationary bias will increase the markets worry about the unsustainability of sovereign debt and reinforce the debt overhang effect, creating a vicious circle of weaker growth, higher debt ratio, and tighter needed fiscal policy. The Bank of Japan decision during the last two decades to target zero, rather than positive inflation, generated a high interest rate-growth differential that hampered Japan's debt stabilization efforts (Figure 3). The ECB made a similar mistake during the crisis, allowing a high interest rate-growth differential until the launching of the QE program reduced real interest rates to levels compatible with price stability⁶. On the other hand, Spain benefitted prior to the crisis from a very negative interest rate-growth differential (see Figure 3), which contributed to the acceleration of the reduction in the debt ratio.

⁵ The importance of low real interest rates can be illustrated by applying the debt dynamics equation: if the initial level of debt is 100 percent of GDP, stabilizing inflation 1 percentage point below target increases real interest rates by 1 percent and leads, *ceteris paribus*, to a 1 percentage point increase in the real interest rate-real growth differential, requiring a primary surplus that is 1 percentage point of GDP higher in order to stabilize the debt at the same level.

⁶ See the discussion in Posen and Ubide (2014).

FIGURE 3

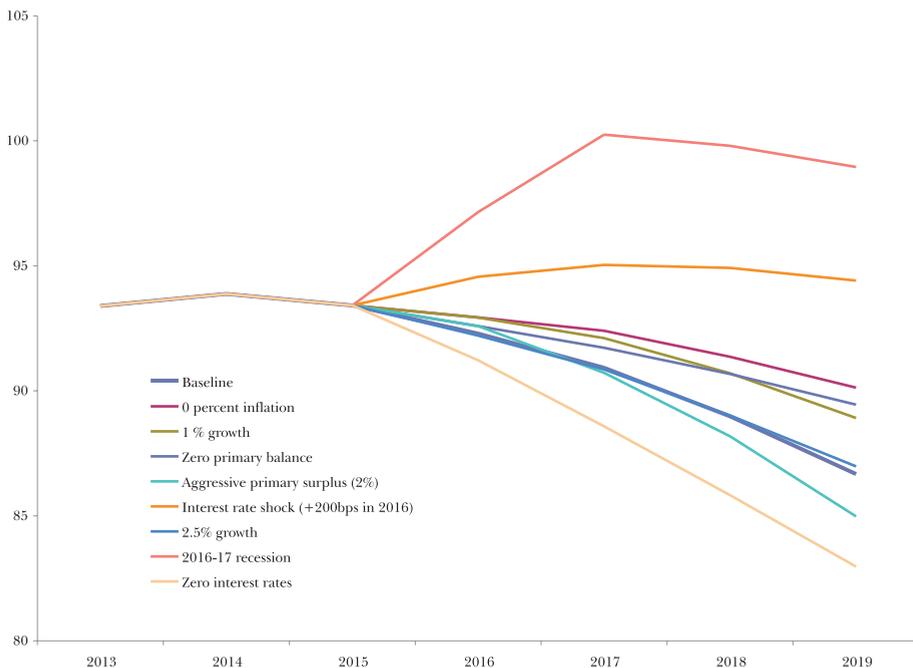


The ECB's willingness to maintain appropriately low real interest rates voids the debate on whether euro area countries borrow in their own currency or not. The only advantage of borrowing in your own currency is that the central bank can adopt the right interest rate. Inflating away the debt would just replace credit risk with inflation risk. In fact, IMF (2013b) finds very little impact of inflation on successful debt reduction episodes. The ECB's QE program also provides «institutional support» for euro area debt, putting it at par with US or UK debt. The lack of spillovers from the 2015 Greek crisis into euro area periphery bond yields confirms it.

10.2.4. PUTTING IT ALL TOGETHER

This discussion has shown that debt sustainability is a multidimensional problem. Figure 4 shows the results of a simple simulation of the evolution of the euro area debt ratio under different scenarios. The baseline case assumes the 2015 April IMF WEO projections, with growth and inflation gradually increasing, the primary balance gradually moving towards a 1 percent surplus, and interest rates remaining low and below growth rates. As a result, the debt ratio gradually declines. However, the simulations show that the euro area is very vulnerable to an adverse interest rate shock or to a new recession. At the same time, an aggressive tightening of fiscal policy that aims at a 2 percent primary surplus, even assuming no negative impact on growth, would only place the debt ratio above 80 percent by the end of the decade. The conclusion is that euro area debt is likely to remain elevated for an extended period of time and remains very vulnerable to downside growth risks.

FIGURE 4



10.3. THE EURO AREA ECONOMIC POLICY FRAMEWORK. IMPROVEMENTS AND PROPOSALS FOR JOINT ISSUANCE AND DEBT RESTRUCTURING

The economic policy framework in the euro area was created as a combination of centralized monetary policy with decentralized national fiscal policies based on common



budgetary rules set out in the Stability and Growth Pact (SGP), coupled with surveillance tools and coordination of national economic policies, which included national financial supervision. A central fiscal capacity was explicitly ruled out as it was considered that if countries were complying with the SGP and achieving a fiscal situation of close to balance or small surplus, they would be able to deal with asymmetric country-specific shocks with national fiscal policies, mostly via automatic stabilizers. The crisis has shown that this hypothesis was false.

The framework for euro area economic policy has been reinforced during the crisis, along three pillars. The first pillar is the integration of the various components of economic, budgetary and structural surveillance procedures in the European Semester, the EU's annual cycle of economic policy surveillance and coordination. Within this framework, the Commission analyses national economic policies over the first six months of each calendar year, and subsequently country-specific recommendations are issued, to be taken into account by Member States in the second half of the year. Two new legislative packages were introduced. First, the 'six-pack', which introduced a new Macroeconomic Imbalances Procedure to detect imbalances and competitiveness developments in Member States at an early stage and to assess their potential spill-over effects. The six-pack also reinforced the SGP by introducing an expenditure rule and the possibility of sanctions early in the procedure, with stronger enforcement tools for countries based on a new reversed qualified majority rule. Member States have committed to integrating the core principles of the SGP into their national legal order and set up national correction mechanisms supervised by an independent monitoring body to ensure compliance with the SGP. Second, the 'two-pack' obliges euro-area Member States to submit their annual draft budgetary plans for the following year to the Commission ahead of parliamentary adoption. The Commission evaluates these plans and issues not legally binding opinions that can lead to asking for revision of the plan.

The second pillar is the strengthening of the surveillance of the financial sector. This started with the establishment of an EU-wide system of financial supervisors composed of three supervisory authorities and a macro-prudential watchdog, followed by the creation of a single centralized mechanisms for the supervision and restructuring of banks (the so-called «banking union»)⁷. The main elements are: (a) the Single Supervisory Mechanism (SSM) that places the supervision of the main European banks at the European Central Bank; (b) The Bank Recovery and Resolution Directive, which provides a toolkit for the resolution of non-viable banks via a new power to bail-in shareholders and certain creditors and the option of transferring assets to a bridge bank; (c) the establishment of a Single Resolution Mechanism (SRM) including a Single Resolution Fund and the possibility of recapitalize banks directly as a last resort; (e) and the introduction of the fourth Capital Requirements Directive and the Capital Requirements Regulation (CRD4/CRR).

The third pillar is the development of a crisis resolution mechanism to address financial market fragility and mitigate the risk of contagion across Member States. Initially

⁷ See the discussion in Ubide (2013b), Ubide (2015b) and Veron (2015).



two temporary crisis resolution mechanisms were established: the European Financial Stabilization Mechanism (EFSM) and the European Financial Stability Facility (EFSF), later integrated into a permanent crisis resolution mechanism, the European Stability Mechanism (ESM). The ESM is an intergovernmental instrument with a pro rata guarantee structure, backed by paid-in capital of EUR 80 billion and an irrevocable and unconditional obligation on ESM Member States to provide their contribution to the authorized capital stock (total EUR 700 billion), that provides for a financial firewall of EUR 500 billion and raises the funds needed for its financial assistance by issuing debt securities with maturities of up to 30 years. The ECB contributed to the crisis management framework with the creation of the program of Outright Monetary Transactions (OMT) in the secondary markets for sovereign bonds of maturity of less than three years, conditional on an ESM program and the liquidity created would be fully sterilized.

These are welcome improvements, but don't solve the fundamental gap in the economic infrastructure of the euro area, namely the ability to issue debt jointly to have a fiscal capacity. The crisis has shown that a system of rules without money is not enough. This shortcoming has been debated intensely since 2010, although the focus of the discussion has shifted: initially joint issuance schemes were proposed as a crisis management tool, with the goal of bringing down the extraordinary yield spreads and stabilize government debt markets. As the crisis stabilized, the discussion focused more on the potential of joint issuance schemes for promoting financial integration and supporting monetary policy transmission. Proposals discussing joint debt issuance could be classified into two categories: backward looking proposals, aiming at solving the stock/legacy problem; and forward looking proposals, aiming at ensuring the stable financing of future debt flows.

Brunnermeier et al (2011) proposed the creation of a pool of synthetic and homogeneous risk free assets (European Safe Bonds, ESBies) that could serve as investment vehicles for global investors and reliable collateral for European banks. The mechanism would be the creation of a European Debt Agency (EDA) that would purchase on the secondary market a portfolio of euro area government bonds weighted by the capital key, capped 60 percent of euro area GDP. This EDA would hold the bonds passively in its balance sheet and use them as collateral to issue securities in two tranches, a senior and a junior tranche. There would be no joint liability, and the safe assets would be created by the process of pooling and tranching. The ECB would grant preferential treatment to the senior tranche, accepting them as their main form of collateral; likewise, QE would only be implemented with the senior tranche. Bank regulators would apply a zero risk weight to the senior tranche. This would make the senior tranche the preferred asset for banks. Demand for the junior tranche could come from hedge funds and other speculative investors.

Bofinger et al (2011) proposed was the establishment of a «debt redemption fund» (DRF). It presented a strategy to deal with the so called «legacy problem», with the objective was limited to helping countries to reduce their debt ratios back to 60 percent of GDP. It offered easier financial conditions via the temporary mutualization of the debt in excess of 60 percent of GDP in exchange for a tightening of the surveillance on fiscal policy. It would work as a «fiscal bridge» to a long-term steady state in which there would



be the same pre-crisis rules based system, no bail-outs and no permanent mutualization of debt, but rather a government debt restructuring mechanism.

Delpla and Von Weizsacker (2010) proposed the creation of blue and red bonds. This proposal suggested the mutualization of euro area debt up to 60 percent of GDP (the blue bonds), with the rest above 60 percent of GDP remaining national bonds (red bonds). The blue bonds would be senior with respect to the red bonds, issued by a European debt agency under joint and several liability. The 60 percent threshold would serve as an incentive for countries to reduce their debt levels towards the 60 percent of GDP target of the SGP. The annual allocation of blue bonds for each country would be decided by an independent fiscal stability council. The red bonds would be issued by the national treasuries, would be junior to the blue bonds, and not eligible for bail-out by any mechanism. Red bonds would not be eligible for ECB refinancing operations and would be subject to non-zero risk weights.

Philippon and Hellwig (2011) proposed the issuance of eurobills, as a way to introduce a safe and liquid asset that would foster further financial integration and stabilize government debt markets especially in times of stress targeted. The mechanism would be the mutualization of the front end of the euro area sovereign curve - up to 2 years - via the issuance of short term Eurobonds with joint and several liabilities. It was intentionally restricted to the very front end of the curve, under the argument that in case of default this was the safest part and thus the mutualized risk was minimized. This proposal has several shortcomings, as the truncation of the proposal at the 2 year horizon would distort the yield curve and artificially bias issuance towards the front end.

Paris and Wyplosz (2014) proposed the so called «PADRE plan» (Politically Acceptable Debt Restructuring in the Eurozone, PADRE). The plan seeks a debt restructuring mechanism conditional on not provoking a banking crisis and not generating a transfer from less indebted to more indebted countries. It envisages an agency, preferably the ECB, which buys at face value a share of existing public debts and swaps them into zero interest rate perpetuities, de fact wiping out the acquired debt. The agency funds the purchases at market rates but receives no interest payments, and thus makes perpetual losses. Purchases are made by the ECB in proportion to each country's capital key and thus each country is responsible for each share, avoiding any cross country transfer. This is a de facto intergenerational transfer within each country. The ECB offsets the near term losses with its capital and future profits.

Corsetti et al (2014) proposed a combination of some of the previous proposals. It included a one-time debt stock operation to rapidly reduce sovereign debt with a menu of options, one of which is a debt buyback through the commitment of future revenues, which could include seigniorage, VAT or a wealth (transfer) tax. Other options include a European solidarity tax with some limited redistribution across countries and 'debt-equity' exchange with GDP indexed bonds. The proposal also contains a strengthened sovereign lending framework for the ESM, with market-based incentives to avoid excessive debt levels in the future and an easier debt restructuring procedure. Finally, it also proposes regulatory changes that limit the exposure of banks to sovereign debt, particularly that of their own sovereign, complemented by the creation of a European synthetic



bond that does not require mutualisation, but would constitute a safe asset and could facilitate unconventional monetary policies by the ECB.

Other proposals have focused on the provision of insurance against higher yields. Cline (2014) and Muellbauer (2015) suggest schemes whereby countries would pay insurance premia, set as a function of each country's creditworthiness, into an insurance fund that would, in case of market jitters, cap the interest rest cost of the debt of the country undergoing stress. Others have proposed the issuance of GDP linked bonds, mostly in relationship to Greece but applicable to the euro area as a whole, linking the evolution of debt service to the evolution of nominal GDP and thus eliminating, a priori, a major source of uncertainty for the repayment outlook. The experience with countries that have tried this approach, however, is less positive (see Levy Yeyati and Ubide (2015)): the country pays an excessive premium to issue the GDP linked bonds, as a result of the scarce liquidity of the bonds and the higher uncertainty of GDP forecasts. The case of Argentina show the extent of this premium: the country paid a 50 percent discount in the issuance of the GDP linked warrants, well beyond the 12 percent exit yield of the sovereign bonds post debt exchange. There have also been proposals for the creation of a sovereign debt restructuring mechanism, in the spirit of the Brady Plan, complemented in some cases by a debt restructuring conference. Proposals have covered the range from contractual modifications – such as collective action clauses with single step aggregation – to the automatic extension of maturities of government bonds when countries request ESM assistance (see Weidmann 2014).

On the supervisory side, there have been proposals to sever the link between banks and sovereigns, by introducing non zero risk weights for sovereign bonds and limits to geographical exposures in banks' balance sheets. The Single Supervisory Mechanism (SSM) has argued that sovereign bonds are not a risk free asset, and the Basle Committee and the ESRB are making proposals along these lines⁸. An implicit objective of these proposals is to limit the extent of banks' carry trades in government bonds. However, if banks have increased their risk aversion and downgraded their longer term assessment of the global economy, it would follow that they have a preference for government bonds, and increases in risk weights would have a negligible effect on their decision. Limiting exposures by geographical quotas would introduce an arbitrary distortion into their portfolio decisions and introduce undesirable (and impossible to hedge) exposure to euro area break up risk, overall increasing the riskiness of the banks. Others have argued that this would limit the ability of governments to force banks to buy their bonds - along the lines of a financial repression argument. While it may be true that at very stressed moments of a crisis governments could count on their domestic banks to participate in auctions that would otherwise fail, it is also true that this is in the banks' interest, as their business is, almost by definition, heavily exposed to the domestic economy and have an interest in avoiding a situation where a liquidity crunch turns into a solvency problem.

None of these proposals are satisfactory. Financial engineering, via ESBies or yield caps, will never provide a credible and sustainable alternative to the lack of a joint

⁸ See, for example, ESRB (2015).



issuance mechanism. Solving the legacy/debt stock problem and just return to the pre-2007, as the DRF proposes, will not be enough, as the economic framework of the euro area has proved to be insufficient to deal with large and unpredictable shocks⁹. The proposals for debt restructuring are not viable, as the very certain costs will greatly overwhelm the potential benefits. The Padre Plan and the CEPR proposal would seriously undermine the independence of the ECB by pledging its future profits. The blue/red bonds and the eurobills come close to an optimal solution, but both have flaws. The blue/red bonds rely on joint and several guarantees that would be prohibitive for small countries. Eurobills truncate the yield curve, thus failing to provide a risk free euro area yield curve that can serve as benchmark for corporate issuance.

The key problem for debt restructuring proposals is that most of the euro area debt is held by residents, and therefore the amount of debt relief would be very limited if at all, in addition to undermining the confidence on the sovereign bond market and bankrupting the banking sector. An additional problem is that after the ECB's QE program, a large share of the debt will be in the balance sheet of the ECB. Under Maastricht Treaty the ECB can't participate in any debt restructuring, at the risk of violating the monetary financing prohibition. Therefore this would make the haircut applicable to the private sector even larger.

The proposal to limit sovereign bond holdings is specially problematic, as it would increase funding costs for the weaker sovereigns and the vulnerability of their debt markets, introduce undesirable (and impossible to hedge) break-up and currency risk into euro area banks' balance sheets, reduce available collateral, and generate regulatory confusion. Instead of applying differential credit risk to euro area bonds, it would be more productive to make the institutional changes needed to reduce credit risk and make it comparable to government bonds in other jurisdictions.

10.4. THE ROAD TOWARDS FISCAL UNION

As the euro area crisis has ended and growth has returned there has been an intensification of the debate on the strengthening of the euro area ability to withstand future shocks. The ECB's President, Mario Draghi, has declared that the euro area must invest in a mechanism to share the cost of shocks, so that «all countries can retain full use of national fiscal policy as a countercyclical buffer»¹⁰. The 2015 «Five Presidents» report¹¹ sets out a long term vision for the euro area, including the medium term (2017-2025) objective of creating a fiscal stabilization function for the euro area coupled with further steps towards reinforced central powers over budgetary and economic policy matters. This would pave the way for a long term fiscal and economic union with a central budget and fiscal capacity, the power to tax and issue debt, and an EMU Treasury, all coupled with a transferring of more national sovereignty to the EMU.

⁹ The need to abandon the deterministic view of the world implicit in the Rules based, German approach to EMU, is discussed in Ubide (2013a).

¹⁰ See Draghi (2014).

¹¹ See Juncker et al (2015).



The proposals in the «Five Presidents» report are welcome, but they are too vague and the euro area can't wait until the medium term. The debate on Eurobonds failed during the crisis because it was perceived as a way to share the cost of the crisis and relieve euro area periphery countries from their need to reform. These two problems are now largely solved. With the exception of Greece, all periphery countries have market access at reasonable rates, and reform programs are well advanced. But the global economy is fragile and the probability of a global downturn happening during 2017-2025 is very high. Europe's economy and societies are too weak, especially as a result of rising income inequality, to endure another recession where fiscal policy can't adequately respond to cushion the downturn. The work towards a fiscal stabilization function must start before the next recession hits.

The «Five Presidents» report identifies three principles for the stabilization function: it should not lead to permanent transfers, it should not undermine incentives for sound fiscal policy making at the national level, and it should improve the economic resilience of EMU and of individual member states. Given the idiosyncrasies of the euro area, and the need to rebuild trust among member states, a fiscal union has to combine some joint issuance with mechanisms to ensure national fiscal discipline, avoid moral hazard, and guarantee political legitimacy. These mechanisms have to go beyond legal rules, which experience shows have been overruled at times of stress, and incorporate a strong component of market surveillance.

One option that meets the principles outlined in the 5 Presidents Report, satisfies the requirements discussed above and avoids the shortcomings of previous joint issuance proposals is the system of «Stability Bonds» proposed in Ubide (2015a). In a nutshell, Stability Bonds would partially finance euro area debt up to 25 percent of GDP along the full spectrum of maturities of the yield curve, supported by shared revenues and/or new euro area wide taxes¹². Stability Bonds would be senior to national bonds and support the financing of national government activities, so that even during country specific market panics a portion of government's funding would be guaranteed and economic stabilization could be achieved. In the event of a large euro-area wide negative shock, Stability Bonds could also be issued to finance a euro area wide fiscal stimulus package. This would create a mechanism to design the euro area fiscal stance when a more expansionary fiscal policy is needed, correcting the asymmetric nature of euro area fiscal policy rules and reducing its deflationary bias^{13,14}. Limiting Stability Bonds to 25 percent of GDP strikes the right balance between provision of stability and containment of moral hazard. This structure would be similar in spirit to the German Federal system, which tries to reconcile the principles of independence of the budget process at the Lander level with some equalization of services across Lander. But this structure would not cre-

¹² See Ubide (2015a) for all the details of how Stability Bonds would operate.

¹³ Because fiscal policy in the euro area is created by the aggregation of each country's fiscal policy, with asymmetric rules designed to reduce deficits, there are no rules to generate a euro area fiscal stimulus if individual countries refuse to participate.

¹⁴ This is analogue to the finding that military alliances undersupply defense when compared to common defense mechanisms, because of free riding. Rules are never a perfect substitute from a common framework. See (Spolaore (2012)).



ate a permanent transfer system as the equalization across countries would only be in output gap terms, not in output level terms, by providing the instruments for fiscal stabilization during downturns.

Both Stability Bonds and national bonds would be eligible for repo at the ECB and for the ECB's QE programs. Because Stability Bonds will increase the stability of the euro area as a whole and of each of the countries, the combined cost of debt will likely decline for all countries, even if the yield on the national bonds could increase marginally due to the seniority of the Stability Bonds¹⁵. The Stability Bonds would allow terminating the politically conflictive OMT program, as the stabilization function of individual countries would now be performed by the Stability Bonds.

The Stability Bonds would contribute to a deeper and more resilient financial union. It would create a euro area risk free curve that will allow euro area multinationals to price their bonds, while preserving the domestic yield curves from smaller, domestically oriented firms¹⁶. It would provide banks with an asset to further diversify their portfolios, facilitating the efforts to limit the exposure to domestic assets and further contributing to the breaking up of the bank-sovereign link. In addition, by generating a more stable euro area economy, with smaller ex ante divergences across countries and, very importantly, sharply reduced break up risk, it will encourage the creation of cross border banks that deliver efficient private risk sharing via equity holdings¹⁷, one of the key missing pieces of the current framework¹⁸. The disappearance of break up risk should allow supervisors to incentivize cross border equity holdings via lower capital charges that reflect the diversification benefit. Overall, by creating a more stable euro area, Stability Bonds would contribute to reducing risk premia in euro area assets and therefore ease financial conditions over the medium term, reducing the cost of capital.

Because national bonds would now represent a smaller part of domestic banks portfolios and of the ECB balance sheet, the «no bailout out» clause would become more credible. If in the future a euro area country, despite the enhanced surveillance and market discipline, would end up in a truly unsustainable situation, its financial system should be more diversified and better able to handle an eventual restructuring of its debt. This restores the balance between liability and control that opponents of joint issuance often mention, and eliminates the need for an ex-ante debt restructuring mechanisms¹⁹.

¹⁵ In principle, the cost of debt for each country should a priori be unchanged, unless new risk premia are created or reduced.

¹⁶ The lack of a full yield curve was the main flaw of the eurobills proposal in Phillippon and Helwig (2011).

¹⁷ See Farhi and Werning (2012) for a theoretical discussion of this catalyzing effect of public risk sharing for private risk sharing.

¹⁸ This would allow supervisors to grant capital credits to banking groups that would diversify equity holdings across euro area countries.

¹⁹ See, for example, Weidmann (2014), who argues in favor of clauses that trigger automatic maturity extensions in bonds of countries that request ESM assistance.



10.5. CONCLUSION

EMU was created under the assumption that a «stability union» could only be defined by the combination of the no bail out clause and the individual responsibility of each state.²⁰ However, the crisis has demonstrated the contrary: a stability union will only be achieved with a joint fiscal capacity. The crisis has shown that EMU was incomplete and lacked mechanisms for efficient risk sharing, both public and private. The reforms introduced since 2010 attempt to address the lack of risk sharing via bail-ins and last resort rescues, which expose euro area countries to market panics and require very front loaded fiscal adjustments that imply a very steep GDP cost at times of crisis²¹. This is inefficient and suboptimal, and it is not politically or economically sustainable in the long run. The euro area needs a robust insurance mechanism that provides stability during bad times and allows fiscal policy to operate in countercyclical manner²².

Starting the process of introduction of a fiscal capacity now would fulfill several roles. It would facilitate the servicing of the existing debt and reduce the debt overhang effect; it would complete the financial union by providing a credible backstop to the bank resolution fund and the needed deposit guarantee; it would create an asset that European banks can use to efficiently diversify their portfolios and reduce their exposure to their home country; it would facilitate that fiscal policies will not have to act in a pro cyclical fashion again during a financial crisis; and it would ensure that euro area countries won't become vulnerable again to a sudden stop. These improvements will add resilience to the euro area economy, facilitate the development of private risk sharing mechanisms, such as the creation of true pan European banks, and increase potential growth.

It is impossible to foresee all the difficulties that the adoption of a fiscal union and a European Treasury will face. A fiscal union will only be created in small steps, and will surely require corrections along the way. The introduction of a system such as the Stability Bonds provides a policy option to ease financial conditions in the euro area to accelerate the recovery from the crisis and an environment to safely experiment and progress towards a fully fledged fiscal union.

REFERENCES

- Bofinger, Peter, Lars P Feld, Wolfgang Franz, Christoph M Schmidt, Beatrice Weder di Mauro (2011), «A European Redemption Pact», www.voxeu.org
- Brunnermeier, Markus, Luis Garicano, Philip R. Lane, Marco Pagano, Ricardo Reis, Tano Santos, David Thesmar, Stijn Van Nieuwerburgh and Dimitri Vayanos (2011), «European Safe Bonds (ESBies)», www.voxeu.org.

²⁰ See, for example, Weidmann (2014).

²¹ If fiscal multipliers are large, frontloaded fiscal consolidation can hurt growth and exacerbate debt levels in the short run. If financing allows, adjustment should be conducted at a pace that balances the need to improve structural primary balances against the need to not unduly undermine growth.

²² See Draghi (2014).



- Corsetti, Giancarlo, Lars Feld, Philip Lane, Lucrezia Reichlin, Helen Rey, Dimitry Vayanos, and Beatrice Weder di Mauro, (2015), «A New Start for the Euro Zone: Dealing with Debt», CEPR.
- Escolano, Julio (2010), «A Practical Guide to Public Debt Dynamics, Fiscal Sustainability and Cyclical Adjustment of Budgetary Aggregates», IMF Technical Notes and Manuals, January.
- Delpla, Jacques and Jakob Von Weizsacker (2010), «The Blue Bond Proposal», Bruegel Policy Brief.
- Draghi, Mario (2014), «Stability and Prosperity in Monetary Union», speech at the University of Helsinki, November 2014.
- ESRB (2015), «Report on the Regulatory Treatment of Sovereign Exposures», March
- Farhi, Emmanuel, and Ivan Werning (2014), «Fiscal Unions», NBER Working Paper 18280.
- IMF (2013a), Fiscal Adjustment in an Uncertain World, IMF Fiscal Monitor, April 2013.
- IMF (2013b), Dealing with High Debt in an Era of Low Growth, IMF Staff Discussion Note 13/07.
- IMF (2015a), Greece. An Update on IMF Staff's Preliminary Public Debt Sustainability Analysis. IMF Country Report 15/186, July.
- IMF (2015b), Fiscal Monitor, October 2015.
- Juncker, Jean Claude, Donald Tusk, Jeroen Dijsselbloem, Mario Draghi and Martin Schulz (2015), «Completing Europe's Economic and Monetary Union», European Commission.
- Levy Yeyati, Eduardo, and Angel Ubide (2015), «GDP-linked bonds: can Argentina's Failure Become Greece's Success?», PIIE Real Time Economic Issues Watch.
- Mauro, Paolo, (2014), «Role of Fiscal Policy to Spur Growth in Europe», in Posen, Adam, and Angel Ubide (2014), «Rebuilding Europe's Common Future», PIIE Briefing 14-5.
- Mody, Ashoka (2013), «Sovereign Debt and its Restructuring Framework in the Euro Area», Bruegel Working Paper 2013/05.
- Muellbauer, John, (2015), «Conditional Eurobonds and the Sovereign Debt Crisis», manuscript, Nuffield College.
- Paris, Pierre, and Charles Wyplosz, (2014), «The PADRE Plan: Politically Acceptable Debt Restructuring in the Euro Zone», www.voxeu.org, January.
- Philippon, Thomas, and Christian Hellwig (2011), «Eurobills, not Eurobonds», www.voxeu.org
- Posen, Adam, and Angel Ubide (2014), «Rebuilding Europe's Common Future», PIIE Briefing 14-5.
- Rediker, Doug and Angel Ubide (2014), «A Disruptive Proposal by the IMF», Bloomberg View, February 17, 2014.
- Spoalore, Enrico (2012), «National Borders, Conflict and Peace», in Michelle Garfinkel and Stergios Skaperdas (Eds), *Oxford Handbook of Political Economy*, OUP.



- Ubide, Angel (2013a), «Reengineering EMU for an Uncertain World», PIIE Policy Brief 13-4.
- Ubide, Angel (2013b), «How to Form a More Perfect Banking Union», PIIE Policy Brief 13-23.
- Ubide, Angel (2015a), «Stability Bonds for the Euro Area», PIIE Policy Brief 15/18.
- Ubide, Angel (2015b), «Financial Market Integration, Regulation and Stability», in Harald Badinger and Volker Nitsch, (Eds), Handbook of the Economics of European Integration, Routledge.
- Veron, Nicolas (2015), «Europe's Radical Banking Union», Bruegel Essay and Lecture Series, May.
- Weidmann, Jens, (2014), «Towards a More Stable European Monetary Union», speech at Madrid Stock Exchange, July.



11. LA SOSTENIBILIDAD DE LA UNIÓN MONETARIA VISTA DESDE LAS ECONOMÍAS EMERGENTES*

ALICIA GARCÍA-HERRERO**
DAVID MARTÍNEZ TURÉGANO***

EXECUTIVE SUMMARY

The establishment of a single monetary area in Europe at the end of the 20th century was a disruption in the traditional approach of economic integration processes consisting of trade liberalization and the reduction of tariffs. The creation of a common currency for 11 countries, which implied the use of a single monetary policy and the loss of the exchange rate as a policy tool for economic adjustment, only finds a comparable precedent in the birth of the dollar and of the US itself at the end of the 18th century.

The balance of the first decade of the Economic and Monetary Union (EMU) was positive in terms of growth and price stability, a fact that drew the interest of other integration processes around the world, particularly in the Asia-Pacific region. Rapid economic growth and the increase of relations between countries in the area brought forward the debate on adopting a single currency.

However, the ongoing economic recession in the EMU and, on top of that, the problems that have arisen due to a flawed design of the single monetary area, have cooled down the discussion. Once the positive impact of the financial shock generated by the creation of the EMU has faded away, structural divergences among country members have come to the spotlight. These divergences constitute significant bottlenecks for recovery and have required an unprecedented review of the institutional framework. A debate on optimal monetary areas was held when preparing the roadmap for the EMU during the 90s and is well alive again at present.

The goal of this article is to assess, on a comparative perspective from the experience of the EMU, the two most promising ongoing integration processes in the emerging world, i.e. the Association of South-East Asian Nations (ASEAN) and the Pacific Alliance. In the first section we describe the current degree of integration and the goals set for the following years, while in the second section we broadly analyze the degree of nominal and real convergence between the countries of both blocs, as well as the sensitivity of the economies to external shocks. A final section of conclusions closes the article.

* Las opiniones expresadas en los artículos firmados son las de los autores y no reflejan necesariamente los puntos de vista de las instituciones en las que desarrollan su labor profesional.

** Senior Researcher fellow at RIELCANO and BRUEGEL.

*** Staff Economist at Bank of Spain.



RESUMEN

La constitución de un área monetaria única en Europa a finales del siglo XX constituyó una ruptura respecto al foco tradicional de los procesos de integración económica en la apertura comercial y el desarme arancelario. La creación de una moneda común a 11 países, con la consiguiente puesta en marcha de una política monetaria única y la pérdida del tipo de cambio como política económica de ajuste, solo puede encontrar un precedente comparable en el nacimiento del dólar y de los Estados Unidos de América a finales del siglo XVIII.

La década inicial de funcionamiento de la Unión Económica y Monetaria (UEM), saldada de forma relativamente favorable en crecimiento y estabilidad de precios, suscitó el interés de otros procesos de integración en el mundo, particularmente en la zona de Asia-Pacífico. El rápido crecimiento económico y un incremento de las relaciones entre los países de la zona pusieron sobre la mesa el debate sobre la conveniencia de adoptar una moneda única.

Sin embargo, la crisis económica en la que se encuentra inmersa la UEM desde 2009 ha enfriado esta discusión al poner de manifiesto los graves problemas que puede comportar un mal diseño de un área monetaria única. Una vez agotados los efectos positivos del shock financiero que supuso la creación de la UEM, han aflorado las divergencias estructurales entre países miembros, que obstaculizan y ralentizan la salida de la recesión y han requerido revisiones continuadas de la arquitectura institucional. El debate sobre las áreas monetarias óptimas (OCA por sus siglas en inglés), que ya estuvo presente en los años noventa en los trabajos preparatorios para la UEM, está así nuevamente sobre la mesa.

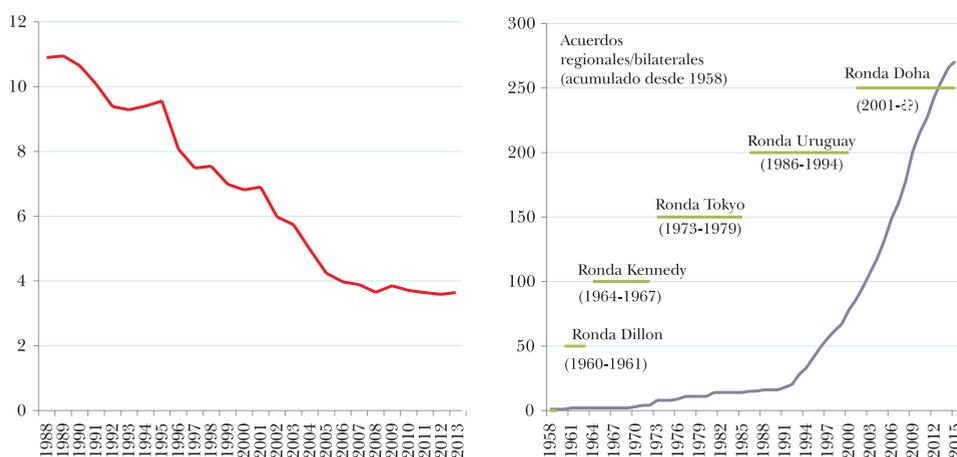
El objetivo de este artículo es evaluar, con referencia a la experiencia de la UEM de los últimos 15 años, las condiciones de integración en los dos procesos más prometedores actualmente en el mundo emergente, la Asociación de Naciones del Sudeste Asiático (ASEAN) y la recién creada Alianza del Pacífico. En una primera sección describimos el grado de integración hoy vigente y los objetivos establecidos para los próximos años, mientras que en un segundo bloque más extenso analizamos el grado de convergencia nominal y real de los países pertenecientes a estos dos bloques, así como el potencial alcance de las políticas económicas ante la realización de choques externos. Un epígrafe final de conclusiones cierra el artículo.

ALCANCE DEL PROCESO DE INTEGRACIÓN EN ÁREAS EMERGENTES

La integración económica desde mediados del siglo XX ha descansado globalmente en procesos de apertura comercial y desarme arancelario (Gráfico 1), que durante las décadas iniciales estuvieron guiados por la Organización Mundial del Comercio (OMC), entonces bajo el nombre del GATT (Acuerdo General sobre Aranceles Aduaneros y Comercio). Estos procesos se enmarcaban en un contexto en el que las economías emergentes atravesaban crisis recurrentes y apenas conseguían avanzar en el cierre de su brecha de ingreso respecto a las desarrolladas.

Sin embargo, en el siglo XXI, este marco ha cambiado de forma radical, con un crecimiento elevado y sostenido de los países emergentes, que han elevado de forma notable su peso en el conjunto de la economía global. Al mismo tiempo, la parálisis en las negociaciones en el seno de la OMC, con la inconclusa ronda de Doha convertida ya en la más larga de su historia, ha llevado a una visión mucho más pragmática por parte del mundo emergente para impulsar sus relaciones comerciales. Así, desde 2000 se han firmado un promedio anual de 13 acuerdos bilaterales o regionales, sumando más de 200 en los últimos 15 años (Gráfico 1).

GRÁFICO 1. DESARME ARANCELARIO Y PROCESOS DE INTEGRACIÓN COMERCIAL



*Media para cada país ponderada por la composición de importaciones y promedio global ponderado por PIB ajustado por paridad de poder adquisitivo.

Fuente: elaboración propia a partir de datos del Banco Mundial y la OMC.

Entre los países más activos destacan Chile (26 acuerdos vigentes), Perú (16), México (13) y Colombia (10), que con la Declaración de Lima en 2011 iniciaron un proceso de integración cuatripartito bajo la denominada Alianza del Pacífico. El acuerdo nace con voluntad de superar el escaso impacto en crecimiento de múltiples tentativas previas en América Latina, como la Asociación Latinoamericana de Libre Comercio (ALALC, creada en 1960 y reemplazada en 1980 por la Asociación Latinoamericana de Integración (ALADI)), la Comunidad Andina (CAN, fundada en 1969), Mercosur (1991), o las más recientes Alianza Bolivariana para América (ALBA, 2004) y el Área de Libre Comercio de las Américas (ALCA, iniciado en 2005 y ya difunto).

La Alianza del Pacífico tiene su base en los acuerdos bilaterales previos de libre comercio entre los países miembros, pero su ambición integradora es mayor, ya que contempla el establecimiento de un mercado interior único y la eliminación de visas para el desplazamiento de trabajadores, así como ámbitos de cooperación en múltiples aspectos.



tos, como el medio ambiente, la financiación a PYMEs o la investigación científica (Tabla 1). Además del impulso a la movilidad de mercancías y personas, en 2011 se creó el Mercado Integrado Latinoamericano (MILA), consistente en la integración bursátil de las bolsas de valores de los cuatro países.

TABLA 1. ÁREAS DE INTEGRACIÓN Y BARRERAS A LA MOVILIDAD DE FACTORES

	Unión Económica y Monetaria	ASEAN	Alianza del Pacífico
<i>PIB aj.PPP (2014)</i>	13,2 bn\$	6,4 bn\$	3,6 bn\$
<i>Población (2014)</i>	340mn	532mn	221 mn
Área de integración			
Unión aduanera / libre comercio	Acta Única (1986)	AFTA (1992) (extinción progresiva del esquema de arancel preferente)	Acuerdos bilaterales previos de libre comercio, eliminación aranceles para >90% (2014)
Mercado interior único	Tratado de la UE (1992) (directiva de servicios en transposición)	Asean Economic Community (AEC) (objetivo para 2015)	Objetivo
Frontera común	Schengen (1995)	Acuerdo para la movilidad de personas (2012)	Eliminación de visas, embajada común, proyecto de visado turístico único para terceros
Unión monetaria	BCE-SEBC (1999)	Descartada, trabajos preliminares (Asian Monetary Unit, AMU)	
Fondo / mecanismo de estabilización financiera	EFSF (2010), MEDE (2012)		
Supervisión bancaria	MUS (2015) (directiva de recuperación y resolución en aprobación)		
Mercado único capitales	En discusión (objetivo para 2017)	Asian Bond Fund (2003) para la compra de bonos en moneda doméstica	Mercado bursátil: MILA (2011)
Unión fiscal	Función estabilizadora, no presupuesto único (objetivo para 2015)		

Barreras a la movilidad de factores

Idioma común con otro país / máximo (países con ninguno)	14/342 (10)	16/90 (3)	Español
Origen legal predominante	Francés, alemán (inglés, escandinavo)	Francés (inglés, socialista)	Francés
Fronteras comunes / máximo (países con ninguna)	36/342 (5)	22/90 (1)	4/12 (1)
Distancia media entre capitales (km)	1563km	1610km	3765km
Tiempo medio de viaje por barco entre principales puertos (días)	n.d.	4 días	9 días
Tiempo medio de viaje por carretera entre capitales (horas)	n.d.	24 horas	56 horas (Ciudad de México sin conexión terrestre)

Fuente: elaboración propia a partir de datos de la Comisión Europea, ASEAN, Alianza del Pacífico, FMI, Naciones Unidas, CEPII, La Porta et al. (2007), CIA Factbook.



Por su parte, en Asia emergente, el proceso de integración más avanzado y dinámico tiene lugar bajo el paraguas de la ASEAN, que se fundó en 1967 pero que está teniendo en la actualidad su mayor impulso con la conformación de una genuina área de libre comercio y unión aduanera, la constitución de un mercado interior único y el impulso de la movilidad de trabajadores en la zona (Tabla 1). Los avances en materia de integración financiera son más limitados, destacando la iniciativa *Asian Bond Fund* (ABF) para la adquisición de bonos públicos domésticos, que ha mejorado la liquidez en este segmento del mercado¹. Sin embargo, la discusión sobre una moneda única para los miembros de ASEAN ha quedado por el momento descartada².

GRADO DE INTEGRACIÓN COMPARADO

Medido por el peso de las relaciones comerciales, financieras y migratorias entre los países miembros, el grado de integración de las economías de la ASEAN, con una cuota intrarregional media del 25%, y, sobre todo, de la Alianza del Pacífico, con menos de un 5%, es limitado respecto a la situación en la UEM, donde en torno a un 45% de las relaciones exteriores son con otros países miembros (Gráfico 2), cifras que ya mostraba en el momento de su nacimiento como área monetaria.

En buena medida este resultado es coherente con la dimensión de las diferentes áreas económicas, ya que existe una relación negativa entre tamaño y apertura al exterior, pero también está relacionado con el grado formal de integración y la existencia de otras barreras al movimiento de productos, capitales y personas (Tabla 1). Así, por ejemplo, la ubicación y orografía favorecen los intercambios comerciales en la UEM, vía terrestre, y la ASEAN, vía marítima, mientras que el transporte entre países encuentra más obstáculos de esta naturaleza en la Alianza del Pacífico. Sin embargo, para ésta cabe ser más optimista a futuro en algunos aspectos ya que cuenta con la ventaja de tener un idioma común y el mismo origen legal de leyes y regulaciones³ en todos sus miembros, mientras que la dispersión en estas dos dimensiones es enorme en las otras dos zonas.

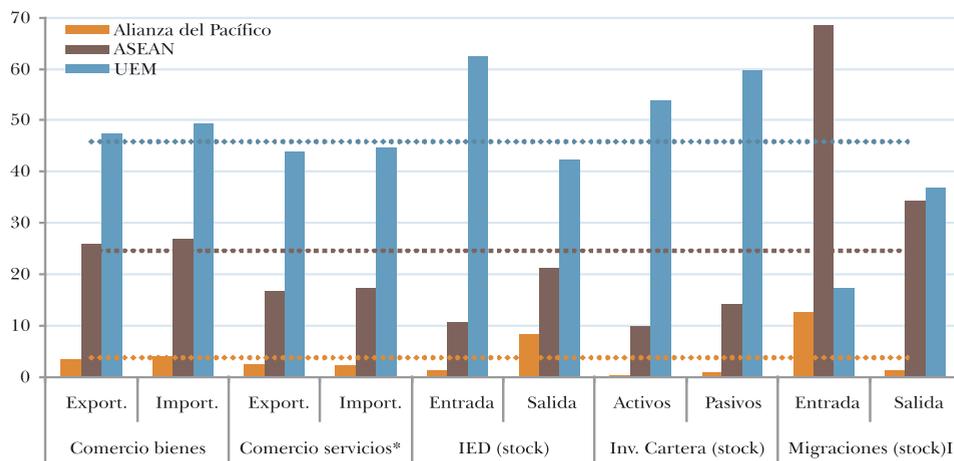
En particular, el grado de integración de la UEM es superior de forma significativa en las relaciones financieras, con un porcentaje intrarregional que promedia el 55% del stock de Inversión Extranjera Directa (IED) y de inversiones en cartera, frente a menos del 15% en la ASEAN y del 3% en la Alianza del Pacífico. Por el contrario, los movimientos migratorios entre países miembros representan un porcentaje más elevado que el promedio de variables en estas dos zonas e incluso en el caso de la ASEAN supera los registros de la UEM, con más de un 50% de circulación intrarregional de personas frente a menos del 30%, respectivamente.

¹ Chan et al. (2011).

² www.bbc.com/news/business-32383929

³ La Porta et al. (2007).

**GRÁFICO 2. RELACIONES INTRARREGIONALES POR ÁREA
(ÚLTIMO DATO DISPONIBLE)**



*Incluye las actividades de construcción, electricidad, gas y suministro de agua.

Nota: las líneas discontinuas se corresponden con las medias simples de todos los indicadores para un área.

Fuente: estimaciones a partir de datos del FMI, OCDE, Naciones Unidas

EL ESTADO DE CONVERGENCIA Y FACTIBILIDAD DE UNA MONEDA ÚNICA

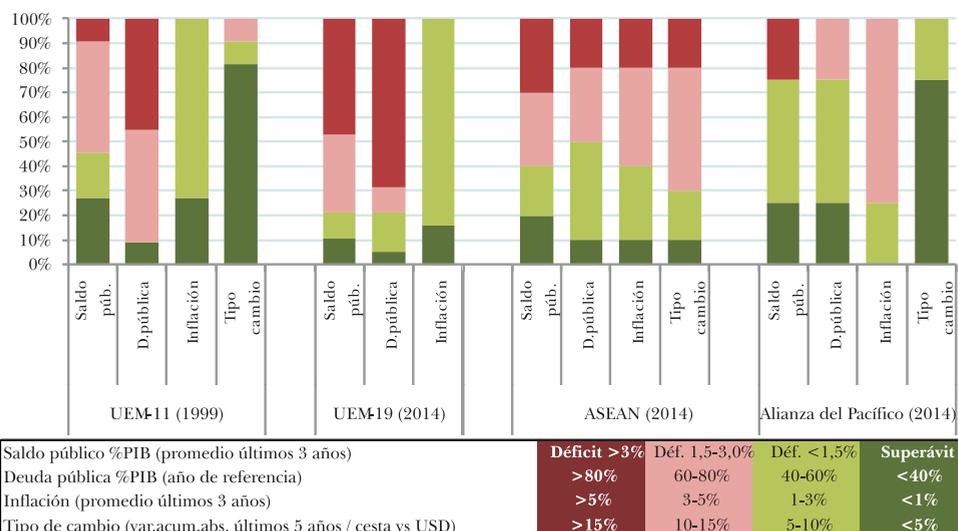
El éxito de los procesos de integración viene marcado por los objetivos y el grado de ajuste de la implementación a las condiciones subyacentes para alcanzar dichos objetivos. El caso de la UEM es paradigmático en el desalineamiento entre el diseño adoptado y el óptimo, ya que la lógica de su creación —«la convergencia nominal traerá la convergencia real»— se ha probado errónea. Los problemas asociados están siendo abordados con un marco institucional del que carecía en sus inicios, pero las condiciones subyacentes persisten —esto es, una elevada disparidad en la economía real de los miembros. Y son condiciones subyacentes que se reproducen, incluso en mayor medida, para los otros dos procesos de integración de nuestro interés, la ASEAN y la Alianza del Pacífico, por lo que las opciones de avance en estos casos se desvían de forma natural de la creación de una moneda única en estas zonas.

CONVERGENCIA NOMINAL

El Tratado de Maastricht (1993) estableció las condiciones por las que cinco años después se evaluaría a los países miembros de la Unión Europea para considerar su ingreso en la UEM. Los denominados criterios de convergencia, todos ellos nominales, tenían como objetivo homogeneizar las condiciones en las que se aplicaría una política monetaria única. Si aplicamos hoy criterios similares de convergencia fiscal (déficit y deuda pública), inflación y estabilidad del tipo de cambio a otros procesos de integración en

curso (Gráfico 3), observamos que la heterogeneidad es elevada dentro de los países de la ASEAN y de la Alianza del Pacífico, si bien no muy superior a la existente en la UEM al inicio de la moneda única y en el momento actual en muchos aspectos—de hecho, para el caso concreto de la deuda pública, un mayor porcentaje de países se situaría por debajo del límite del 60% del PIB.

GRÁFICO 3. CONVERGENCIA NOMINAL: CUENTAS PÚBLICAS, INFLACIÓN Y TIPO DE CAMBIO (% DE PAÍSES MIEMBROS SEGÚN VALOR DE LAS VARIABLES)



Fuente: elaboración propia a partir de datos del FMI.

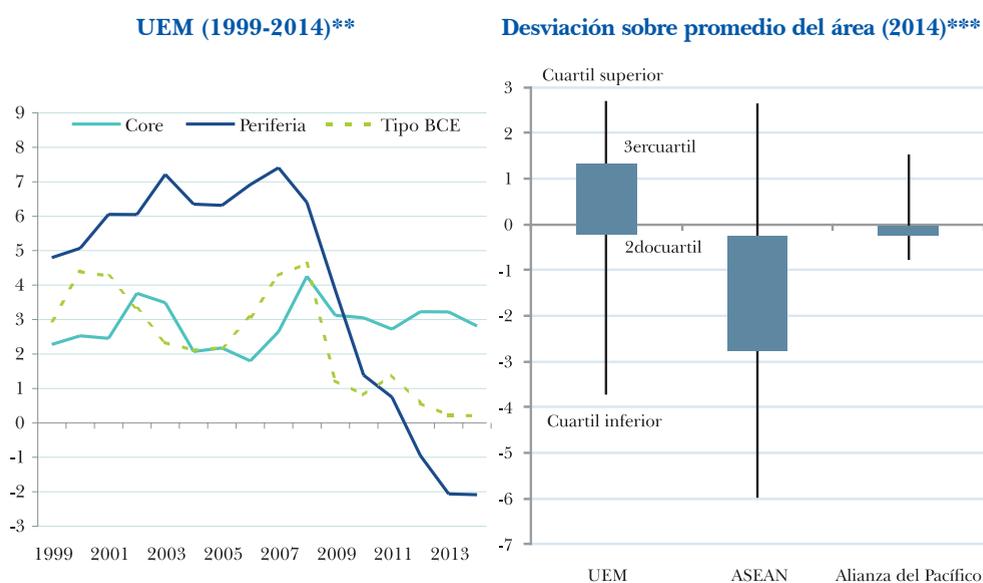
Por lo tanto, la situación de partida en términos de convergencia nominal no parecería hoy un argumento que por sí solo aconsejara o desaconsejara un proceso de unión monetaria en la ASEAN o la Alianza del Pacífico. La experiencia de la UEM en los últimos 15 años muestra que los criterios de Maastricht no eliminaron las distorsiones de utilizar una política monetaria única.

Prueba de ello son los resultados de estimar el tipo de interés ajustado a las condiciones cíclicas y al objetivo de inflación (regla de Taylor) para dos grupos de países de la UEM, el denominado *core* y la periferia (Gráfico 4). El ejercicio señala que hasta el inicio de la crisis el tipo determinado por el Banco Central Europeo (BCE) respondía en gran medida a las dinámicas en los países del *core*, mientras que las condiciones financieras vigentes suponían un *shock* positivo notable para las economías periféricas. Éstas, de haber mantenido independencia monetaria, habrían contado con mayores tipos de interés dado el crecimiento de su demanda interna y el déficit exterior. En el momento actual, el tipo del BCE ha dejado de responder únicamente a la situación en los países

del *core*, pero tampoco resulta óptimo para ninguno de los dos grupos, con una enorme brecha de producto en la periferia.

La réplica de este ejercicio para los países de la ASEAN y de la Alianza del Pacífico –con todas las cautelas metodológicas necesarias–, muestra en el primer caso una situación similar, con una enorme dispersión de tipos de interés nominal según la regla de Taylor, principalmente por la heterogeneidad de inflación, mientras que para el caso de la Alianza del Pacífico las diferencias son menos significativas, con una desviación máxima respecto a una tasa común cercana a 1 punto porcentual (Gráfico 4).

GRÁFICO 4. POLÍTICA MONETARIA ÚNICA: TIPO DE INTERÉS SEGÚN LA REGLA DE TAYLOR*



*El tipo de interés se fija de acuerdo a la siguiente ecuación: $1 + 1,5 * \text{Inflación} - \text{Gap de tasa de paro}$ (gap igual a la diferencia entre tasa de paro observada y NAIRU) (ver metodología en Nechio (2011)).

**Con inflación subyacente; »Core« incluye Alemania, Austria, Bélgica, Finlandia, Francia y Países Bajos; »Periferia« España, Grecia, Irlanda, Italia y Portugal.

***Con inflación general y gap de tasa de paro sobre media centrada 11 años; sobre promedio ponderado por PIB ajustado por paridad de poder adquisitivo.

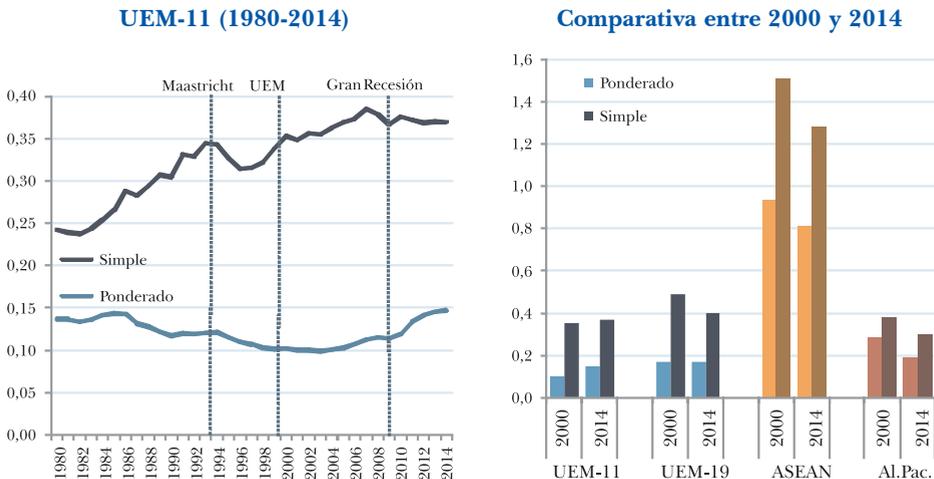
Fuente: elaboración propia a partir de datos de la OCDE, FMI.

CONVERGENCIA REAL

Una vez constatado el hecho de que la convergencia nominal no garantiza una política monetaria óptima, cabe analizar qué grado de dispersión de la economía real tenía la UEM en su nacimiento, cuál ha sido la evolución y de qué forma ha podido interceder en el comportamiento diferencial de los países miembros durante la crisis.

Medida como la dispersión del PIB per cápita corregida por su media –es decir, el coeficiente de variación–, la divergencia real no ha dejado de aumentar entre los 11 miembros fundacionales de la UEM desde la década de los ochenta (Gráfico 5), si bien esta tendencia y la magnitud se ven suavizadas cuando se pondera por el tamaño de la población, observándose en este caso un repunte de la dispersión incluso previamente al inicio de la Gran Recesión en 2009. El diagnóstico de convergencia real sólo resulta positivo si se considera la evolución del conjunto de los miembros actuales, con un descenso de la dispersión simple en la UEM-19⁴, si bien los nuevos entrantes han elevado los niveles absolutos de divergencia –su PIB per cápita hoy sigue siendo un 50% inferior en promedio al de la UEM-11.

**GRÁFICO 5. CONVERGENCIA REAL
(COEFICIENTE DE VARIACIÓN DEL PIB PER CÁPITA*)**



*Cociente entre la desviación típica y la media del PIB per cápita ajustado por paridad de poder adquisitivo; para el valor ponderado se utiliza el peso de la población.

Fuente: elaboración propia a partir de datos del FMI.

Esta evolución contrasta con el proceso de convergencia observado en otras áreas de integración. Así, tanto en la ASEAN como en la Alianza del Pacífico, se observa una reducción progresiva en ambas medidas de dispersión durante los últimos 15 años, más acusada si no se ajusta por población.

La Alianza del Pacífico muestra hoy registros de convergencia (o divergencia) comparables a los de la UEM. El mayor crecimiento registrado desde 2000 en los países del área con menor nivel de desarrollo –Colombia y Perú– respecto a los más avanzados –Chile y México– ha residido en el diferencial de comportamiento de la Productividad Total de los Factores (PTF), ya que la acumulación de factores per cápita ha sido muy

⁴ BCE (2015).

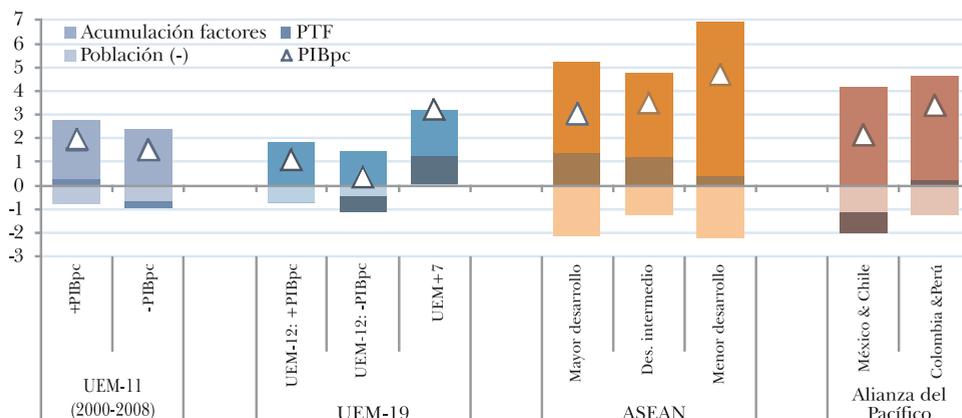
similar entre ambos grupos (Gráfico 6). La lectura general es positiva, si bien sólo Perú dentro de la región aumenta el uso eficiente de sus factores.

En el caso de la ASEAN, si bien el progreso también es positivo, como se ha indicado, la divergencia de PIB per cápita sigue siendo elevada y superior de forma significativa a la de las otras dos áreas, mostrando los muy diferentes niveles de desarrollo de sus países miembros –Singapur y Brunei superan los 70.000 dólares de PIB per cápita ajustado por paridad de poder adquisitivo mientras que Camboya, Laos, Myanmar y Vietnam no alcanzan los 6.000 dólares.

A diferencia de la Alianza del Pacífico, en la ASEAN es la acumulación de factores per cápita la que explica el mayor crecimiento de los países de menor desarrollo respecto a los de desarrollo intermedio y de estos con relación a los más desarrollados (Gráfico 6). La PTF, que en cualquier caso crece de forma significativa en los tres grupos, lo hace de manera más rápida en los más avanzados, apuntando riesgos de divergencia a largo plazo una vez la acumulación de trabajo y capital pierda impulso en fases posteriores de desarrollo para los que parten de un nivel más bajo de PIB per cápita –a imagen y semejanza de lo sucedido dentro de la UEM-11 ya antes de la crisis.

Cabe realizar en este apartado, como hicimos en el de convergencia nominal, una lectura orientada al debate sobre una moneda única. Y del análisis podemos concluir que la convergencia nominal no ha contribuido a la convergencia real en la UEM y que si de sus niveles de divergencia real se han derivado efectos nocivos de las políticas uniformes al menos hay que mostrar cautelas en la misma dirección para la Alianza de Pacífico, mientras que el punto de partida para la ASEAN lo aleja enormemente de una OCA.

GRÁFICO 6. CONVERGENCIA REAL: VARIACIÓN MEDIA ANUAL DEL PIB PER CÁPITA (2000-2014)*



*Grupos de países: «UEM-12 +PIBpc» integrado por Luxemburgo, Países Bajos, Irlanda, Austria, Bélgica y Alemania; UEM-12 –PIBpc» por Francia, Italia, Finlandia, España, Portugal y Grecia; «UEM+7» por Chipre, Malta, Eslovenia, Eslovaquia, Estonia, Lituania y Letonia; «UEM-11 –PIBpc» excluye Grecia; «ASEAN con mayor desarrollo» por Singapur y Malasia; «ASEAN de desarrollo intermedio» por Tailandia, Indonesia y Filipinas; «ASEAN con menor desarrollo» por Vietnam y Camboya.

Fuente: elaboración propia a partir de datos de The Conference Board, Naciones Unidas.

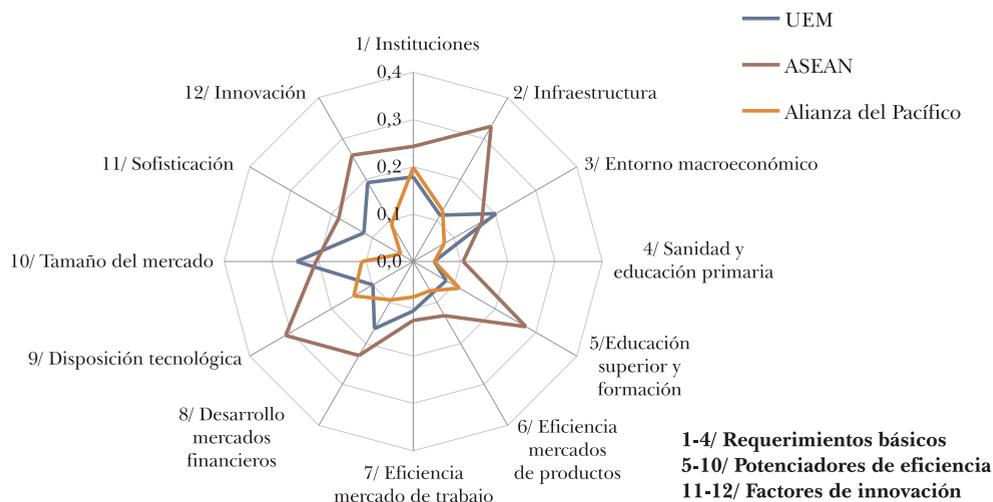
FACTORES DE CONVERGENCIA REAL

En el apartado anterior se destacaba que tanto en la UEM como en la ASEAN la PTF muestra un comportamiento más negativo en los países de menor desarrollo, llevando en ausencia de acumulación de factores a un incremento de la divergencia en el largo plazo. Cabe preguntarse ahora qué elementos pueden determinar este desempeño diferencial y qué aspectos cabría corregir de forma prioritaria.

El índice de competitividad global que publica cada año el *World Economic Forum* (GCI por sus siglas en inglés) analiza las diversas dimensiones que determinan la capacidad competitiva de las economías, distinguiendo tres grandes bloques: los requerimientos básicos, los potenciadores de eficiencia y los factores de innovación.

El análisis para nuestras tres áreas de interés muestra que la dispersión de competitividad es sensiblemente mayor entre los países de la ASEAN que para los de la UEM y de la Alianza del Pacífico (Gráfico 7). Y este diagnóstico es particularmente acusado en infraestructura, educación superior y formación, disposición tecnológica y factores de innovación, todos ellos elementos clave en el comportamiento de la PTF. También lo es en el desarrollo de los mercados financieros –Singapur puntúa 5,8 sobre 7,0 frente a los 2,6 puntos de Myanmar-, condicionando en gran medida la transmisión de choques financieros externos y de las políticas monetarias domésticas, como se mencionará de forma más extensa en el próximo apartado.

GRÁFICO 7. FACTORES DE CONVERGENCIA REAL: DISPERSIÓN DE LA COMPETITIVIDAD (COEFICIENTE DE VARIACIÓN PARA CADA DIMENSIÓN*) (2014-2015)



*Cuanto mayor (menor) es el valor mayor (menor) es la dispersión; cada dimensión está evaluada de 1 a 7.

Fuente: elaboración propia a partir de datos del *Global Competitiveness Report*, WEF.



En el caso de la Alianza del Pacífico la divergencia entre miembros es más moderada, inferior a la de la UEM en la mayor parte de aspectos, con las destacadas excepciones del entorno institucional y de la disposición tecnológica, donde Chile muestra un desarrollo diferencialmente más positivo que el resto de países. El impulso de políticas orientadas a las mejores prácticas es el camino para cerrar estas brechas competitivas dentro de una misma área. Este ha sido por ejemplo el caso de las infraestructuras o la educación superior, aspectos en los que las divergencias dentro de la Alianza del Pacífico se han reducido de forma notable en los últimos años.

Y para la UEM, además de lo señalado en términos relativos, cabe significar que el único aspecto donde se ha producido un verdadero proceso de convergencia en los últimos años ha sido en materia de infraestructura, combinando una notable mejora en la periferia con un ligero deterioro en el *core*. En el resto de factores competitivos el progreso ha sido escaso y sólo se observan avances incipientes propiciados por la exigencia en programas de asistencia financiera a países con problemas o no sabemos si en el futuro como resultado de incluir condicionalidad en los procesos de corrección de desequilibrios del recién creado Semestre Europeo⁵.

Además, conviene recordar en este punto que el *gap* competitivo y los desequilibrios acumulados durante un prolongado período de tiempo por un país pequeño –Grecia representa hoy apenas un 2% de la UEM– pueden bastar para generar enormes turbulencias en los mercados financieros de un área monetaria.

SENSIBILIDAD A CHOQUES EXTERNOS

Además de la dispersión en capacidades competitivas, presente en mayor o menor grado en todas las áreas de integración analizadas, la similitud de estructuras productivas de los países condiciona la respuesta a los choques externos, tanto de demanda como de oferta⁶.

Tomando como *proxy* la estructura de exportaciones, observamos que los tejidos productivos más similares se encuentran en la UEM, tanto para el conjunto de ramas de actividad como para manufacturas (Gráfico 8), con excepciones muy localizadas –Luxemburgo con especialización en servicios financieros o Irlanda en productos químicos.

El grado de divergencia es mayor dentro de la Alianza del Pacífico y de la ASEAN, principalmente por la condición de productores y exportadores de materias primas de algunos de sus miembros o un patrón de especialización en manufacturas con muy distinto contenido tecnológico –p.e. dentro de la ASEAN Camboya en textil frente a Singapur en productos químicos y electrónicos, o dentro de la Alianza del Pacífico Colombia y Chile en industrias vinculadas a sus materias primas (petróleo y

⁵ La descripción del Semestre Europeo en www.consilium.europa.eu/es/policies/european-semester/ y las reformas propuestas en el Informe de los Cinco Presidentes en http://europa.eu/rapid/press-release_IP-15-5240_es.htm

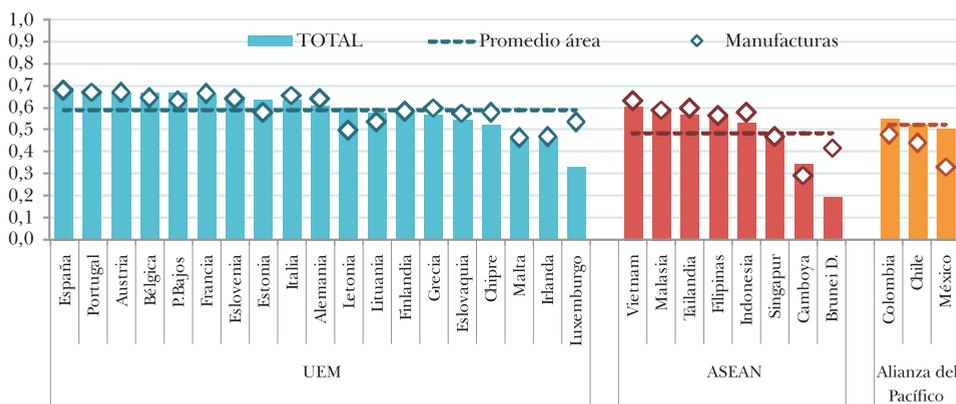
⁶ García-Herrero (2014).

minerales metálicos), respecto a la industria automotriz, electrónica y eléctrica en México.

La gestión de una política monetaria única puede complicarse enormemente en el caso de contar con exportadores de materias primas, o que teniendo todos los miembros de un área esta condición su grado de dependencia sea muy heterogéneo, o que se combine la dependencia de exportadora de unos con la importadora de otros. Y si a una de estas situaciones se une un contexto de amplia liquidez global, la asimetría de choques externos podría ser muy significativa, necesitando de herramientas de estabilización para poder neutralizar los efectos.

Desde una perspectiva de más largo plazo, las políticas de crecimiento pueden enfrentarse con retos similares si la dispersión del tejido productivo es elevada. Por ejemplo, el rápido crecimiento chino y su transición hacia un estadio de mayor desarrollo llevan aparejados cambios importantes en las cestas de consumo e inversión en este país. Dada la dimensión de China, los efectos que su cambio de modelo puede acarrear en términos globales son significativos y su impacto por país dependerá en gran medida de la estructura productiva. Por ejemplo, dentro de la UEM, mientras en Alemania un 70% de la exportación manufacturera se corresponde con actividades de contenido tecnológico alto, incluyendo maquinaria y equipamiento de transporte, este porcentaje es inferior al 25% en Grecia.

GRÁFICO 8. FACTORES DE CONVERGENCIA REAL: GRADO DE SIMILITUD DE EXPORTACIONES* (2011)



*Promedio simple de los coeficientes de especialización y conformidad con el resto de países del área (ver metodología en Blázquez-Lidoy et al. (2006)); valores entre 0 (estructuras de exportación sin coincidencia) y 1 (total coincidencia).

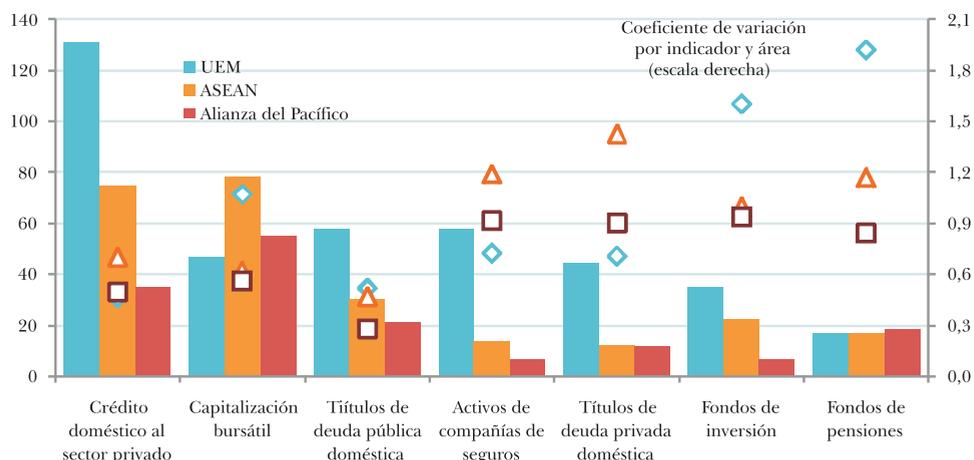
Fuente: elaboración propia a partir de datos de la OCDE.

DESARROLLO DE LOS SISTEMAS FINANCIEROS

En apartados anteriores se mostraba como la aplicación de una política monetaria única, bajo condiciones de divergencia real, podía comportar distorsiones muy relevantes a nivel individual, en particular para los países de la UEM –en la práctica– y de la ASEAN –de forma teórica–, siendo menores, en principio, para los de la Alianza del Pacífico. Cabe completar el análisis con referencia a los elementos financieros que afectan los canales de transmisión de la política monetaria.

Respecto al desarrollo de los mercados financieros (Gráfico 9), el segmento más significativo en la UEM es el crédito al sector privado, principal mecanismo de transmisión de la política monetaria, como prueban los efectos del *credit crunch* durante la Gran Recesión y las limitaciones de las acciones actuales en un contexto de desapalancamiento de hogares y empresas en algunas economías del área. La profundidad de otros mercados financieros es sensiblemente menor dentro de la UEM y para algunos presentan niveles de dispersión considerable entre países, en particular en el caso de los fondos de inversión y de pensiones.

GRÁFICO 9. DESARROLLO DE LOS MERCADOS FINANCIEROS (% DEL PIB) (2011)



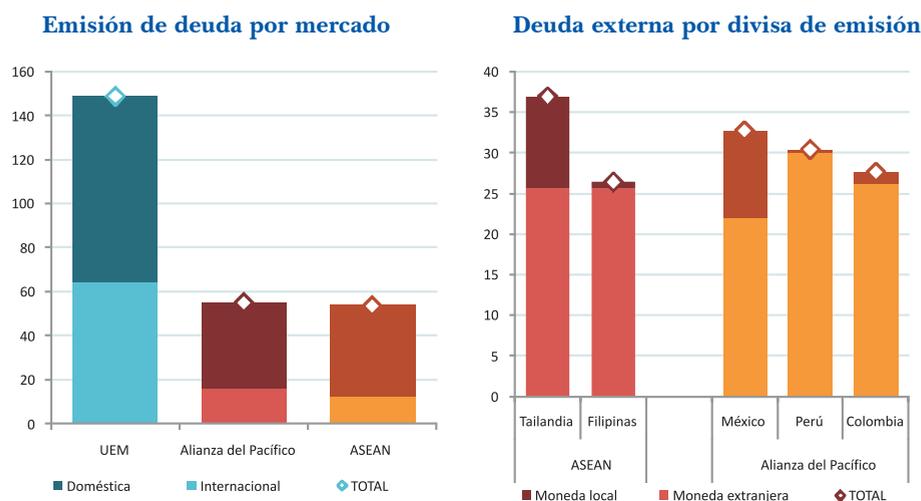
Fuente: elaboración propia a partir de datos de Global Financial Development Database (GFDD) del Banco Mundial.

El desarrollo de los mercados financieros es más limitado en el conjunto de la ASEAN, con un grado de divergencia además más acusado –mientras países como Tailandia o Malasia cuentan con ratios de crédito al sector privado superiores al 100% del PIB apenas alcanza el 30% en Indonesia o Filipinas. La situación, para niveles agregados más reducidos, es relativamente más homogénea en la Alianza del Pacífico, con Chile siendo nuevamente la excepción con un mayor desarrollo prácticamente en todos los mercados.

En cualquier caso, en ambas regiones emergentes la profundidad es limitada, salvo en el mercado bursátil, limitando la transmisión de la política monetaria a las condiciones de financiación, particularmente a largo plazo. Además de esta falta de profundidad de los mercados financieros, la política monetaria en estas economías enfrenta la dificultad añadida de una elevada sensibilidad a las condiciones de financiación en el exterior, tal y como se ha observado con el movimiento internacional de flujos de capital a raíz de la Gran Recesión y de los sucesivos programas de expansión cuantitativa de la Reserva Federal estadounidense.

Así, por ejemplo, en el mercado de deuda, a pesar de la estabilización macroeconómica alcanzada y el predominio de emisiones domésticas, la información parcial para países de la ASEAN y la Alianza del Pacífico muestra que el porcentaje de deuda externa es alto y además los títulos están nominados mayoritariamente en divisa extranjera (Gráfico 10). Iniciativas como el ABF en la ASEAN y el MILA en la Alianza del Pacífico irían encaminados a mitigar estos efectos, así como el desarrollo de los inversores institucionales domésticos.

GRÁFICO 10. STOCK DE DEUDA (% DEL PIB) (ÚLTIMO DATO DISPONIBLE*)



*Diciembre de 2014 para la emisión de deuda por mercado y marzo de 2015 para la deuda externa por divisa de emisión.

Fuente: elaboración propia a partir de datos del BIS y del Banco Mundial.



HERRAMIENTAS DE ESTABILIZACIÓN

La creación de la UEM en 1999 y el convencimiento de la solidez de su base en la convergencia nominal de sus miembros, llevó a la supresión de la restricción de financiación exterior para los países de menor desarrollo y a la homogeneización de las condiciones de financiación. Los elevados niveles de endeudamiento acumulados y las dudas sobre los fundamentos de la UEM condujeron a correcciones severas de la cuenta corriente y a elevadas primas de riesgo en la periferia.

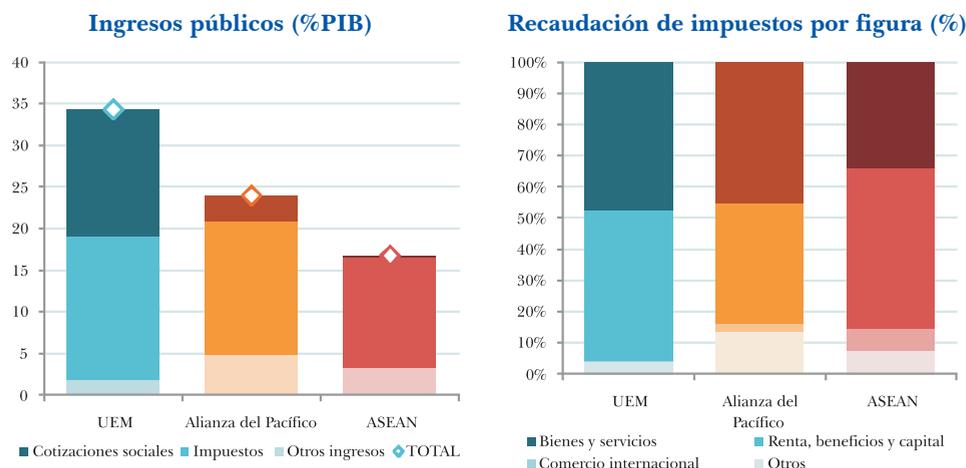
Los efectos asimétricos de la Gran Recesión se paliaron en primera estancia con políticas fiscales domésticas, pero esta aproximación fue insuficiente y transitoria ante la naturaleza de la crisis en la UEM –con foco en la sostenibilidad de las cuentas públicas–, que llevó primero a medidas excepcionales –programas de asistencia financiera– y después a una revisión institucional sin precedentes –con la creación permanente del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE). Así, los préstamos y la condicionalidad han sido la vía de mutualización elegida frente a propuestas más ambiciosas como un presupuesto y fiscalidad única.

En el mundo emergente ha habido una preocupación creciente sobre el impacto de choques externos sobre la estabilidad de las economías, con esfuerzos individuales por desarrollar mecanismos que amortigüen estos efectos. Primero, y a raíz de las sucesivas crisis de los ochenta y noventa, a través de procesos de consolidación fiscal, y a lo largo del siglo XXI con la acumulación de recursos por parte de fondos soberanos para gestionar los ingresos por la producción y exportación de materias primas en un período de precios históricamente elevados⁷.

Sin embargo, a pesar de estos progresos, la capacidad de respuesta fiscal es limitada en los países emergentes, con ingresos públicos sensiblemente inferiores a los de los países desarrollados (Gráfico 11), con alta dependencia de las materias primas en algunas economías, con amplio margen de mejora en la eficiencia recaudatoria y crecientes presiones para el desarrollo de un estado del bienestar, particularmente en aquellos países con menor nivel de PIB per cápita.

⁷ ESADE (2014).

GRÁFICO 11. CAPACIDADES FISCALES (2012)



Fuente: elaboración propia a partir de datos del Banco Mundial.

En circunstancias donde la divergencia real es significativa, tal y como se ha señalado de forma reiterada en apartados anteriores, cualquier pérdida de soberanía sobre la política monetaria y cambiaria, debe ser compensada con mecanismos comunes de estabilización fiscal o financiera. Para procesos de integración menos ambiciosos en lo monetario cabe pensar en fórmulas multilaterales dirigidas a impulsar el desarrollo económico y reducir la divergencia real, así como a la amortiguación de choques externos.

En este sentido, no resultan únicas las iniciativas recientes de los BRICS, que han constituido en 2015 el Banco de Desarrollo⁸ y el Fondo de Reservas⁹, ambos con contribuciones totales por valor de 100 mil millones de dólares –un 0,6% del PIB conjunto cada una.

En materia de desarrollo, los países de la ASEAN y de la Alianza del Pacífico forman parte de otras iniciativas multilaterales como los bancos de desarrollo regionales –ADB y IADB respectivamente– o el Banco Asiático de Inversión en Infraestructuras (AIIB), mientras que los ámbitos de cooperación son amplios entre los países miembros de ambas áreas de integración. Y en materia de estabilización, los países de la ASEAN participan en la denominada Iniciativa Multilateral Chiang Mai (CMIM), creada en 2010 junto a China, Japón y Corea, y que consiste en un acuerdo multilateral de *swaps* de divisas sobre un *pool* de reservas internacionales que asciende hoy a 240 mil millones de dólares. También cuenta desde 2011 con una institución independiente de vigilancia (*Asean+3 Macroeconomic Research Office*, AMRO¹⁰) y desde 2012 con una línea de financiación preventiva al estilo de la del FMI.

⁸ <http://brics.itamaraty.gov.br/media2/press-releases/219-agreement-on-the-new-development-bank-fortaleza-july-15>

⁹ http://cbr.ru/eng/press/pr.aspx?file=07072015_162908eng2015-07-07T16_11_18.htm

¹⁰ <http://www.amro-asia.org/>



CONCLUSIONES

Este artículo evalúa, con referencia a la experiencia de la UEM de los últimos 15 años, las condiciones de integración en los dos procesos más prometedores actualmente en el mundo emergente, la Asociación de Naciones del Sudeste Asiático (ASEAN) y la recién creada Alianza del Pacífico.

En cuanto al grado de integración actual, si bien se han producido avances en las últimas décadas, ninguna de las dos áreas alcanza todavía un nivel cercano al del proceso europeo, ya sea en términos de comercio, inversión directa u otras relaciones financieras.

Más prometedor sería el grado de convergencia nominal, aunque aún no tan avanzado como el de los países miembros de la UEM. En cualquier caso, atendiendo a la experiencia reciente en este último caso, este tipo de convergencia no es garantía de éxito para un proceso de integración tan avanzado como el que representa la implementación de una política monetaria única.

En este sentido, el nivel de convergencia real, elemento decisivo para la transición hacia una política monetaria única eficaz, resulta hoy por hoy insuficiente tanto en la Alianza del Pacífico como, sobre todo, en la ASEAN. Las divergencias dentro de ambas áreas, reconociendo aquí también progresos recientes, son considerables en materia de condiciones competitivas y estructuras productivas, determinando diferentes sensibilidades ante la realización de choques externos, acrecentadas, como ha sucedido en la UEM, por el limitado desarrollo de los mecanismos de mutualización de riesgos.

Adicionalmente, la menor profundidad y la mayor heterogeneidad de los sistemas financieros, así como la elevada dependencia de moneda extranjera en algunos mercados, son obstáculos importantes para la implementación de la propia política monetaria en estas áreas emergentes de integración.

Estas conclusiones no son incompatibles con el hecho de que tanto la ASEAN como la Alianza del Pacífico estén realizando avances en otras dimensiones integradoras que puedan resultar en ganancias de bienestar, ya sea por un mayor crecimiento económico y generación de empleo como por una mayor estabilidad financiera. Las áreas de cooperación son diversas, desde la movilidad de trabajadores a la difusión tecnológica, y su mayor desarrollo puede sentar las bases de episodios más ambiciosos en el futuro.

REFERENCIAS

- BCE: 2015, Real convergence in the euro area: evidence, theory and policy implications, *Boletín Económico del BCE número 5*.
www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/eb201505_article01.en.pdf
- Blázquez-Lidoy et al.: 2006, ¿Ángel o demonio? Los efectos del comercio chino en los países de América Latina, *Revista de la CEPAL 90*.
www.cepal.org/publicaciones/xml/6/27636/LCG2323eSantiso.pdf



- Chan et al.: 2011, Local currency bond markets and the Asian Bond Fund 2 Initiative, *BIS Papers No. 63*.
www.bis.org/publ/bppdf/bispap63f.pdf
- ESADE: 2014, Fondos soberanos 2014.
<http://itemsweb.esade.edu/wi/Prensa/FondosSoberanos2014esp.pdf>
- García-Herrero, A.: 2014, How close is Asia to an optimal currency in terms of business cycle co-movement?, *IMES Discussion Paper No. 2014-E-12*.
www.imes.boj.or.jp/research/papers/english/14-E-12.pdf
- La Porta et al.: 2007, The economic consequences of legal origins, *NBER Working Paper 13608*.
www.nber.org/papers/w13608.pdf
- Nechio, X.: 2011, Monetary policy when one size does not fit all, *FRBSF Economic Letter 2011-18*.
www.frbsf.org/economic-research/publications/economic-letter/2011/june/monetary-policy-europe/



12. BREXIT – ECONOMIC AND LEGAL IMPLICATIONS

PHILLIP SOUTA*

RESUMEN EJECUTIVO

Aquellos actualmente partidarios de Brexit no han presentado aún un guión elaborado sobre cómo se podrían estructurar las relaciones entre Reino Unido y la Unión Europea en un escenario post-Brexit y, lo que es más importante, qué parte de la legislación británica impulsada por la Unión Europea podría ser derogada. En consecuencia, las desventajas de Brexit son identificables y cuantificables, mientras que los beneficios son actualmente desconocidos.

Este capítulo examina, por tanto, los posibles escenarios de un post-Brexit:

- El Espacio Económico Europeo («EEE») y el Área Europea de Libre Comercio («AELC») miembros en el modelo noruego;
- Acuerdos bilaterales e integrantes de la AELC en el modelo suizo;
- Unión Aduanera en el modelo turco;
- Tratado de Libre Comercio entre Reino Unido y la Unión Europea;
- Miembros de la Organización Mundial del Comercio (OMC)

Existen además otras áreas en el Reino Unido tanto en el ámbito jurídico como en el de los negocios que pueden verse afectadas por Brexit. En este contexto, aspectos fiscales, laborales, mercantiles y relativos al derecho de la competencia son objeto de análisis también en este capítulo.

En principio es sencillo trazar los pros y contras de los diferentes escenarios que se plantean en este artículo. Sin embargo, en la práctica resulta mucho más difícil dadas las incertidumbres e interdependencias existentes entre ellos.

Una característica común importante de cualquier escenario en el que Reino Unido siga siendo miembro de la UE es hasta qué punto puede mantener cierto grado de con-

* Head of Public Policy, Clifford Chance LLP.



trol en la toma de decisiones y la libertad de cambiar las políticas o tácticas en beneficio de su propio interés.

El denominador común en los cinco escenarios en los que Reino Unido podría salir de la Unión Europea es el patrón de riesgo, la incertidumbre comercial a largo plazo y la falta de control. Dejar la UE llevaría tiempo y el proceso de ninguna manera es certero. Tras su salida, Reino Unido estaría en un *impasse* de espera hasta conocer el resultado de cualquier cambio regulatorio en los tratados de la Unión Europea, los cuales tendrían un gran impacto en términos de intercambio comercial entre Reino Unido y la UE.

Durante las próximas décadas, la realidad de la relación de Reino Unido con la Unión Europea durante las próximas décadas bien podría dar por válidos algunos de los elementos analizados en alguno de los ocho escenarios examinados aquí, siendo además factible que cualquier escenario futuro tenga consecuencias diferentes y desconocidas hasta ahora.

Al mismo tiempo, y después de salir de la UE, el gobierno de Reino Unido deberá tomar decisiones para la adaptación del marco regulatorio británico a un escenario «post-Brexit». Ello entrañaría la necesidad de abordar un programa que bien podría durar toda una vida del Parlamento. Reino Unido tendría que embarcarse en una o varias de las opciones posteriores a la salida que puede barajar, ya sea intentando negociar con antelación, con posterioridad, o incluso mediante un proceso de prueba y error en las distintas negociaciones con Estados miembros también afectados por su salida con el objetivo de encontrar soluciones alternativas. Todos esos pasos implican una gran dificultad política, técnica y diplomática, que podría prolongarse durante años, en los cuales el régimen comercial global de Reino Unido se arriesgará a estar sujeto a la incertidumbre y la duda.

En el ámbito de los servicios financiero, ¿representa Brexit realmente una opción mejor que seguir siendo miembro de la UE? Después de todo, la creación de un marco integrado de la UE para los servicios financieros ha tenido un efecto notable y muy positivo para todos aquellos servicios financieros basados en Reino Unido de alcance europeo o global, con un efecto igualmente positivo para sus clientes. Resulta ahora sencillo dar por hechas las bondades de este marco jurídico común y el conjunto de libertades legales que representa, desarrollado a lo largo de más de 40 años. Sin embargo, sin ese marco común, las transacciones comerciales de las empresas de servicios financieros de Reino Unido bien podrían no tener lugar o incluso producirse en un epicentro distinto fuera de la UE. Sin ese marco, las compañías de otros Estados miembros de la UE no tendrían tanto interés en establecerse en el Reino Unido, y las autoridades de su país de origen (que entonces verían a Reino Unido como jurisdicción *offshore* extraterritorial) podrían no permitirlo sin garantías regulatorias adicionales. Hoy en día, la City funciona como un mercado natural de firmas de la UE y del exterior. Esto es posible gracias al marco legislativo del Mercado Interno que ofrece. El Reino Unido, avalado por su importante experiencia en servicios financieros, está en condiciones de mantener su importante influencia en este marco regulatorio, sólo en el caso de que realmente demuestre estar comprometido con ello. Abandonar esta posición por la expectativa de alguna otra alternativa no testada, desconocida o impredecible conllevaría riesgos significativos.



De los escenarios analizados en este capítulo queda claro que, desde un punto de vista jurídico, los intereses de Reino Unido como centro financiero de referencia, quedarán garantizados de una manera más efectiva si continúa siendo miembro de la UE y avanza en las reformas necesarias.

1. INTRODUCTION

The EU was created to ensure peace and prosperity in Europe, after the devastating conflicts of the first half of the 20th century. The EU has grown over time from six in 1958 to 28 today, with others hoping to join. For many states, becoming a member was a crucial milestone on the path to democracy. It now consists of a market of over 500 million people and in 2011 accounted for approximately £11 trillion in GDP. This makes the EU the largest borderless market in the world, bigger than the USA and bigger than China. In an increasingly interconnected world, it should be borne in mind how important it is to be part of the world's largest trading bloc.

The UK has been a member of the EU since 1973, and has ever since played a key role in the development of the Internal Market. It was a British member of the European Commission, Lord Cockfield, who masterminded the achievement of the EU Internal Market in the late 1980s. The UK has been the strongest promoter of integration in the goods, services and capital markets. In particular, the UK financial services sector has played a central role in shaping EU-wide norms concerning financial services regulation. For example, large parts of the Markets in Financial Instruments Directive (MiFID) are modelled on the corresponding UK legislation.

All EU members, including the UK, face the question of whether the benefits that come with membership are worth giving up individual rights of action in particular areas. Put another way, does EU membership provide benefits such that they are worth the risk of sometimes being outvoted in areas where previously one would have had the right to act independently? Also, would the UK outside the EU find that it becomes much more lightly regulated? The opposite is worth considering: that the UK may have to comply not just with existing EU regulations for its exporters to the EU but a UK-only layer of regulations in addition to that. With the possibility of a referendum on UK membership of the EU in the coming years, it is important to understand the nature of the UK's current status, and the alternatives. The EU is founded on treaties and therefore legally based – hence the importance of legal analysis.

An important preliminary point is that any analysis of this kind is, at this point in the debate, necessarily asymmetric. Those in favour of Brexit have not advanced a fully worked-out agenda as to how a post-Brexit UK might structure its relations with the EU and, more importantly, which parts of EU-driven existing UK law might be repealed. Consequently the disadvantages of Brexit are identifiable and quantifiable, whereas the benefits are currently unknowable. This analysis is therefore necessarily incomplete, and could only be rationally completed once a clear hypothetical for the state of the UK post-Brexit has been formulated. We do not believe that it is possible to formulate such a hypothetical at this point in the debate. This chapter therefore examines the following possible post-Brexit scenarios:



The European Economic Area («EEA») and European Free Trade Area («EFTA») membership on the Norwegian model;

- Bilateral Agreements and EFTA membership on the Swiss model;
- A Customs Union on the Turkish model;
- A UK – EU Free Trade Agreement;
- Membership of the World Trade Organisation (WTO).

The examination of these scenarios consists of analysis of their advantages and disadvantages. Further details, including a breakdown of the rights and obligations under each scenario are examined in the Clifford Chance publication, *Britain and the EU, alternatives to membership, prospects for renegotiation* published in August 2015.¹

There are other legal areas of UK law and business may be affected by Brexit. Tax, employment, trade and competition law are also briefly examined in this chapter.

1.2. SUMMARY OF CONCLUSIONS

The UK's current membership of the EU is already highly tailored. While the phrases «Swiss option» and «Norwegian option» are commonly used in the debate about Britain and Europe, one could just as well add «UK option» on the grounds that it is unique to Britain. The UK has full access to the Internal Market, can vote and has the right to be represented in the EU's institutions, but has secured opt-outs from policy areas such as the Single Currency, the Schengen free movement area and various Justice and Home Affairs measures.

None of the alternatives to full EU membership would afford the UK the same level of market access, rights or legal protections that it is currently entitled to. The other common feature of the «out» scenarios is that each comes with a high risk of uncertainty for financial services and other areas of the UK economy as the period required to arrive at a new settlement with the EU would be complicated and extremely time consuming.

2. THE EUROPEAN ECONOMIC AREA («EEA») AND EUROPEAN FREE TRADE AREA («EFTA») MEMBERSHIP ON THE NORWEGIAN MODEL

The UK would leave the EU and could emulate Norway in becoming a member of the EEA and EFTA.

¹ This publication can be found online here: <https://onlineservices.cliffordchance.com/online/freeDownload.action?key=OBWibFgNhLNomwBl%2B33QzdFhRQAlp8D%2BxrIGReI2crGqLnALtlyZc8G3U%2BC4R%2Bvn1qSh7uO5pv7p%0D%0A5mt12P8Wnx03DzsaBGwsIB3EVF8XihbSpJa3xHNE7tFeHpEbaelf&attachmentsize=1661829>



The EU Internal Market constitutes a very significant body of laws, which has a huge impact on the UK. By joining EFTA and the EEA, the UK would maintain access to the EU's Internal Market, but would lose all formal legal influence over legislation while still having to implement the bulk of it. The UK would have to continue to implement all rules that related to the Internal Market including rules related to employment, consumer and investor protection, environmental policy and competition law rules. The UK would lose all its voting rights in the Council of the EU (including, obviously, the right of veto over legislation requiring unanimity), it would lose its directly elected members of the European Parliament, its nominee to the European Commission and it would not participate in meetings of the European Council. Another limiting aspect of EEA membership is that EEA/EFTA members work on the basis of unanimity. This means that Iceland, Lichtenstein and Norway all have to be ready to implement a piece of EU legislation before it can be effective in any of those states.² Given that Iceland and Lichtenstein has less capacity to keep up with the large volume of EU legislation, this can lead to delayed implementation, giving EU members states a head start.

In principle, financial services are covered by the EEA Agreement, but developments since the global economic crisis of 2007 have meant that, in practice, the Internal Market for financial services between the EU and the EEA/EFTA members is fracturing. This is mainly due to the advent of the European Supervisory Authorities (ESAs). The ESAs were put in place in 2010 to help oversee the financial services market and set universal standards on supervision. However, the ESAs also play a supervisory role themselves in relation to financial services. The EEA Agreement does not cater for this and, as a result, all measures taken in the field of financial services since 2010 which provide for any role played by the ESAs (which is nearly all of them) have not extended to the EEA/EFTA states. This has remained the case even after four years of negotiation to reconcile this problem.

Accordingly, if the UK were to go down the EEA/ EFTA path, like Norway, there would be a risk that it might, over a period of time, lose access to the EU's Internal Market in financial services as EU legislation develops (in particular the revision of MiFID – which acts as the backbone for much of the Internal Market in financial services – will entail a role for the European Securities and Markets Authority). Even if this issue were to be resolved, the UK's exclusion from crafting EU financial services legislation would mean that the EU could make new regulations which the UK would then have to adhere to if it wished to maintain full access to the EU financial services market. The UK would no longer be bound by EU measures in areas such as agriculture and fisheries, and would gain the freedom to establish its own VAT regime. See also paragraphs 37-44 below on tax issues.

If the UK were to leave the EU for the EEA/EFTA, there is a material risk that it would have to implement EU rules that ignored or even damaged UK interests where otherwise the UK would have had a vote or possibly veto.

² See Article 93(2), Agreement on the European Economic Area.



3. BILATERAL AGREEMENTS AND EFTA MEMBERSHIP ON THE SWISS MODEL

The UK would leave the EU and could emulate Switzerland in agreeing sector-by-sector treaties with the EU, and free trade agreements with the EFTA countries.

Unlike Iceland, Liechtenstein and Norway, Switzerland has decided not to automatically implement EU Internal Market legislation. It has decided to conclude agreements on a case-by-case basis. The enforcement of the agreements within Switzerland is also solely in Swiss hands as there is no agreed enforcement mechanism. This piecemeal approach to these arrangements causes tension. In 2010, the Council of the EU stated:

«Since Switzerland is not a member of the European Economic Area, it has chosen to take a sector-based approach to its agreements in view of a possible long-term rapprochement with the EU. In full respect of the Swiss sovereignty and choices, the Council has come to the conclusion that while the present system of bilateral agreements has worked well in the past, the challenge of the coming years will be to go beyond this complex system, which is creating legal uncertainty and has become unwieldy to manage and has clearly reached its limits. In order to create a sound basis for future relations, mutually acceptable solutions to a number of horizontal issues ... will need to be found.»³

This is therefore not an «off-the-peg» solution, but one that is very specific to Switzerland. It has developed by accretion, as extra layers of treaties have been added over a period of over 40 years. The EU does not consider the Swiss arrangement to be viable on a continuing basis. In 2010, the Council of the EU stated:

«...the approach taken by Switzerland to participate in EU policies and programmes through sectoral agreements in more and more areas in the absence of any horizontal institutional framework, has reached its limits and needs to be reconsidered. Any further development of the complex system of agreements would put at risk the homogeneity of the Internal Market and increase legal insecurity as well as make it more difficult to manage such an extensive and heterogeneous system of agreements. In the light of the high level of integration of Switzerland with the EU, any further extension of this system would in addition bear the risk of undermining the EU's relations with the EEA/ EFTA partners.»⁴

One of the main reasons for the fact that the EU does not consider the Swiss model to be viable going forward is the lack of a proper shared dispute resolution mechanism. There is also no institution to give a single interpretation of sectoral agreements. This creates considerable legal uncertainty.

³ Council of the European Union, Conclusions on EU relations with EFTA countries, 3060th General Affairs Council meeting, Brussels, 14 December 2012, paragraph 6.

⁴ Council of the European Union, Conclusions on EU relations with EFTA countries, 3213th Transport, Telecommunications and Energy Council meeting, Brussels, 20 December 2012, paragraph 31.



The EU has been working with Switzerland to bring together the current disparate agreements into a single instrument. However, Switzerland decided in a referendum in February 2014 to reject certain free movement aspects of the bilateral relations with the EU. This has raised the prospect of the entire series of agreements being repudiated. The EU has not been willing to separate the four freedoms – the free movement of people, goods, services and capital; there is no indication that this is likely to change.

It is therefore unlikely that the EU would be willing for a country much larger than Switzerland to enter into what it already considers to be a flawed arrangement.

The EU-Switzerland arrangements do not provide for bilateral agreements to be automatically – or dynamically – updated with EU legislation. This gives the Swiss full autonomy, but it also means that if EU regulation in a particular area is revised with new provisions, then the Swiss must renegotiate those provisions. This could be to the detriment of businesses which may have to wait for the regulatory regimes to be re-synchronised, or incur costs by producing to separate standards or implementing separate procedures for products destined for the EU compared to the domestic market.

The UK would only be bound by EU social legislation only in so far as it chose to be under bilateral agreements. However, the EU could make access to its markets conditional on the UK agreeing to certain social and employment provisions to safeguard against «social dumping». The EU has not required this of Switzerland, but could prove more cautious before allowing full access to its market to the UK, which may introduce more liberal rules for its 30 million strong workforce than those currently applying across the EU.

The current set of bilateral agreements between the EU and Switzerland do not provide for Swiss access to the EU Internal Market in financial services (other than some access for branches and agencies of non-life insurance business). In particular, Swiss firms face licensing and other barriers in many Member States (that do not apply to EU incorporated and authorized firms that benefit from one of the EU passport regimes) if they wish to conduct cross-border business from Switzerland with clients or counterparties situated in those states. A number of Swiss banks operate their EMEA investment banking business through subsidiaries set up in the UK which can take advantage of the UK's EU membership and the EU passport rights available to UK incorporated and authorized firms. While there are some recent EU initiatives to provide some access to the EU market to firms from non-EU jurisdictions which have equivalent legal regimes and which provide reciprocal access to EU firms, these depend on the ability of the non-EU regime to pass an equivalence assessment by the European Commission (which may require the non-EU jurisdiction to conform all or part of its legislation to EU standards) and in event are limited in scope and may not be available longer term to the UK if it were outside the EU.

It should be noted that Switzerland contributes to the EU budget despite not being a member. Since 2008, Switzerland has been contributing CH 1.257 billion (£830 million) towards funds that aim to reduced social disparities in an enlarged EU.⁵

⁵ Swiss Federal Department of Foreign Affairs website, retrieved on 10 November 2015, online here: <https://www.eda.admin.ch/eda/en/fdfa/foreign-policy/european-politics/contribution-enlarged-eu.html>



4. A CUSTOMS UNION ON THE TURKISH MODEL

The UK would leave the EU and could emulate Turkey and enter into a Customs Union with the EU.

Essentially, this option is limited to trade in goods. It would allow continued tariff-free access to the EU for UK manufactured goods, but the UK would lose the right to participate in standards setting in relation to the regulation of that trade. The UK would also have to abide by EU state aid and competition rules. The UK would also need to abide by the EU's common commercial policy and common external tariff regime, for example the implementation of the Customs Union with Turkey⁶ has required Turkey to apply: the common customs tariff, common EU rules for imports, the EU procedure for administering quantitative quotas, EU protective measures against dumped and subsidised imports, common rules for exports, common rules for export credits, and common rules on textile imports and exports. Such a situation would not cover external trade in services with third countries that the EU negotiates free trade arrangements with.

In the EU market, the UK would lose its current right to provide services, including financial services, on equal terms with EU members. Apart from its obvious disadvantages, this could have serious and unexpected consequences, given the extent to which trade in goods – whether within or outside the EU – is now intertwined with services in modern supply chains.⁷

If the UK wished to gain preferential access in relation to financial and professional services and public procurement it would have to conclude additional agreements with the EU. See also paragraphs 59-71 on trade below.

5. A UK-EU FREE TRADE AGREEMENT

The UK would be outside the EU but could seek to negotiate a comprehensive free trade agreement with the EU. The UK would be free to regulate its own financial services sector. A comprehensive agreement could provide better access to the EU Internal Market in financial services and it would be preferable to simply relying on WTO/General Agreement on Trade in Services (GATS) membership alone. See also paragraph 61 below.

6. MEMBERSHIP OF THE WORLD TRADE ORGANISATION

The UK would leave the EU and rely on its membership of the World Trade Organisation as a basis for trade with the EU. This is the purest form of the «out» sce-

⁶ Decision No 1/95 of the EC-Turkey Association Council of 22 December 1995 on implementing the final phase of the Customs Union.

⁷ See Kommerskollegium, Swedish National Board of Trade, 'Servicification of Swedish manufacturing', March 2010.



nario, with no formal connections or independently negotiated agreements with the UK's former European partners. The UK would regain the ability to act independently and unilaterally without being directly subject to any EU law.

As regards financial services, it could not be taken for granted that the WTO and the GATS would offer an automatic means for the UK to enforce a right to its current trading advantages for financial services within the Internal Market. See also paragraph 61 below.

What is more, the WTO is only concerned to a limited degree with regulatory issues (to the extent that they affect market access and national treatment): WTO membership would not, by itself, provide a means of approaching regulatory disputes in the way that is offered in, for instance, a number of the EU's FTAs. The UK would be free, outside the EU, to negotiate its own FTAs which might contain similar provisions; but this would depend on substantial diplomatic effort with reduced negotiating weight due to the fact that the UK would be offering access to a reduced market compared to that of the EU.

7. TAX

Upon Brexit, on the assumption that such settlement would not result in substantially equivalent obligations, the UK Government would be free to implement tax legislation without the restrictions imposed by the TFEU fundamental freedoms and other EU legislation.

The UK Government would also be able to enact tax legislation, or exercise its power to tax, in a manner which would currently constitute state aid incompatible with Art 107 TFEU.

Any area of UK tax law (be it VAT law or otherwise) which is currently incompatible with EU law ought to become valid upon a full Brexit. For example, the VAT «insurance intermediary» exemption is currently wider than EU law permits and this is in the process of being narrowed by HMRC to render it EU law compatible – this would no longer be required.

The UK courts would no longer be bound to follow principles of VAT law interpretation established by the Court of Justice of the EU (CJEU) upon a full Brexit so the overarching cornerstones of VAT law (such as the principles of fiscal neutrality, equivalence and non-discrimination) would fall away, and this would have a profound effect on the way in which VAT law is to be interpreted.

Preferential EU rules applicable to certain cross-border transactions would not apply following a full Brexit, i.e. VAT may need to be charged on transactions where it is currently not charged and UK businesses may need to register for VAT in EU countries where they are currently not required to do so.

Although the UK Government would be free to implement tax legislation which discriminates against entities in other Member States, the remaining EU Member States would also be free to exercise their taxing powers in a manner which, by accident or design, discriminates between local entities on one hand and UK entities (or local branches of UK entities) on the other hand. This could manifest itself in a number of



ways, for example a future EU Financial Transactions Tax could be implemented which taxes transactions relating to, or with persons in, the UK.

The newfound legislative freedom with which the UK Government would find itself would, of course, create potentially unwelcome uncertainty for UK companies. For examples, There may be uncertainty as to the extent to which existing and future CJEU case law and EU jurisprudence would influence the decisions of UK courts after Brexit (especially in relation to VAT). Accordingly the scope of UK tax law, and what precisely will and will not be subject to tax under existing legislation, may not be immediately clear post-Brexit, and these uncertainties will extend to cases currently being litigated on the basis of UK tax law being incompatible with EU law. UK companies may currently rely, under the tax laws of other Member States, on tax legislation which provides exemptions for entities established in other EU Member States, which they could lose the benefit of upon Brexit. For example, a UK bank which has advanced a loan to an Italian or Spanish borrower would, upon Brexit, find that interest payments under the loan become subject to withholding tax.

Upon Brexit, the UK would continue to benefit from and remain subject to its extensive network of double tax treaties, including (where relevant) their non-discrimination provisions. The UK would also continue to have influence in international efforts to drive tax policy, including the ongoing Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD) Base Erosion and Profit Sharing (BEPS) project.

8. EMPLOYMENT

A significant portion of UK employment law is derived from EU law including the legislation that governs maternity and paternity leave, agency workers' rights, paid holiday and the protection of employment upon the transfer of a business.

EEA/EFTA states are obliged to accept the majority of EU legislation without being able to participate in, or influence, the EU decision making process or having any right of veto.

The EEA Agreement incorporates a number of employment law directives including the Equal Treatment Directive, the Collective Redundancies Directive, the Part-Time Workers Directive, The Fixed Term Workers Directive, the Parental Leave Directive, the European Works Council Directive, the Acquired Rights Directive (from which the Transfer of Undertakings (Protection of Employment) Regulations 2006 (TUPE) are derived), the Working Time Directive and the Agency Workers Directive. In addition, the EFTA Court which interprets EEA Rules is obliged to follow ECJ case law.

If the Swiss model was adopted, the UK would almost certainly be required to accept certain EU rules (via bilateral agreements); whether this would include employment related rules, including rules on free movement of workers would depend on the UK's negotiating strength and stance. It is unlikely that all EU employment rules would be excluded from the scope of the bilateral agreements. Access to the EU markets without a requirement to maintain certain employment standards is improbable.

Only in the event of a total EU exit is there potential for a significant change to the UK's EU derived employment law. European law has been incorporated into the UK's



domestic legislation in a variety of ways. Under the powers conferred by the European Communities Act 1972 (The ECA 1972), some legislation has been implemented via regulations including TUPE and the Working Time Regulations. Other European legislation has been implemented via primary legislation such as the Equality Act 2010.

If the Government repealed the ECA 1972 this would have the effect of automatically repealing all regulations implemented under it such as Transfer of Undertakings (Protection of Employment) regulations (TUPE) unless the Government opted to preserve all or part of any specific regulations.

In practice, an immediate repeal of all EU derived secondary employment legislation is likely to be unattractive, giving rise to inconsistency, confusion and uncertainty in the business community. Commercial agreements will have been drafted to take into account the existing legislative regime, for example, long term outsourcing agreements where pricing will have been dictated by the commercial risks under the prevailing employment law regime.

Primary EU derived legislation such as the Equality Act will remain in force until such time as the Government elects to repeal or revise it. If all primary EU derived legislation is repealed upon a Brexit this would give rise to a significant volume of simultaneous legal change that business would have to address in one go which is again likely to be deeply unattractive, burdensome and give rise to considerable legal and commercial uncertainty.

A more likely outcome would be a piecemeal revision of existing legislation to address specific business and government concerns. This is likely to take time and be costly. There is no guarantee employment law will be prioritised over other areas of law that would also require updating following an exit.

Following a total EU exit it remains to be seen how the domestic courts will interpret EU derived legislation that is not revoked or repealed. Will they continue to consider themselves bound by the pre and post Brexit decisions of the ECJ? For example, in relation to holiday pay claims, domestic courts have read words into the legislation in order to give effect to the decisions of the ECJ. Will this approach continue to be adopted? They may do so for the sake of legal certainty and consistency until such time as the legislation is amended.

Where legislation has been drafted to give effect to ECJ decisions then it will continue to be binding until such time as it is repealed or revised.

An added complication is that whether or not legislation is repealed or amended some EU derived rights may have been incorporated into commercial agreements, employment contracts and company policies (e.g. paid holiday). In most cases a unilateral revocation of such contractual rights would give rise to breach of contract claims as well as potentially significant industrial relations issues.

Companies that operate European Works Councils will have to revisit their arrangements whether the Company is UK head quartered or not.

Companies may wish to audit their current staffing arrangements both within the UK and in EU Member States to assess which EU nationals may potentially be required to apply for a work permit if the current immigration treatment of EU nationals is not



maintained. Equally UK nationals working in Member States may have to revisit their immigration status. It is likely that upon Brexit the government would consider providing a grandfathering arrangement to enable EU and UK employees to remain working in the UK and EU respectively without the need for a work permit on an interim or ongoing basis.

9. TRADE

Under the EEA/EFTA scenario, the UK would be free to conclude its own trade agreements with third countries, as it would no longer be a part of the EU Customs Union and Common Commercial Policy. The potential benefit of the power of independent action in this area should be balanced against the risk of not being able to conclude as favourable terms due to the UK's relatively smaller market and therefore lesser bargaining power compared to the EU, and the fact that the UK would not be entitled as of right to retain the benefits of some 50 trade and association agreements it enjoyed as a member of the EU by virtue of the fact that those agreements were signed between third countries and the EU. The UK would also no longer be involved in the EU trade negotiations with the USA on a Transatlantic Trade and Investment Partnership (TTIP), Japan and others. The UK would also have to comply with EU Rules of Origin regulations that are more complex than the current Internal Market arrangements, which do not distinguish between products from different Member States within the EU.

In a customs union, in terms of services, the UK would rely on its rights under the General Agreement on Trade in Services (GATS). Given the asymmetry of trading volumes between the UK and the EU, membership of the EU customs union would be most sensible as a step towards EU membership, not as a permanent model for engagement. It is true that the UK would be able to negotiate agreements with non-EU third countries on trade in services where it currently negotiated as part of the EU. For goods, however, the UK would have to follow the EU's overall trade policy as a member of its customs union, resulting (as in the case of Turkey) in loss of independence and influence in this area. The EU would retain the ability to conclude trade agreements (whether multi-lateral, plurilateral or bilateral) with third countries without any input from the UK. That would give those countries access to the UK goods market, on the terms the EU had negotiated to suit itself, not the UK. This would risk having an adverse impact on UK interests given that, in the case of bilateral FTAs, the EU's negotiating strategy is generally to offer access to its market for goods in return for the third country offering access to its market for services. The UK would then have to negotiate, after the fact and from a position of weakness, separate FTAs with the same third countries to gain reciprocal access for UK goods and, more importantly, services. This would risk disadvantaging the UK financial services sector as it is largely focused on the trade in goods and does not provide for special arrangements in other areas.

Trade treaties generally contain a provision known as a «prudential carve-out», under which parties to the treaty are permitted to retain restrictions on access to their financial markets on the basis of prudential regulations. This means, in effect, that if the UK were to rely only on free trade agreements in its relations with the EU, freedom of access



would to some extent be preserved for manufactured goods, but would almost certainly not be available for financial services. Article 7.38 of the EU-Korea FTA for example provides that each party «may adopt or maintain measures for prudential reasons, including the protection of investors, depositors, policy-holders or persons to whom a fiduciary duty is owed by a financial service supplier; and ensuring the integrity and stability of the Party's financial system.»⁸

Under all but the EEA scenario, the UK would no longer automatically be party to existing EU trade agreements or to negotiations for prospective agreements. Even though Opinion 1/94 of the CJEU concluded that WTO agreements in goods were an exclusive EU competence and those in services were partly a Member State competence, this situation has been changed by the Lisbon Treaty and both are now considered EU competences (except for certain transport and audio-visual services).⁹ The movement to trade agreements being largely an EU competence has an impact on the status of what are known as «mixed agreements» – where international treaties are signed by both the EU and its constituent Member States.¹⁰ For trade agreements signed as part of the EU's exclusive competence it is very difficult to maintain with any certainty that the UK would remain subject to the rights and obligations in such agreements and with mixed agreements there are some grounds to suggest that the UK may remain bound by certain aspects of these agreements but this is very uncertain and without legal precedent.

The analysis of both exclusive and mixed agreements relies upon the concept of a «successor» state and the «continuing» state under international law. The normal premise within conventional international law is that where a smaller proportion of the state decides to secede, the remainder of the state will normally be treated as a «continuing state» and the seceding state as a new state (for example the potential situation with Scotland and the Rest of the UK).¹¹

Under conventional international law the continuing state will succeed to all the treaty rights and obligations of the original state and the seceding state may or may not continue to be subject to existing treaty obligations. Historically practice has varied and the key question is how other states/organisations will choose to treat the seceding state. There is no persuasive precedent to suggest that the rights and obligations of the UK under EU agreed free trade agreements would be maintained. In particular, for those agreements where the EU has exclusive competence the contracting parties may take the view that the agreement would not extend to an independent UK on its own, especially if the terms of market access granted had been negotiated on the basis of a wider EU market not the UK independently. Absent any real precedent, it would be very difficult to contend, for agreements with exclusive EU competence that the UK would maintain

⁸ See Article 7.38, EU-South Korea Free Trade Agreement.

⁹ See Article 207, TFEU.

¹⁰ The legal landscape around mixed agreements under EU law is very complicated and cannot be discussed fully in this c. However, please see, amongst others, A Rosas, 'The European Union and Mixed Agreements' in Dashwood and Hilton (eds), *The General Law of EC External Relations* (Sweet & Maxwell, 2000).

¹¹ See Sir David Edward, written evidence to the European and External Relations Committee of the Scottish Parliament, 23 January 2014.



its rights/obligations, especially since the Vienna Convention on the Law of Treaties between States and International Organizations or between International Organizations¹² has not been ratified sufficiently to come into effect and neither the UK, EU nor WTO are signatories to it.

Currently, about 50 agreements have been concluded, with negotiations in progress with the USA, Japan, India and a number of ASEAN countries, among others.¹³ In the case of existing agreements, there would at best be a great deal of uncertainty to whether these agreements would continue *vis-à-vis* the UK and the other contracting parties, a positive statement of acceptance would probably have to be sought from the EU and other contracting parties, failing which the UK would, at worst, either have to negotiate fresh bilateral FTAs with those countries, or fall back on its generic WTO rights (e.g. MFN tariffs and GATS rules for services). The UK would have to rebuild the capacity to carry on a large number of simultaneous negotiations with partners who might not feel obliged to give the UK as generous market access and national treatment as they did to the EU, given the UK's much smaller relative bargaining power and offered market access. The process could also be a lengthy one. For example, the EU began free trade negotiations with India in 2007 and negotiations were ongoing in 2015. Even simple agreements have taken two to three years to negotiate.

In the case of current negotiations, UK departure from the EU would leave the Commission, as EU negotiator, free to say that it no longer represented the UK, which was no longer involved; and it is hard to see how the UK could gainsay that contention. The UK would then be excluded from further participation in ongoing negotiations with key partners such as the USA and Japan, where it is currently a leader in setting the agenda. The EU/ USA TTIP negotiations are of particular importance in the international trade and standards setting agenda. If the UK were to be outside the EU, the relatively smaller size of its economy would risk disadvantaging it in negotiations with much larger economies such as the USA.

Trading with the EU as a member of the WTO would involve the UK and EU imposing MFN tariffs on each other's goods. A House of Commons Library study has estimated that about 90 per cent of UK goods would be covered.¹⁴ The risk is that this would have detrimental consequences on UK consumers and trade; for example, the current average MFN EU tariff for motor vehicles is around 10 per cent, which would increase the costs of UK automotive imports into the EU. A further risk is that UK producers would put pressure on the government to raise tariffs on its competitors in order to protect their own interests, not just in Europe but globally, by increasing certain MFN tariffs. This would increase costs for consumers, and ultimately reduce the volume of trade. Indeed, the desire to mitigate the dynamic of raising barriers to trade in order to protect what may otherwise be uncompetitive domestic interests is one of the animating

¹² http://legal.un.org/ilc/texts/instruments/english/conventions/1_2_1986.pdf

¹³ European Commission Memo, 'The EU's bilateral trade and investment agreements – where are we?', MEMO/13/1080, 3 December 2013, accessed on 10 April 2014 at: http://trade.ec.europa.eu/doclib/docs/2012/november/tradoc_150129.pdf

¹⁴ House of Commons Library, 'Leaving the EU', Research paper 13/42, 1 July 2013.



forces behind the creation of the EU Internal Market. Examples of recent international trade disputes have seen the USA impose tariffs on UK steel producers and disagreements between China and the USA about disputed solar panel subsidies.

Free movement of capital would not, technically, be affected by UK departure from the EU. The Maastricht Treaty removed all restrictions on capital movements between EU members and also between the EU and third countries from 1994. However, the status of the UK as Europe's leading financial centre may be endangered by departure from the EU. London accounts for between over three quarters and just under half of, variously, EU foreign exchange trades, global trade in the euro, EU private equity funds, investment banking, pension assets and international insurance premiums.¹⁵ The financial services «single passport» mechanism, which allows providers established in one Member State to provide their services in all, is not available to a country outside the EEA. Furthermore, other EU governments might no longer feel comfortable allowing such a large proportion of the activity of their firms to take place in what could be characterised (more easily than in the past) as an offshore centre. Research into the views of financial and professional services firms carried out by Ipsos MORI for TheCityUK revealed that 95 per cent of those polled believed that access to the Single European Market, particularly as a gateway for international business, is important to the UK's future competitiveness.¹⁶

More importantly for the financial services industry, the WTO regime, and GATS in particular, does not deal with non-tariff barriers in any great detail. Instead, the focus on non-tariff barriers tends to be concerned with whether they are discriminatory in nature and whether they can be objectively justified. The existence of non-tariff, behind-the-border barriers is perhaps the most significant obstacle to market access and national treatment faced by the financial services industry globally.

Departure from the EU would allow the UK to set its own regulatory framework. However, it could face restrictions in the EU and globally. While there is a general aspiration in the GATS framework to gradually liberalise trade in services to the greatest extent possible, this is balanced by recognition of «the right to regulate». As discussed, the prudential carve-out does not prevent a WTO Member from taking measures for prudential regulation and supervision of financial institutions. It is generally considered to be quite wide provided such measures are not «used as a means of avoiding the member's commitments or obligations under the GATS» (i.e. provided that they are not taken for protectionist reasons). Given that most measures taken in financial services regulation can be justified on this basis, relying upon the GATS would not provide to the UK financial services industry any guarantee of access to the EU Internal Market in financial services on a comparable basis to EU membership. Sydney J. Key, former member of the Board of Governors of the Federal Reserve Bank of Chicago, explains the difference between the European method of liberalisation of financial services and the GATS model in saying:

¹⁵ TheCityUK, 'Key Facts about UK Financial and professional Services', August 2013.

¹⁶ TheCityUK/IPSO MORI, 'The City Speaks', October 2013.



«The international framework for dealing with trade liberalisation and prudential regulation in the financial services sector is much more fragmented than that within the EU, where everything is being done within one institutional framework. That is, the European Community deals with all aspects of trade in financial services among the Member States, including liberalisation aimed at non-discriminatory as well as discriminatory barriers, removal of restrictions on capital movements, and harmonisation of essential national rules such as capital standards and consumer protection measures. Beyond the EU, international efforts must proceed without a supranational structure comparable to that of the EC and without the broad scope of its legislated harmonisation of essential national rules.»¹⁷

The presumed right of commercial establishment that comes with EU membership would also be lost on departure from the EU except to the extent that it is replicated under the EU's GATS commitments to third countries or through other instruments such as EU members' participation in the Organisation for Economic Cooperation and Development (OECD) Investment Guidelines. Dispute resolution and the enforcement of competition law through the ECJ is also stronger in the EU and provides considerable protection to EU members against anti-competitive practices.¹⁸

10. COMPETITION LAW

EU competition law prohibits anticompetitive agreements and concerted practices (Article 101 TFEU), abuse of a dominant position (Article 102 TFEU), governs mergers in the EU that meet clear thresholds and conditions (through the EU Merger Regulation) and prohibits certain state aid subsidies. The UK's Competition Act 1998 and Enterprise Act 2002 largely mirror EU legislation so Brexit would not necessarily entail an immediate divergence in competition policy. If the UK did not remain in the EEA then UK courts would cease to be bound by judgments of the EU Courts, so divergences could arise over time.

There is the possibility that UK enforcement practices in relation to mergers may diverge over time from those of the EU. This could add an extra element of risk to mergers of businesses that operate in the UK and the EU given the requirement for approval in an extra jurisdiction. Any activities including mergers with an impact outside the UK will continue to be subject to EU law.

State aid may be one of the areas that could change if the UK exits without remaining in the EEA, which would be an interesting development from the point of view of the greater freedom/flexibility it would give the UK government in terms of the assistance it might want to provide to UK industry or the incentives it might want provide to attract greater foreign investment into the UK.

¹⁷ Sydney J. Key, 'Trade liberalization and prudential regulation: the international framework for financial services', *International Affairs* 75, 1999, page 74.

¹⁸ CEPS Special Report, 'Access Barriers to Services Markets: Mapping, tracing, understanding and measuring', June 2013.



The UK is influential in the framing of EU competition policy. For example the recently passed EU Damages Directive will introduce minimum standards for antitrust damages claims in the EU, e.g. for disclosure, protection of leniency submissions, limitation periods, which are already features of damages actions in the UK. The departure of the UK may see the EU become more protectionist, with the risk of a renewed push towards establishing national champions and looser state aid rules.

11. CONCLUSION

It is easy, in principle, to posit the pros and cons of the different scenarios outlined in this chapter. In practice, however, it is far more difficult given the uncertainties and the interdependencies between them.

An important common feature of any scenario where the UK would remain an EU member is the extent to which the UK would retain a degree of control in exercising choices, and would retain freedom to change policy or tactics if it were in the UK's interest to do so.

The common feature of the five scenarios in which the UK would leave the EU is the pattern of risk, perhaps long term business uncertainty and lack of control. Leaving the EU would itself take time, and the process by which that would take place is by no means certain. After leaving, the UK would be put in a position of having to wait to learn the result of any subsequent EU treaty or regulatory changes, which could have a major impact on the terms of trade between the UK and EU.

The reality of the UK's relationship with the EU over the coming decades may borrow parts from a number of the eight scenarios examined here and it is possible any future scenario may take a different, as yet unknown, character.

At the same time, or after leaving the EU, the UK government would need to take policy decisions on post-exit adaptations to UK law. That would entail a legislative programme which could take the life of a whole Parliament or longer. The UK would have to embark on one or more of the post-exit options either by attempting to negotiate in advance, afterwards, or even possibly by a process of trial and error in negotiations for alternative solutions with the other member states themselves affected unpredictably by the UK's exit. All these consecutive steps would involve great political, technical and diplomatic difficulty, perhaps taking several years, during which the UK's overall commercial regime would risk being subject to uncertainty and doubt.

For financial services, would any of this represent a better option than EU membership? After all, the creation of the integrated EU framework for financial services has had a marked and highly positive effect for those UK-based financial services businesses with an EU-wide or global reach, and an equally positive effect for their clients. It is easy to take this common legal framework and set of legal freedoms, developed over 40 years, for granted. Without it, however, the commercial operations of UK-based financial services businesses might well not take place at all or else might take place in a non-EU centre. Without it, too, firms from other EU member states would have far less interest in establishing in the UK, and their home country authorities (who would then view



the UK as an offshore jurisdiction) might not allow it without additional regulatory safeguards. The City as it exists today functions as a market place of firms from across the EU and outside. This is made possible by the framework of Internal Market legislation. The UK, backed by its expertise in financial services, is in a position to sustain its influence on the framework, provided it is seen as committed to it. To abandon this for some untried, unknown and unpredictable alternative would carry very significant risks.

It is clear from the scenarios examined in this chapter that from a legal perspective the interests of UK financial services are most effectively safeguarded through continued membership, and reform, of the EU.

ENTIDADES PATRONO

de la Fundación de Estudios Financieros

BANCO SANTANDER, S.A.
TELEFONICA, S.A.
BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA
CITI
BANCO SABADELL
BANKIA
CLIFFORD CHANCE
FIDELITY WORLDWIDE INVESTMENT
FUNDACIÓN REPSOL
INDITEX
KPMG
LA CAIXA
ZURICH ESPAÑA
BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES
URIA & MENENDEZ
ACS
DELOITTE
ENDESA, S.A.
EY
FUNDACIÓN MUTUA MADRILEÑA
INDRA SISTEMAS, S.A.
MAPFRE
MIRABAUD
BAKER & MCKENZIE
J&A GARRIGUES, S.L.
CECA
ABERTIS

ENTIDAD FUNDADORA

INSTITUTO ESPAÑOL DE ANALISTAS FINANCIEROS

