



ANUARIO DEL EURO 2016
«Building Institutions for the Euro Area»

Dirección
Fernando Fernández Méndez de Andés
IE Business School

ISBN: 978-84-617-7896-6
Depósito Legal: M. 1564 - 2017
Edita: Fundación de Estudios Financieros
Imprime: Reimpventa S.L.



ÍNDICE

EQUIPO DE TRABAJO	5
PRESENTACIÓN	7
RESUMEN EJECUTIVO	
<i>Fernando Fernández</i>	9
1. La zona del euro en una era de desequilibrios mundiales <i>Jaime Caruana, Director General, Bank for International Settlements</i> <i>Goetz von Peter, Economista Senior, Bank for International Settlements</i>	43
2. Una visión panorámica del papel del euro en el mundo <i>Blanca Navarro, Almudena Gallego y Miguel Fernández, Área de Estudios y Evaluación del ICO</i>	59
3. Fragmentación financiera: ¿detención, reversión o pausa? <i>Sonsoles Castillo, Santiago Fernández de Lis y María Martínez, BBVA Research</i>	99
4. La política monetaria en el area euro durante 2016 <i>José Ramón Díez, Director Servicio de Estudios Bankia</i>	119
5. What impact does the ECB'S quantitative easing policy have on bank profitability? <i>Maria Demertzis y Guntram Wolff, Bruegel</i>	143
6. European Banking Supervision and Prudential Regulation in the Global Context <i>José Manuel Campa y Alberto Buffa di Perrero, Banco Santander</i>	159
7. ¿Un Sistema Europeo de Garantía de Depósitos? <i>Gerard Arqué, Enric Fernandez y Cristina T. Plata, Planificación Estratégica y Estudios Caixabank</i>	173
8. El BCE: Gobernanza y modelo de negocio <i>Alberto Calles y Alvaro Benzo, Unidad de Regulación Financiera, PwC</i>	193
9. Which Fiscal Union for the Euro Area? <i>Martine Guerguil, Economist, former Deputy Director Fiscal Affairs Department, IMF</i>	215
10. Instituciones para la Unión Fiscal Europea <i>José Luis Escrivá, presidente de la AIREF</i>	237
11. Instituciones políticas para la eurozona <i>José Maria de Areilza, Aspen Institute y Esade, y Marie Jose Garot IE Business School</i>	253
ENTIDADES PATRONO DE LA FUNDACIÓN DE ESTUDIOS FINANCIEROS	277



EQUIPO DE TRABAJO

DIRECCIÓN

Fernando Fernández Méndez de Andés

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

COLABORADORES

José M. de Areilza Carvajal

Doctor en Derecho por la Universidad de Harvard y Profesor Ordinario y titular de la Cátedra Jean Monnet en ESADE. Desde 2011 es Secretario General de Aspen Institute España. En 2016 ha sido nombrado Academy Adjunct Faculty en Chatham House, Londres.

Gerard Arqué

Economista en Planificación Estratégica y Estudios de CaixaBank. Licenciado en Ciencias Económicas por la Universitat de Barcelona, y Máster en Macroeconomía y Finanzas por la Barcelona Graduate School of Economics. Ha trabajado en la FSA del RU y en el Estabilidad Financiera en el Banco de España.

Alvaro Benzo

Inspector del Banco de España en excedencia. Fue Experto Nacional Destacado en la Comisión Europea, trabajando en los programas de asistencia financiera de la UE y el FMI, y en propuestas legislativas para la reforma bancaria. Desde 2013 es socio de PwC, miembro del grupo de respuesta a la crisis económica en Europa (REcCE).

Alberto Buffa di Perrero

Head of European Supervisory Relations, Banco Santander. Ha trabajado anteriormente en el FMI como Consultor Principal en el Sistema Financiero, analista bancario en Standard&Poor's y en Accenture, Milán.

Alberto Calles

Inspector del Banco de España en excedencia, donde fue más de 20 años supervisor de Entidades Financieras. En 2009 y 2010, fue el representante español en el grupo internacional del FSB. Desde 2011 lidera la Unidad de Regulación Financiera de PwC con el objetivo de fortalecer la asistencia regulatoria a clientes.

José Manuel Campa

Doctor por la Universidad de Harvard, y licenciado en Economía y Derecho y por la Universidad de Oviedo. De 2009 a 2011 fue Secretario de Estado de Economía. Ha sido profesor ordinario del IESE y de Columbia Business School. Desde mayo 2014 Director de Relaciones con Inversores y Analistas del Banco Santander.

Jaime Caruana

Director General del BPI desde el 1 de abril de 2009. Anteriormente, trabajó en el Fondo Monetario Internacional como Consejero Financiero del Director Gerente y como Director del Departamento de Mercados Monetarios y de Capitales. Entre 2000 y 2006, ocupó el cargo de Gobernador del Banco de España.

Sonsoles Castillo

Licenciada en Economía por la Universidad de Alcalá de Henares, lidera la unidad de Mercados Financieros Globales en BBVA Research, donde se incorporó en 1997. Anteriormente fue ayudante de investigación en FEDEA.

Maria Demertzis

Doctora en Economía por la universidad de Strathclyde, RU, es Directora Adjunta de Bruegel y profesor visitante en la Universidad de Amsterdam. Ha trabajado en la Comisión Europea y el Banco Central de Holanda y en Harvard Kennedy School of Government. Publica regularmente en revistas académicas y de divulgación.

José Ramón Díez Guijarro

Director del Servicio de Estudios de Bankia, Profesor de Entorno Económico del IE Business School y Profesor de Estructura Económica en CUNEF. Máster en Finanzas por ICADE. Licenciado en Economía por la Universidad Complutense con especialidad en Análisis Económico y Economía Cuantitativa.

José Luis Escrivá

Es el primer presidente de la AIREF y de la Red de Instituciones Fiscales Independientes de la Unión Europea. Ha sido subdirector del Departamento de Estudios Monetarios y Financieros del Banco de España, Jefe de la División de Política Monetaria del BCE, Director para las Américas del BIS y Director del Servicio de Estudios del BBVA.

Enric Fernández

Economista jefe y Director Corporativo de Planificación Estratégica y Estudios de CaixaBank. Licenciado en Ciencias Económicas y Empresariales por la Universitat Pompeu Fabra, Máster y Doctor en Economía por la Universidad de Chicago, y PDD del IESE. Ha trabajado en el Fondo Monetario Internacional.

**Miguel Fernández**

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

Santiago Fernández de Lis

Economista Universidad Autónoma de Madrid, Responsable de Sistemas Financieros y Regulación de BBVA Research y Presidente del Banking Stakeholders Group de la EBA. Fue Socio de Afi y Director del Departamento Internacional del Banco de España y trabajó en el BIS en Basilea.

Almudena Gallego

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

Marie-José Garot

Vicedecana de Claustro de IE Law School y Directora del Centro de Estudios Europeos de IE University. Es también titular de la Catedra Jean Monnet de IE University.

Peter von Goetz

Master en la London School of Economics y PhD en Columbia University, es Economista Senior del Departamento de Economía y Asuntos Monetarios del Banco de Pagos Internacionales y miembro de su International Data Hub. Publica con regularidad en revistas de investigación sobre temas monetarios internacionales.

Martine Guerguil

Licenciada en Economía en la Universidad de París, Panthéon-Sorbonne y en Ciencia Política en IEEP (Sciences Po, Paris). Hasta el año pasado Directora adjunta del departamento Fiscal del Fondo Monetario Internacional, ha trabajado y publicado intensamente en cuestiones fiscales internacionales y de deuda pública.

María Martínez

Licenciada en Economía por la Universidad de Oviedo y Máster en Análisis Económico y Economía Financiera en la Complutense y en Finanzas Cuantitativas en AFI. Economista Senior de Mercados Financieros Globales en BBVA Research desde 2009. Anteriormente trabajó en el Banco de España y en KPMG.

Blanca Navarro

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

Cristina T. Plata García

Ayudante de investigación en Planificación Estratégica y Estudios de CaixaBank. Graduada en Economía por la Universidad de Sevilla, y Master en Competencia y Regulación de Mercados por la Barcelona Graduate School of Economics.

Guntram Wolff

Doctor en Economía por la Universidad de Bonn, es Director de Bruegel. Miembro del Conseil d'Analyse Economique del PM francés y del Consejo Internacional de la Universidad Libre de Bruselas. Ha trabajado en la Comisión, el Bundesbank y el FMI. Habitual a las reuniones del ECOFIN y el Parlamento Europeo. Autor prolífico.

GRUPO DE CONSULTA**Cristina Fernández Cabrera**

Directora de la Fundación ICO

Blanca Navarro

Área de Estudios y Evaluación del ICO

Silvia Consuegra Rodríguez

Técnico Fundación ICO

Jorge Yzaguirre Scharfhausen

Presidente FEF-IEAF

Javier Méndez Llera

Director General – Secretario General FEF-IEAF

Alfredo Jiménez Fernández

Director de Análisis y Estudios FEF-IEAF



PRESENTACIÓN

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

Esta colaboración se traduce en la elaboración de una publicación anual para poner a disposición del lector los importantes cambios que se han producido en el último año en la unión monetaria, fiscal, económica y política, señalando los aciertos, las limitaciones y las posibles insuficiencias de los mismos.

El informe que hoy se presenta, el cuarto de la colección, se articula en once capítulos que recogen los aspectos esenciales de los avances en la construcción europea. En el primero se ofrece una visión global de la Unión Monetaria en el mundo. En los dos siguientes se cuantifica el uso del euro en las operaciones de comercio internacional y en los mercados financieros y se analizan los avances/retrocesos en la integración financiera europea.

Los capítulos 4 y 5 se dedican a la política monetaria, la gran protagonista económica del 2016. En ellos se describen las medidas heterodoxas adoptadas y se revisan la efectividad y los límites de la política monetaria del BCE, con especial atención a los posibles efectos negativos no deseados y a su impacto potencial en la rentabilidad de los bancos.

Los siguientes tres capítulos se refieren a la Unión Bancaria y más concretamente a la política prudencial y de estabilidad financiera asumida por el BCE en su doble vertiente del Mecanismo de Supervisión (MUS) y Resolución (MUR). Se revisan los cambios regulatorios introducidos tras la crisis financiera, se recuerda que sigue pendiente la creación de un sistema de garantía de depósitos europeo y se repasan las recomendaciones del BCE sobre gobernanza y modelo de negocio de los bancos.

En los capítulos 9 y 10 se hace una primera aproximación al tipo de unión fiscal necesario en la Eurozona y su contraste con la realidad institucional fiscal europea. Por último se incluye un capítulo en el que se revisa la situación política actual de la UE tras el Brexit y se señalan una serie de reformas institucionales pendientes.

El trabajo incluye un resumen ejecutivo que sistematiza las aportaciones realizadas por los distintos colaboradores y presenta, un año más, un decálogo de conclusiones que remarca las principales cuestiones que queremos transmitir.

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

El estudio ha sido dirigido por D. Fernando Fernández Méndez de Andrés, 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 2016 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. UN AÑO INQUIETANTE PARA LA UNIÓN

Por sexto año consecutivo he tenido la oportunidad de dirigir este Anuario del Euro gracias a la generosidad de la Fundación de Estudios Financieros y de la Fundación ICO. Y un año más el futuro de la Unión Monetaria, de la propia Unión Europea, está en cuestión. Quizás más que nunca. Pareciera que Europa disfruta moviéndose en territorio peligroso. O quizás sea simplemente que analistas e investigadores, en realidad todos los europeos, tendremos que acostumbrarnos a las emociones fuertes. El año de consolidación de la Unión Monetaria que reclamábamos en el Anuario 2015 se ha convertido en el año de la ruptura a plazo de la Unión Europea tras el imprevisto y desafortunado triunfo del No en el referéndum británico, el año en el que han estallado todos los acuerdos de política fiscal, monetaria y hasta de intervención y resolución bancaria en la Eurozona, el año en definitiva en el que el populismo ha paralizado Europa y amenazado el acuerdo ideológico y el pacto social que han definido la brillante aventura europea. Mientras la economía europea se recupera y el desempleo cae con fuerza, explota el desencanto con la idea europea y reaparecen los cantos de sirena del nacionalismo. Todos los liderazgos políticos han sido cuestionados, todos los gobiernos europeos se han debilitado y sufrido serias crisis de confianza, si no han tenido que dimitir. Para muchos ciudadanos Europa ha dejado de ser la solución y se ha convertido en el problema. Sumida en el desconcierto la Europa oficial parece paralizada. Si el símil de la bicicleta alguna vez fue cierto, nadie quiere, nadie puede o simplemente nadie se atreve, a continuar pedaleando.

Quizás nos hemos acostumbrado tanto a Europa que nos parece parte del paisaje. Y por eso nos atrevemos a discutirla y hasta a negar su existencia. Tan real e inevitable como la gripe de invierno, el fútbol o los impuestos, no hace falta defenderla; no hace falta completarla, arreglar sus defectos y superar sus limitaciones. La idea de Europa es tan obvia que basta con seguir tirando como siempre. Quizás por esa misma idea de inevitabilidad, algunos pensaron que el *Brexit* era imposible, que los bancos italianos no necesitarían recapitalizarse, las cuentas públicas españolas sanearse o el riesgo bancario mutualizarse. Que nadie se atrevería a cuestionar la existencia de Europa y que podíamos seguir ignorando la realidad. Y la realidad nos ha acabado estallando en las manos. Nunca en los siete años que llevo escribiendo el Anuario, el ambiente ha sido tan pesi-

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



mista, la falta de voluntad política tan evidente, la diferencia entre los discursos y los hechos tan real.

Ante la incapacidad para afrontar la realidad, se extiende la idea salvadora de que el crecimiento económico lo curará todo. Se repite con insistencia que Europa necesita una buena dosis de política keynesiana para superar sus problemas de demanda, más inversión pública y más consumo privado. Europa ahorra demasiado, se afirma sin rubor. Podrán observar esta tesis en muchos de los artículos de este Anuario. Hablar de ajuste fiscal, reformas estructurales, economía abierta y competitiva, productividad y costes laborales unitarios ya no está de moda, aunque algunos otros de nuestros autores se atrevan a demandarlos. Por miedo al populismo se hace política populista desde las instituciones oficiales, nacionales e internacionales. Las normas europeas, particularmente algunas de las que se aprobaron en los duros años 2010-12, se incumplen conscientemente en aras de la conveniencia política. Nadie parece preocupado por la pérdida de credibilidad porque, se afirma, la alternativa es el populismo o la ruptura. Mientras tanto, que siga la fiesta.

Tras tantos años de austeridad, los europeos necesitan una alegría, necesitan crecimiento. Como si hubiese habido una conspiración maldita para condenar Europa al estancamiento. Como si no fuera producto de sus propios errores. Y los mismos que critican su irracionalidad, encuentran apoyo a su tesis en la tranquilidad de los mercados financieros. Cierto, estos andan hoy en paz y prosperidad, domesticados con políticas de expansión cuantitativa sin precedentes que han llevado el balance de los principales bancos centrales del mundo por encima del 30% del tamaño de sus PIB respectivos. Reina en los mercados una calma aparente que no debe confundirse con la aprobación unánime de las políticas seguidas. Se vuelve a oír aquello de que «esta vez es diferente»², que no hay síntomas de burbuja en la aparente irracionalidad de los diferenciales de riesgo, que hay poderosas razones estructurales para que ahora las cosas sean distintas. Y se resucita la teoría del estancamiento secular y la hipótesis del tipo de interés natural próximo cero, se redescubren las obras públicas y se insiste en que el crecimiento lo cura todo. ¡Qué corta y selectiva es la memoria! Porque como llevamos insistiendo en este Anuario desde su primera edición, los problemas europeos son estructurales, han sido siempre y siguen siendo estructurales y la política monetaria por sí sola, por creativa y excepcional que sea, no podrá resolverlos.

Si el año pasado el Anuario tuvo un sabor agrídulce, en éste reina el desencanto. Y no será porque no ha habido en 2016 logros importantes. La economía de la Eurozona ha recuperado el nivel de producción anterior a la crisis, aunque el nivel de empleo sea aun claramente insuficiente y desigualmente repartido. La actuación del BCE ha continuado reduciendo la fragmentación financiera e impulsando la recuperación del crédito. Su compromiso con la estabilidad de la Eurozona se ha demostrado indiscutible y la he llevado al imprevisible territorio de los tipos de interés negativos, penalizando la acumulación de depósitos bancarios. Su presidente enfatiza solemnemente que no cejará en

² Recordemos con el libro ya clásico de Reinhart y Rogoff (2009) que esa frase anticipa siempre toda crisis financiera.



su empeño hasta que la Eurozona recupere su objetivo de inflación del 2%³. El Mecanismo Único de Supervisión ha funcionado con normalidad, centrado en mejorar la gobernanza y el modelo de negocio bancario, en la identificación, provisión y gestión del riesgo de crédito y en la unificación de los criterios de supervisión para acabar con las excepciones y peculiaridades nacionales. Una nueva edición de los test de stress de la banca europea ha servido para identificar mejor a las entidades con problemas y provocar su recapitalización. Se ha aprobado y puesto en marcha, con la típica gradualidad, el Mecanismo Europeo de Resolución bancaria y empezado a dotar el Fondo Único de Resolución con las aportaciones de las entidades financieras. Hasta ha habido algún avance interesante en la unión fiscal, aunque justo es reconocer que aún en el terreno de las declaraciones programáticas, y se han empezado discutir los detalles. Hasta la crisis griega parecía encaminada a una resolución no especialmente controvertida mediante una mezcla de cumplimiento, ajuste y alivio de deuda.

La situación económica de la Eurozona a finales de 2016, aunque frágil, se ha alejado claramente de la temida recesión, salvo que decisiones políticas proteccionistas nos empujen a ella. Después de crecer un 2% en 2015, la actividad económica se ha debilitado ligeramente hacia el 1,7% de crecimiento en la última estimación de la Comisión para 2016⁴. Aun así, la mejoría es evidente en el cierre progresivo del output gap y en la recuperación del empleo hasta los niveles previos a la crisis. Persisten sin embargo problemas largamente enquistados, como la magnitud de desempleo de larga duración, la baja inversión y una inflación por debajo del objetivo. Y ello a pesar de una expansión monetaria espectacular, que ha llevado los tipos de interés al nivel que la propia autoridad reconoce como límite técnico.

Los datos disponibles en el último trimestre del año, al cierre de este Anuario, invitan a un cierto optimismo macroeconómico, con una renacida fortaleza del consumo y el clima empresarial en Alemania y Francia, y la continuación de la fortaleza de la economía española, sólo parcialmente contrarrestados con el debilitamiento de Italia motivado por la incertidumbre política tras la dimisión del primer ministro Renzi y las complicaciones surgidas en su sistema bancario.

El déficit público agregado en la Eurozona caerá de nuevo en 2016, 0.3 p.p. hasta el 1,8% del PIB⁵, a pesar de que persisten grandes diferencias nacionales y groseros incumplimientos. El ahorro en el servicio de la deuda pública y la recuperación cíclica han permitido este ligero avance en la consolidación fiscal. Cuatro Estados miembros de la Euro Zona permanecen en el procedimiento de déficit excesivo, incluyendo a Grecia que continúa bajo un programa de asistencia financiera, y notablemente España. La deuda pública en el conjunto de la Eurozona cae moderadamente desde su pico del 94,4% del PIB en 2014, pero continúa excesivamente elevada tras años de impulsos extraordinarios, particularmente en algunos países que se mantienen por encima del 100%. En

³ ¡Qué tiempos nos ha tocado vivir en que un banco central tiene como objetivo explícito que haya inflación! Confieso que aún me cuesta creerlo cuando he dedicado buena parte de mi vida profesional a acabar con episodios de hiperinflación en varios países emergentes.

⁴ European Commission (2016d).

⁵ European Commission (2016c).



noviembre de 2016, la Comisión emitió una Comunicación⁶ apelando a que la situación cíclica de la Eurozona amerita una fuerte necesidad de políticas fiscales moderadamente expansivas para apoyar la recuperación en 2017. Una posición que no es compartida por el Consejo, lo que obligó a la Comisión a aclarar que el esfuerzo fiscal de cada Estado miembro depende de sus circunstancias específicas y ha de ser compatible con el cumplimiento de sus obligaciones en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Idea que a menudo se olvida torticeramente en algunos debates públicos sobre la austeridad y los recortes fiscales.

Al cierre del año, Italia se perfila como la preocupación fundamental de la Eurozona, por las potencialidades sistémicas de sus problemas financieros y políticos. Mientras que de los restantes países periféricos en situación de vulnerabilidad, Portugal empieza a mostrar síntomas preocupantes de agotamiento y reversión del proceso de ajuste y reformas, y Grecia continua con su inestable juego de equilibrios entre ajuste e incumplimiento, a la espera de una renegociación de la deuda a la que nada ayuda la adopción de medidas unilaterales de estímulo fiscal. En el otro extremo, crecen las presiones políticas y académicas que invitan a Alemania a poner límite a su superávit exterior, que se acerca al 10% del PIB, y a la adopción de medidas de estímulo fiscal que empujen la demanda interna. Paradójicamente, acontecimientos recientes no deseados, como la crisis de los refugiados, pueden hacer más aceptable políticamente esta opción.

Si la economía no invita al pesimismo, la política europea está sin embargo en crisis profunda. Todos los equilibrios han saltado por los aires con la crisis de los refugiados y el referéndum británico. Estos dos acontecimientos, en principio ajenos a la unión monetaria, han modificado radicalmente las expectativas y el clima social y político. Porque nos han recordado con crudeza que la unión monetaria requiere de voluntad política para consolidarse y que la voluntad europeísta es una mercancía que cotiza a la baja en toda Europa. Sin esa voluntad, el euro será una moneda cuestionada en su estabilidad y pervivencia, a merced de especuladores y arribistas, y la propia composición de la Eurozona es territorio abierto. La reversibilidad del proyecto europeo se ha puesto encima de la mesa en 2016 como no lo había estado nunca desde su creación. La supervivencia de la moneda única ha vuelto a discutirse como en los peores momentos del año 2010⁷. Partidos políticos que rechazan el euro tienen posibilidades reales de alcanzar el poder en varios países de la Unión. Este es el triste balance de 2016 al que este Anuario no puede permanecer ajeno. Por mucho que los mercados financieros mantengan una envidiable estabilidad y se comporten como si la ruptura fuera un imposible metafísico. Porque solo conociendo bien el problema se puede acertar en el diagnóstico. Y no se combate ni vence el populismo con más populismo, sino con convicción, pedagogía y liderazgo. Ese es el reto que tenemos por delante los europeos. Para asegurar nuestra estabilidad y prosperidad en la era de la globalización, y para mantener nuestra contribución a un mundo más rico, libre y justo.

⁶ European Commission (2016a) y (2016b).

⁷ Por eso el Brexit es especialmente peligroso para los países más vulnerables al cambio de sentimiento de los inversores. Lo que es un problema de liquidez de algunos Tesoros soberanos de Europa se convertiría rápidamente en un problema de solvencia si los mercados empiezan a sospechar que esos países pueden estar endeudados en moneda extranjera.



El referéndum británico ha acabado con una de las pocas certidumbres políticas que parecían inmutables: la irreversibilidad del proceso de integración europea. Hasta ayer, parecía una obviedad que los conflictos históricos podían superarse con una creciente integración económica que estableciese una tupida red de relaciones mutuamente beneficiosas. Pero la integración ha sucumbido al nacionalismo, una vieja enfermedad europea que creíamos superada. Con el Brexit ha reaparecido el riesgo político en Europa. Con Trump, el aislacionismo norteamericano y el mercantilismo. Con ambos, el riesgo de recesión en el mundo.

Los responsables económicos nos invitan a la tranquilidad pero el shock es fundamentalmente político. La política económica no podrá conjugarlo sola, por muy activo y heterodoxo que sea el BCE. El resultado del referéndum ha vuelto a poner el foco en el diseño imperfecto e incompleto de Europa. La Unión Europea tendrá que refundarse, como se refundó parcialmente la Unión Monetaria tras las crisis de la deuda. La Unión ha venido actuando bajo una premisa que ya no se sostiene: por muchos que fuesen sus problemas de diseño, su déficit democrático o sus errores políticos, cualquier alternativa era peor. Pero los ciudadanos se han cansado del discurso de la inevitabilidad porque los gobiernos nacionales han abusado de la excusa europea, culpando siempre a esa Bruselas distante y burocrática de toda decisión impopular. Recortes, ajuste salarial, flexibilidad laboral, reforma del sistema de pensiones, siempre la culpa es de Bruselas. Aunque esas reformas son necesarias porque la economía se ha globalizado y la revolución digital ha transformado la cadena de valor. Porque Europa ha perdido su singularidad, su ventaja competitiva y tecnológica. Además, su demografía está estancada y el Estado de Bienestar ha crecido más allá de lo financiable. Una realidad que es ajena a la integración europea. De hecho, la integración es una de las estrategias políticas más prometedoras para responder a estos desafíos.

La crisis golpeó a Europa con dureza inesperada y provocó la fragmentación financiera de la Eurozona. Hizo saltar las costuras de la unión monetaria porque su diseño original era equivocado. No hay unión monetaria posible a largo plazo sin unión bancaria y financiera. Pero tampoco sin unión fiscal, porque ningún sistema bancario fiduciario puede sobrevivir sin un *fiscal backstop* creíble. Todos deberíamos haber aprendido de episodios recientes. Empezando por los países más vulnerables, que tendrían que esforzarse más en reducir sus desequilibrios domésticos y garantizar posiciones fiscales estructuralmente sostenibles. Cunde en muchos de ellos, sin embargo, la tentación de confiar en los presuntos efectos expansivos del déficit. Son frecuentes también las llamadas a una relajación de la política fiscal en la Unión, confundiendo lo que puede ser necesario en algunos países excedentarios con la incapacidad política para afrontar el coste de los ajustes necesarios en las cuentas públicas nacionales.

Pero también los países con superávits fiscal y exterior tienen algo que aprender. No pueden seguir retrasando más la mutualización de la deuda bancaria a través de un sistema europeo de garantía de depósitos bancarios y de un Fondo Unificado de Resolución creíble. Ni negarse a ofrecer soluciones al problema de la deuda soberana. Un activo común libre de riesgos es una característica imprescindible de toda unión monetaria con visos de permanencia. Lo que conlleva la necesidad de imponer límites creíbles y efectivos a los déficit públicos. Mejor aún, de avanzar en una unión fis-



cal que incluya un sistema de reglas fiscales sencillas, automáticas y de obligado cumplimiento y el desarrollo de la facultad de estabilización macroeconómica de la Eurozona.

Se oyen demasiadas voces que sugieren volver a un sistema de integración a la carta, a una Europa de geometrías variables y velocidades diferentes. Se extiende una curiosa imagen idílica del Imperio austro húngaro como modelo de flexibilidad sostenible y eficiente. Pero es un modelo completamente incompatible con la sostenibilidad de la unión monetaria, porque constituye una invitación permanente a la especulación contra los países que en un momento dado fueran percibidos como más vulnerables. Países que no siempre serían los llamados PIIGS, si nos atenemos a la historia económica de los últimos veinte años.

Europa tiene un déficit democrático y de funcionalidad. La Unión Monetaria exige unas cesiones de soberanía monetaria, bancaria, financiera y fiscal que son incompatibles con la falta de legitimidad democrática de sus instituciones. La Unión necesita un nuevo Tratado Constituyente que simplifique los procesos de decisión, cree instituciones auténticamente federales e incorpore reglas fiscales de aplicación automática a cambio de protección mutua. Requiere un gobierno y un Ministerio de Hacienda. Los regímenes de excepción, de intervención encubierta de los países en dificultades, se tienen que acabar. Pero también las posibilidades de *free rider*, de comportamientos nacionales irresponsables amparados en grandilocuentes apelaciones a la solidaridad europea. Hace falta renovar el pacto social que dio origen al proyecto europeo. Es un paso atrevido, pero la alternativa ya no es seguir como si no pasase nada, sino la desintegración y el desmoronamiento.

En este contexto de desencanto, el Anuario 2016 quiere ser fiel a sí mismo y presentar los debates europeos sin limitaciones, en todas sus dimensiones y perspectivas, aunque algunas sean contradictorias, aunque no coincidan las opiniones de sus autores entre sí o con el director. Porque ese es el objetivo que me propuse desde el principio: dar todos los puntos de vista posibles y leales con el espíritu europeo. El año pasado lo hicimos sobre la restructuración de la deuda soberana, con Grecia en mente. Este año sobre la continuidad y efectos de la política monetaria no convencional del BCE, y sobre la política fiscal en la Eurozona. Porque si alguna lección he podido sacar personalmente de esta larga crisis, es que la unanimidad conduce a la complacencia y ése es el principal peligro de las sociedades desarrolladas, como acertadamente nos alertaba hace ya muchos años Karl Popper. La economía y la política europeas necesitan opiniones «*contrarian*» que desafíen las certezas políticamente convenientes. Porque la Eurozona sigue necesitando completarse, dotarse de políticas comunes y cumplirlas; no sólo crecer a corto plazo cebando la bomba fiscal y monetaria.

El objetivo del Anuario es una vez más doble: explicar e influir. Primero, ayudar a dar conocer la Unión Monetaria Europea a un lector interesado pero no necesariamente especializado. A un lector al que además se le escapan los arcanos de la política europea, su lenguaje distante innecesariamente técnico y burocrático, su intrincado y cambiante proceso legislativo, sus continuas modificaciones institucionales y competenciales. La Eurozona es una criatura política en construcción, un proyecto político vivo e inacabado y como tal su seguimiento es complejo. Quien no entienda esto estará



incapacitado para entender Europa y sus conclusiones, políticas o económicas, serán erróneas⁸.

Pero el Anuario quiere también influir en la construcción de ese proyecto. Desde el primer año hemos defendido que el futuro económico y político de España se juega en Europa. Y ahora que tras un largo paréntesis de interinidad, España vuelve a tener un gobierno estable es de desear que recupere protagonismo en Europa y que contribuya a construir una Unión Monetaria, Económica, Presupuestaria y Política Europea. Compaginar la defensa de los intereses españoles con el fortalecimiento e institucionalización de la Eurozona como espacio político y económico es tarea compleja que requiere conocimiento técnico, habilidad negociadora y voluntad política. Requiere sobre todo de un amplio consenso nacional, porque solo los países fuertes y unidos, con políticas consistentes y persistentes, con políticas de Estado que no adolezcan de volatilidad, sectarismo o adanismo, pueden aspirar a influir en el devenir europeo.

En la doble tarea de explicar e influir me precio de haber podido aunar, un año más, a un destacado grupo de colaboradores, ideológicamente plural, profesionalmente diverso y auténticamente internacional. No están todos los que son, no todos pueden repetir todos los años, pero sí son todos los que están autores de reconocida solvencia intelectual y decidido compromiso europeo, que desde su rica y variada experiencia profesional y vital han querido plasmar su entendimiento de lo que se ha hecho con el euro y su juicio de lo que queda por hacer. Porque, insisto una vez más, éste es un libro colectivo en el que a mí me cabe solo la responsabilidad de elegir ponentes y temas, y a los autores exponer sus opiniones con absoluta libertad. Un libro que no huye del debate y que busca el contraste de pareceres. Un libro que empieza con este resumen interesado pero que creo fiel a las opiniones de los distintos autores; un resumen atípico que busca contrastarlas con las más propias en beneficio del lector al que se le da así la oportunidad de formarse su propio criterio sobre temas necesariamente controvertidos y no exentos de polémica e ideología. Porque Europa no se construye aparentando falsas unanimidades, sino a través de un intenso proceso de contraste de pareceres, consecución de complejos acuerdos y cumplimiento escrupuloso de las normas que entre todos nos hemos dado.

Quizás sea ésta la primera conclusión personal del Anuario 2016, las normas europeas están para aplicarse y si no nos gustan, si resultan insuficientes o de su aplicación se derivan efectos indeseados imprevistos, para cambiarlas por los procedimientos establecidos, como ha sucedido varias veces en los últimos años con el procedimiento de déficit fiscal excesivo o la unión bancaria, por ejemplo. Pero las normas hay que respetarlas, porque si no toda credibilidad en la construcción europea quedará en entredicho. En eso consiste el Estado de Derecho, y Europa solo podrá construirse como un gran Espacio Político de Derecho, sin que pueda ni deba apelar a ninguna legitimidad de origen divino, racial o cultural. Europa no es ni será nunca un Estado nación, si es que los ha habido alguna vez más allá del romanticismo decimonónico y si es que ese mismo concepto es compatible con la idea democrática.

⁸ Como tantas veces tenemos la oportunidad de comprobar en aproximaciones simplistas de ciertos gurús norteamericanos que desde su lejana ignorancia hacen fortuna predicando la inminente caída del euro.



2. UNA UNIÓN MONETARIA ENTRE LA NORMALIDAD Y LA BÚSQUEDA DE UN NUEVO MARCO INSTITUCIONAL

El Anuario 2016 tiene una estructura algo diferente de la que venía siendo habitual. Porque cada vez es más difícil distinguir aquellos aspectos que corresponderían al funcionamiento normal de toda área monetaria del análisis de las novedades regulatorias y legislativas, o de las cuestiones aún teóricas, altamente polémicas, sobre las que los distintos actores empiezan a tomar posiciones. Y ello por dos razones. Porque tras diecisiete años de funcionamiento de la Unión Monetaria su presencia en la vida económica y política es tan normal, tan habitual que toda decisión, todo debate, toda propuesta económica pasa por ella. Pero además porque la Unión Monetaria ha cambiado tanto desde sus orígenes, ha innovado tanto, se ha adentrado en tantos territorios que creíamos vetados, que todo es ya normal. En la nueva normalidad europea todo es posible. Las decisiones de política monetaria son heterodoxas e innovadoras; la política regulatoria y prudencial se construye y expande año a año; las reglas fiscales evolucionan y aunque muchos aún no se atreven a llamarlo por su nombre, señalan el embrión de un Tesoro Europeo. Incluso la discusión sobre el reparto de poder entre instituciones, sobre procedimientos de decisión y voto en las distintas instituciones, se salda habitualmente en acuerdo. Como en cualquier Estado soberano.

Por eso el Anuario se estructura como un todo continuo que va de lo general a lo específico, de una visión global de la unión monetaria en el mundo (cap.1) a la discusión final sobre la reforma del Tratado (cap.11). En medio, todos los datos sobre el papel del euro en el mundo, (cap.2) la fragmentación financiera en Europa (cap.3), la efectividad y límites (cap.4) de la política monetaria del BCE y su impacto potencial en la rentabilidad bancaria (cap.5), un primer balance de la actividad supervisora del BCE tanto desde una perspectiva global (cap.6) como desde los propios supervisados (cap.8), tras un apunte básico sobre el esquema europeo de garantía de depósitos (cap.7), y luego una primera aproximación al tipo de unión fiscal posible y necesario en la Eurozona (cap.9) y su contraste con la realidad institucional fiscal europea (cap.10). Para acabar con una discusión puramente política (11) hacia el destino final dibujado en el Informe de los Cinco Presidentes.

Los lectores notarán sin duda que el índice no contiene un capítulo explícito sobre la noticia europea del año, el referéndum británico. Ya lo hicimos el año pasado cuando apenas era una posibilidad que casi nadie contemplaba. Lo que toca este año es asumir su inevitabilidad, una decisión soberana, profundamente equivocada y peligrosa en mi opinión pero legítima y definitiva, y plantearse ¿ahora qué? Eso es lo que hacen prácticamente todos los autores en sus respectivos capítulos, algunos explícitamente, otros de manera más sutil y como de pasada, porque ningún observador europeo puede abstraerse del «elefante en la habitación».

Comienza el libro con el artículo introductorio de Jaime Caruana, director general del Banco de Pagos Internacionales, y Goetz von Peter de la misma institución, que es un excelente ejercicio para situar la Eurozona en el contexto de las preocupaciones económicas internacionales. La tesis central es atractiva y poderosa, el marco institucional europeo es imperfecto e insuficiente, pero con demasiada frecuencia los líderes euro-



peos le culpan de problemas exclusivamente nacionales o de las deficiencias del sistema monetario y financiero internacional.

Que el diseño original de la Unión Monetaria es imperfecto es una tesis que hemos definido desde el primer estudio sobre la Eurozona⁹, pero el autor subraya tres corolarios no menos importantes. Primero, los líderes de la época lo sabían y pretendían completarlo en su momento, lo que otorga la necesaria legitimidad a las reformas adoptadas. Segundo, no ha habido caso alguno en la historia de unión monetaria que haya partido con las instituciones necesarias para su sostenibilidad, lo que resta sentido de excepcionalidad y provisionalidad a la actual Unión. Tercero, estas deficiencias se han pretendido solventar con política monetaria agresiva y creativa, pero el problema no es monetario y requiere resolver los problemas institucionales. Y aquí, los autores levantan una necesaria voz de optimismo sobre «las posibilidades de mayor integración fiscal y política en el entorno actual».

Ahora bien, los avances serían mucho más fáciles en la Eurozona si se vieran acompañados de reformas estructurales nacionales y de políticas internacionales que prestaran más atención a los desequilibrios globales, a la acumulación de riesgos financieros globales y a los efectos contagio. Siguiendo los estudios del BIS, este trabajo subraya entre las insuficiencias globales que convendría corregir que: (i) las autoridades monetarias y reguladoras interpretan su mandato puramente en términos nacionales y se guían por indicadores exclusivamente domésticos; (ii) el análisis se hace preponderantemente en términos de flujos netos y no se presta suficiente atención a los flujos brutos y menos aún al stock, es decir al nivel de deuda; (iii) no existe suficiente nivel de coordinación global entre las políticas nacionales y cualquier intento de cooperación se topa con insalvables dificultades de orden práctico, (iv) los niveles de endeudamiento globales, y sin duda europeos, siguen siendo excesivos, (v) no se presta suficiente atención a las consecuencias del negativo comportamiento de la productividad, sobre todo en Europa, y (vi) la política fiscal, tan demandada desde otras instituciones internacionales, puede quizás ayudar a mitigar efectos adversos de las reformas estructurales, cuando éstas se apliquen, pero se corre el riesgo de errar al alza, de sobre estimar la capacidad fiscal y de anular cualquier espacio fiscal para el futuro. Palabras claras y mensaje directo que el BIS lleva repitiendo desde hace años y que es fiel reflejo de su diagnóstico de la crisis como un problema de balance y no de demanda efectiva.

Tras este enfoque externo a la Eurozona, Blanca Navarro, Almudena Gallego y Miguel Fernández, del Servicio de Estudios del ICO, nos ofrecen una panorámica del papel del euro en el mundo tanto como medio de pago en el comercio internacional como como moneda de inversión y reserva, y también de su uso como moneda paralela en depósitos y créditos en países fuera del área euro y en los distintos mercados financieros (renta variable, renta fija, mercado monetario, de divisas y de derivados). Una visión completa y exhaustiva que aporta datos relevantes y también mucha reflexión del por qué y de los obstáculos que aún enfrenta la moneda europea para ser plenamente

⁹ Un estudio de 2013 editado por la FEF que se llamaba precisamente *La Arquitectura Institucional de la Refundación del Euro*.



sustitutiva del dólar. Porque el euro se ha mantenido como segunda divisa internacional más relevante en el año en prácticamente todos los indicadores analizados, pero permanece a una larga distancia de la divisa norteamericana. Distancia que además ha aumentado en los años 2015-16 que han supuesto un cierto debilitamiento de la presencia global del euro y que no es atribuible a su depreciación frente al dólar. Pareciera, como ya apuntábamos el año pasado, que la incorporación del renminbi chino a la lista de divisas globales se está haciendo más a costa del euro que de cualquier otra moneda. Y eso tiene más causas político institucionales que estrictamente económicas.

Los movimientos de divisas han tenido el esperado efecto en el comercio internacional, con el retardo correspondiente. Así, las exportaciones de la Eurozona han aumentado en mayor proporción que en años anteriores, pese al mediocre comportamiento del comercio mundial. Sin embargo el uso del euro por los países de la Eurozona como medio de pago en importaciones y exportaciones ha disminuido y continúa por debajo de los niveles anteriores a la crisis, lo que invita a estudiar y dar respuesta a los posibles condicionantes contables, regulatorios, intra-industriales o de infraestructura financiera que limitan su uso y favorecen al dólar.

Este capítulo contiene un interesante recuadro sobre la relación entre tipos de cambio y comercio, relación que algunos economistas sostienen podría haberse debilitado en los últimos años con el auge de las cadenas globales de valor y el comercio intra compañías. Una proposición que tendría implicaciones importantes para las llamadas devaluaciones competitivas. Llevado al límite, el llamado enfoque monetario de la balanza de pagos, que ha inspirado gran parte de la teoría de las economías abiertas y de las recomendaciones de política del FMI, quedaría en entredicho. Sin embargo, los resultados parecen confirmar que los vínculos estimados entre tipos de cambio, precios comerciales y volúmenes brutos de exportación e importación no se han debilitado; que el tipo de cambio es un instrumento importante del mecanismo de transmisión de la política monetaria a la inflación, como parece también desear el Banco Central Europeo.

La política de expansión cuantitativa, y en los últimos meses del año, la diferente posición cíclica del BCE y la Reserva Federal explican la reorientación de los flujos de capital hacia activos denominados en monedas con mayor rendimiento y la menor demanda de deuda emitida en la Eurozona. Paralelamente, con la crisis financiera empezó un proceso de diversificación de las tenencias de reservas globales que se ha visto impulsado con las políticas monetarias en los principales bancos centrales del mundo y que ha resultado en el aumento del peso de divisas como el yen, el dólar canadiense o australiano. Será interesante ver si esta tendencia resiste el cambio de ciclo de la política monetaria.

En 2016 no ha habido cambio alguno en el número de países que vinculan su moneda al euro ni apenas modificaciones en los regímenes cambiarios de los países vinculados a la moneda comunitaria, tras los cambios de 2014 y 2015. Aunque como era de esperar, tras el Brexit ha disminuido la confianza en el euro de los ciudadanos fuera de la Eurozona y su voluntad de incorporarse a ella. En 2016 no ha habido nuevas incorporaciones, ninguna estaba tampoco prevista, ni nuevos países euroizados. Sigue habiendo 19 países en la Eurozona y es moneda de curso legal en los mismos cuatro países (Andorra, Mónaco, Ciudad del Vaticano y San Marino) y en otros dos, Kosovo y



Montenegro, que la han adoptado unilateralmente. Bulgaria mantiene un sistema cambiario de ancla dura con el euro, como Bosnia y Herzegovina fuera de la UE. Dinamarca, República Checa y Croacia siguen un sistema de ancla blanda; igual que Macedonia fuera de la UE. Hungría, Polonia, Suecia y el Reino Unido, aún dentro de la UE, mantienen un sistema de flotación libre compatible con su objetivo de inflación. Igual que Albania, Islandia, Serbia y Turquía, fuera de la Unión.

Los depósitos totales en euros a tipo de cambio corriente cayeron al nivel más bajo dese el inicio de la crisis como resultado conjunto de la depreciación del euro y la penalización del BCE con tipos negativos. Los créditos en euros continuaron también disminuyendo como resultado del proceso de desapalancamiento de la Eurozona. A precios constantes y considerando solo los depósitos y créditos en euros fuera de la Eurozona, un mejor indicador de confianza, ambos han disminuido su peso relativo en beneficio del dólar y del grupo «otras divisas» que ocupa el segundo lugar.

Del análisis de los distintos mercados financieros se deduce la misma tendencia de consolidación del euro en segunda posición internacional, pero aumentando la diferencia con el dólar, con la notable excepción del mercado de derivados de tipos de interés. La incógnita para el próximo año es si la incertidumbre asociada al uso del euro, y a la posible retirada de la actividad financiera fuera de la City londinense, puede impulsar o castigar el uso del euro como denominación de activos negociados. En renta variable, la capitalización del dólar es más del doble que en euros y creciendo. En renta fija, la situación es parecida aunque el euro continúa su línea de recuperación desde el mínimo histórico de 2013. Lo cierto es que las condiciones de emisión son favorables al dólar, a pesar de la complejidad añadida, las necesidades de cobertura, las elevadas exigencias legales y los esfuerzos adicionales en términos de marketing. Por su parte, en los mercados monetarios es de destacar el crecimiento del volumen gestionado por los sistemas de EEUU, principalmente FEDWIRE, mientras que los mercados europeos, TARGET 2, están estabilizados¹⁰. En el mercado de divisas no hay nada nuevo y el dólar mantiene e incrementa su liderazgo a gran diferencia. Por último, y como nota discordante, los contratos en euros continúan suponiendo la mayor parte del mercado de derivados de tipos de interés, llegando a significar casi el 50%.

La introducción del euro trajo consigo un rápido proceso de integración financiera entre los países miembros de la UEM que fue casi pleno en los mercados interbancarios y algo más atenuado en los mercados de valores¹¹. Los mercados minoristas permanecieron sin embargo presos de barreras nacionales. La crisis revirtió radicalmente esa integración y provocó una renacionalización financiera que solo se contuvo con la puesta en marcha de la unión bancaria y la firme decisión del BCE «de hacer todo lo que fuera necesario». Desde entonces, los procesos de fragmentación se han revertido pero la integración no ha alcanzado los niveles previos. Sonsoles Castillo, Santiago Fernández

¹⁰ Estabilización que no impide que la magnitud de estos flujos siga interpretándose interesadamente como un mecanismo encubierto de rescate, cuando se trata simplemente del mecanismo de reasignación de liquidez necesario en toda unión monetaria.

¹¹ En algunos casos, como en los mercados de deuda pública, la convergencia de rentabilidades pudo incluso ser excesiva.



de Lis y María Martínez, de BBVA Research, analizan este proceso de fragmentación financiera en la Eurozona en el capítulo 3, partiendo de la construcción de un indicador sintético que integra en un sencillo instrumento la evolución de los mercados de deuda, crédito y financiación bancaria en la Eurozona y les permite distinguir tres claros períodos diferenciados en estos años.

Sorprende quizás que en el último período, desde mediados de 2014 hasta la actualidad, el proceso de recuperación de la integración financiera se haya detenido y de hecho el índice de fragmentación haya experimentado una ligera tendencia al alza. Pero los factores que explican ese incremento son completamente distintos de los de la fase de renacionalización, años 2010-12. No se trata de problemas de acceso a los mercados, de apertura de diferenciales o de salida de capitales de algunos mercados, sino de los efectos del QE y de la acumulación de balances bancarios en el BCE a pesar de los tipos negativos. Pero no deja de ser un síntoma del mal funcionamiento de los mercados interbancarios en la Eurozona, de la falta de apetito bancario por asumir riesgo de otros bancos, o de crédito, más allá de sus fronteras, aunque sea dentro de la Eurozona.

Este capítulo incluye una primera evaluación de las políticas no convencionales del BCE, a las que prestaremos mucha atención en este Anuario, a la luz del objetivo de acabar con la desintegración financiera de la Eurozona. Para ello se construye y presenta un indicador de transmisión de la política monetaria. La conclusión es inequívoca, «las medidas adoptadas han logrado evitar eventos disruptivos en la Eurozona» y permitido restablecer una cierta normalidad de los mercados financieros. Se ha logrado reparar el mecanismo de transmisión en los mercados de crédito, donde los tipos de interés de las economías periféricas han convergido fuertemente hacia el nivel de las economías centrales, que solo muestran una pequeña dispersión para las pymes más pequeñas y locales. Pero conviene ser cautos, pues podemos estar ante un espejismo derivado del fuerte intervencionismo de BCE. La prueba de fuego para la integración financiera de la Eurozona se dará cuando se apunte la salida del QE y empiecen a subir los tipos, desconectando al sistema financiero de la provisión de liquidez indefinida, gratuita y garantizada.

Siendo conscientes de las dificultades de estimar impactos aislados, este capítulo intenta también analizar específicamente la efectividad de los tipos negativos a los solos efectos de favorecer la integración financiera de la Eurozona, con independencia del debate más amplio sobre sus efectos generales. Y concluye que no han tenido el efecto deseado, porque no han conseguido acabar con los excesos de liquidez del sistema bancario ni impulsar el volumen de contratación en los mercados interbancarios. De hecho estos excedentes han aumentado en los últimos meses. Preocupa especialmente a los autores que los tipos negativos se puedan acabar trasladando a los depositantes, lo que en mi opinión es inevitable de alargarse en el tiempo las políticas del BCE pues las entidades bancarias tendrán que defender su margen de intereses, y terminen provocando una retirada significativa de depósitos bancarios poniendo en peligro la intermediación bancaria y empujando a los ahorradores más conservadores hacia activos de riesgo, con la inestabilidad social y financiera que eso puede causar.

En conclusión, el anuncio inicial del BCE y su actuación posterior han sido clave para detener la fragmentación financiera de la Eurozona. Pero han sido los avances institucionales en la unión bancaria los que han permitido una cierta recuperación del nivel de



integración financiera evitando la temida renacionalización incompatible con la sostenibilidad de la unión monetaria. Estos avances han sido impresionantes, pero se mantienen algunas deficiencias importantes. Primero, deficiencias de implementación, como en la supervisión reforzada que no ha disipado las dudas sobre la calidad de los balances de algunos bancos de algunos países. Y segundo, sigue habiendo elementos importantes pendientes de aprobación entre los que destacan el Sistema Europeo de Seguro de Depósitos (conocido como EDIS por su siglas inglesas) cuya inexistencia mantiene un importante y justificado grado de fragmentación nacional. Finalmente, las reformas institucionales son importantes, pero aún es más importante aumentar la competencia transfronteriza para que los clientes bancarios puedan beneficiarse plenamente de la unión monetaria en el marco de la digitalización de las finanzas. Para ello, fusiones transfronterizas y regulación europea única, sencilla y transparente de la llamada tecnología financiera (*fintech*) parecen elementos clave.

La política monetaria ha sido la gran protagonista económica del 2016¹². Para algunos demasiado tarde, para otros con un celo excesivo e injustificado, lo cierto es que el BCE ha ido adaptando cada vez políticas más heterodoxas hasta adentrarse en el terreno inexplorado de los tipos de interés de depósito negativo. Algo que la propia Reserva Federal no se ha atrevido y que solo algunos otros pequeños bancos centrales, como el sueco o suizo, habían explorado con anterioridad. A ello por tanto le dedicamos un par de capítulos en este Anuario y algunos comentarios adicionales míos en este resumen.

José Ramón Díez, del servicio de Estudios de Bankia, describe y analiza con detenimiento en el capítulo 4 la política monetaria durante 2016. Para él, la gran novedad es que el BCE ha adoptado explícitamente el objetivo de crear inflación. Superado el debate teórico de si el target debería ser «cerca o por debajo del 2%», la autoridad monetaria europea se ha puesto manos a la obra de generar inflación. Para ello, ha ampliado sus programas ya conocidos de compra de activos y de provisión de liquidez garantizada a largo plazo. Véanse al respecto los recuadros 1 y 2 del capítulo en los que se resumen las características y volúmenes de los distintos programas de intervención del BCE. Quizás podría darse por contento porque datos preliminares sitúan la inflación en la zona Euro a diciembre 2016 en 1,1%, el máximo desde 2013. Pero bien es cierto que a ello ha contribuido en los últimos meses del año un cierto repunte de los precios del petróleo y también un vuelco de las expectativas inflacionistas tras la elección de Trump.

El resultado es un incremento en el balance del BCE de 3,4 billones de euros hasta el 32% del PIB de la Eurozona. Alumno aventajado el BCE, porque la Fed solo se ha atrevido a llegar al 25% del PIB USA. Pero además la composición de ese balance es también completamente distinta y ha girado radicalmente al largo plazo. Las operaciones relacionadas con el QE, denominadas LTRO, suponen hoy más de 15 veces el tamaño de las subastas tradicionales de liquidez del BCE, las llamadas MRO. Así, la duración media de la financiación del BCE a los bancos ha pasado de menos de un mes en 2007, como era lo normal en la teoría y práctica monetaria antes de la crisis, a más de tres años. Pensar que este cambio tan radical podría dejar inalterado el mercado interbancario

¹² Bech, M. and Malkhozov, A. (2016).



rio, que no tendría consecuencias sobre las prácticas y estrategias de las entidades financieras, era pura ingenuidad.

Paralelamente, el exceso de liquidez del sistema, entendido como los depósitos de las entidades bancarias en el BCE por encima de sus obligaciones legales, no para de crecer y supera ya el billón de euros. Dato que subraya la importancia del tipo de interés de depósito que se convierte en el suelo del precio al que el banco central puede comprar o vender activos en el mercado. Hay quien señala, aunque no se atreve a tanto el autor de este capítulo, que con esta estrategia el BCE está reviviendo el famoso *Greenspan put*, es decir que está poniendo un suelo a los precios de los activos financieros y en cierta medida contribuyendo a una posible burbuja en los mercados, particularmente en el mercado de deuda pública¹³.

Una posible burbuja que curiosamente coincide con una apreciable falta de liquidez en esos mismos mercados de deuda pública cada vez más dominados por unos bancos centrales que obviamente no hacen *trading* y afectados por la reducción de la actividad de los *market makers* tradicionales limitados por crecientes restricciones regulatorias. Así, el volumen negociado se ha reducido en un 50% en tan solo dos años y su relación con el saldo vivo, 0,7 veces, es la más baja desde 1989. Problema de pérdida de liquidez que es más acusado en la deuda privada por ser un mercado más heterogéneo, de por sí ya más disperso, y que se ha agravado con la posibilidad de que el BCE adquiriera hasta el 70% de una emisión concreta. Si al riesgo de sobrevaloración, se suma el riesgo de liquidez e incluso un menor grado de solvencia de los emisores por una rebaja generalizada de los mismos, particularmente los soberanos, no puede sorprender que se cuestione el riesgo de crédito que está asumiendo crecientemente el BCE, es decir el contribuyente europeo. Y si la deuda pública puede seguir considerándose activo libre de riesgo con el problema que eso significa para la gestión de activos.

En cualquier caso, lo cierto es que esta estrategia de expansión cuantitativa ha tenido un tremendo impacto en toda la curva de tipos¹⁴, como evidencia por ejemplo que un tipo de interés básico en el sistema financiero como el euríbor a 12 meses, sobre el que se fijan por ejemplo la gran mayoría de las hipotecas españolas, está en negativo desde febrero del año 2016, que el 80% de las referencias de la deuda pública alemana han tenido rendimientos negativos durante el año o que la rentabilidad de los emisores privados con grado de inversión se ha situado por debajo del 1%. Condiciones de financiación extraordinarias que buscaban impulsar la demanda de crédito tanto para consumo como inversión y que son consistentes con un diagnóstico de la crisis como un problema de demanda insuficiente.

Este capítulo ofrece además un primer análisis de los efectos del QE que suponen una transferencia de renta desde los ahorradores a los deudores lo que explica su escasa popularidad en países como Alemania. Y afirma cautelosamente que «parece que la

¹³ Véase al respecto de la Torre (2016). Para un argumento contrario véase Claeys (2016) que minimiza los riesgos financieros del QE e insiste en la necesidad de generar inflación. Señalemos además que el Banco de España, en aplicación de las decisiones monetarias del BCE, ha comprado prácticamente la mitad de la deuda pública emitida por el Tesoro español en 2016.

¹⁴ Cruz, Fernández de Guevara y Maudos (2016).



eficiencia marginal de estas medidas además de ser asimétrica» -muy desigual por países dependiendo de las condiciones de sus sistemas bancarios y de las características institucionales de sus mercados de crédito- «comienza a reducirse de forma apreciable». Comparte pues el autor la opinión que va imponiéndose en la literatura económica¹⁵ de que las políticas no convencionales de alargarse innecesariamente en el tiempo producen más efectos perjudiciales que beneficiosos, «estamos acercándonos al nivel de tipos a partir del cual predominan los efectos negativos» (*reversal rates*). Entre otras razones porque afectan a la propia rentabilidad y solvencia del sistema financiero.

Concluye pues que convendría que los principales bancos centrales del mundo empezaran a normalizar su política monetaria antes de que sea demasiada tarde. No será un trabajo sencillo. Ya lo ha empezado a hacer la Reserva Federal con más intensidad de la prevista y sin impacto significativo en unos mercados financieros que están esperándolo. No parece sin embargo que el BCE esté por la labor a juzgar por las declaraciones de su presidente, ni por lo que conocemos de las actas de sus reuniones, quizás nada incómodo con una previsible depreciación del euro que ayuda a asentar una recuperación que se percibe aún como excesivamente tenue.

Los llamados efectos no deseados de las políticas no convencionales se han convertido en un tema importante de análisis y cuestionan los presuntos efectos beneficiosos del QE. Son un eufemismo para referirse a los daños colaterales de las políticas de expansión cuantitativa. A ellos les he dedicado cierta atención durante el año¹⁶. Permítame que resuma aquí mis principales conclusiones en la medida que van más allá de lo expuesto en el capítulo anterior.

El primer problema, el más fundamental del QE, es que pueda responder a un error de diagnóstico; que no se trate tanto de una crisis de demanda sino de una crisis de balance¹⁷, como argumenta sistemáticamente el BIS. Porque no es tanto que la demanda mundial se haya resentido estructuralmente sino que se ha desplazado hacia otras áreas del mundo. Se trataría más bien de una crisis de globalización y contra la que políticas convencionales de demanda, incluida la monetaria por muy heterodoxa que sea su formulación, no son ni pueden ser efectivas.

Segundo, la política de tipos de interés excepcionalmente bajos supone una forma de represión financiera y conlleva una asignación ineficiente de recursos y una pérdida del binomio riesgo-rentabilidad como criterio de inversión. Alimentan así la irracionalidad de los mercados.

Tercero, implica una transferencia del coste de la crisis a los ahorradores, una manera sofisticada de reestructuración encubierta y silenciosa de la deuda. Si en cualquier país esto es siempre controvertido, en la Eurozona tiene ineludibles connotaciones geográficas y políticas adicionales. Aunque los hechos no son tan obvios, porque dependen mucho de la estructura de la riqueza de las familias y de la cultura y prácticas de ahorro. Así, y quizás sorprendentemente para muchos, Italia es uno de los países más perjudi-

¹⁵ Altavilla, Carboni y Motto (2015), Burriel y Galesi (2016) y Claudio Borio y Anna Zabai (2016).

¹⁶ Ver F. Fernández (2016), para el análisis y justificación de los argumentos que se resumen aquí.

¹⁷ Jaime Caruana (2014).



cados por esta represión financiera al ser sus familias grandes tenedoras de activos bancarios (depósitos o deuda senior)¹⁸. España es sin embargo claramente beneficiada, porque los pagos de intereses de las familias por sus créditos son superiores a sus ingresos por su ahorro en depósitos bancarios. La permanencia en el tiempo de este castigo a los ahorradores pone en riesgo no solo la estabilidad a largo plazo de la UEM sino su propia supervivencia. El auge de ciertos movimientos ultra nacionalistas y la frontal oposición alemana al QE se justifican en este punto. Ignorarlo sería tanto como ignorar el pacto constituyente que dio lugar al nacimiento del euro. Cuarto, los períodos de explosión del crédito tienden a minar el crecimiento de la productividad de los factores al desplazar su uso hacia sectores menos productivos o competitivos. Al actuar así, generan burbujas de crecimiento con baja productividad que acaban explotando con virulencia. El problema es que la represión financiera alarga innecesariamente el proceso de ajuste al abaratar el coste del mantenimiento de los excesos de deuda y la mala asignación de recursos.

Quinto, las políticas no convencionales generan efectos perversos en términos de la voluntad de reformas. Como señala la OECD, el llamado *reform momentum* ha disminuido claramente en Europa, en particular en aquellos países que más se han beneficiado de esta política monetaria al haber participado en programas de rescate de la Troika¹⁹. Un resultado que no debería sorprendernos. Si la deuda es sostenible y no cuesta mantenerla, ¿por qué reducirla? Proliferan así, como era previsible, movimientos populistas que propugnan crecimientos adicionales de la deuda pública o la inocuidad de los fenómenos de impago.

Sexto, y quizás el más importante, no pueden ignorarse los efectos negativos que las políticas no convencionales tienen sobre la rentabilidad y solvencia del sistema financiero. Ciertamente que en la medida en que haya contribuido a la recuperación del crecimiento económico y el empleo, la política monetaria ha mejorado la salud de los deudores bancarios y por tanto de las cuentas de resultados de los bancos. Pero quizás sus efectos se han agotado ya, o podrían haberse conseguido con políticas regulatorias menos agresivas y pro cíclicas, y de prolongarse en exceso podrían llegar a ocasionar daños duraderos en el sector financiero. En concreto en un escenario de tipos próximos a cero: (i) se daña la rentabilidad de las entidades al hacer menos rentable la transformación de plazos, un negocio *core* de cualquier banco; (ii) se permite que los bancos más débiles distribuyan beneficios a sus accionistas en vez de retenerlos para ampliar sus insuficientes niveles de capital: lo que genera oportunidades indeseadas de arbitraje regulatorio; y (iii) se acelera la desintermediación bancaria, con el consiguiente riesgo para clientes y el contribuyente, en la medida en que solo responde a incentivos regulatorios o políticos. En definitiva, y como señala el FMI, llega un momento en que el efecto negativo de los tipos sobre el margen «supera los beneficios derivados de mayores valoraciones de activos y la fortaleza de la demanda agregada»²⁰.

¹⁸ ECB (2016).

¹⁹ OECD (2015).

²⁰ Jobst & Lin (2016).



El BCE se ha defendido públicamente de estas críticas resaltando que no está entre sus competencias defender los márgenes o la rentabilidad de la banca, y que en cualquier caso esa vulnerabilidad no es generalizada sino que depende de las estructuras y prácticas bancarias nacionales. Es cierto que la vulnerabilidad de los diferentes sistemas bancarios nacionales a los tipos de interés cero no es lineal ni homogénea y depende de²¹: (i) la sensibilidad de activos y pasivos a los tipos de interés, lo que beneficiaría a aquellos sistemas más rígidos o más opacos en trasladar a los clientes bancarios las condiciones prevalecientes en los mercados mayoristas; (ii) la capacidad para generar ingresos alternativos al margen financiero, lo que aconsejaría el cobro por servicios prestados, el aumento de las comisiones, a pesar de su creciente rechazo por los consumidores bancarios²²; (iii) los márgenes de intermediación de partida, lo que penalizaría a sistemas como el español donde los créditos están abrumadoramente indexados al corto plazo y donde la financiación es muy dependiente de los depósitos minoristas, a pesar de que ésta ha sido una de las fortalezas de los bancos comerciales tradicionales en la crisis; y (iv) el modelo de negocios de cada banco, un tema que se ha convertido en eje central del mecanismo de supervisión regular del MUS.²³

El impacto del QE en el sistema financiero es un tema crucial porque si lesiona el mecanismo de transmisión de la política monetaria, al afectar negativamente al multiplicador del crédito bancario, de nada valdrá la expansión de liquidez. Es además un tema controvertido. Para contrastar mi punto de vista, le he pedido a Guntram Wolff, autor de un reciente trabajo europeo²⁴ al respecto, que contribuya a este Anuario con su opinión. Así, en colaboración con Maria Demertzis de Bruegel exponen en el capítulo 5 su tesis de que el QE ha sido básicamente positivo para las cuentas de resultados de los bancos.

Parten de que la rentabilidad bancaria se ve afectada por tres canales diferentes. El primero al subir el precio de los bonos, el QE refuerza los balances bancarios y ocasiona grandes plusvalías potenciales²⁵. El segundo, el conocido efecto negativo sobre los márgenes bancarios al disminuir los ingresos por intereses. Y tercero, al facilitar la recuperación económica, aumenta el volumen y posibilidades de negocio bancario y disminuye la morosidad. En su opinión el efecto neto de los tres debe ser a priori positivo, aunque reconocen que los bancos mismos tienen una opinión mucho más nega-

²¹ IMF, *Global Financial Stability Report*, Abril 2016.

²² Bastantes autores coinciden con las autoridades monetarias y sostienen que el impacto negativo en el margen de intereses podría haber sido contrarrestado por mayores comisiones y sobre todo ganancias de capital. Pero poniendo las cosas en perspectiva, sólo un enorme incremento de las comisiones bancarias hubiera permitido compensar el impacto negativo de los intereses netos. Y no es necesario recordar el efecto que hubiera tenido entre los clientes bancarios mal acostumbrados a no pagar por algunos servicios que reciben.

²³ Nouy (2016).

²⁴ Demertzis & Wolff, 2016.

²⁵ Ganancias de capital e intereses netos no son sin embargo sustitutivos perfectos en la cuenta de resultados de las entidades y los inversores los tratan de manera desigual. Mientras que los intereses netos se consideran un ingreso recurrente que contribuye positivamente al valor de capitalización del mercado, las ganancias de capital se consideran puntuales y tienen un efecto mucho menor en esas mismas cotizaciones. Así lo entiende también el propio BCE, en su vertiente de Mecanismo Único de Supervisión, que se muestra particularmente favorable a los ingresos de naturaleza más recurrente y a los modelos de negocio sostenibles.



tiva como se desprende de la Encuesta de Crédito del BCE. El capítulo es un interesante esfuerzo empírico por estimar los impactos relativos de estos tres canales. El primero, la caída de los tipos, es conocida y mejor documentada y no necesita contrastación empírica adicional. El tercero, el impacto macro del QE parece en su opinión claro, «desde la puesta en marcha del QE el crecimiento se ha acelerado en la Eurozona gracias al auge de la Formación Bruta de Capital y el gasto de los consumidores», aunque reconocen las dificultades de probar una relación de causalidad y también que hay estudios mucho más escépticos. Pero es sobre el segundo canal, donde centran su atención en este trabajo.

Muestran que efectivamente el *spread* de crédito ha caído significativamente y es ahora sólo de 1,55 p.p. y 1,77 p.p. para el crédito nuevo a empresas y particulares respectivamente. Pero subrayan que el margen neto de intereses (*net interest income*, NII como se le conoce habitualmente por en sus siglas inglesas) ha permanecido extraordinariamente estable, siendo las diferencias nacionales explicables por los distintos niveles de provisiones. Más aún, la rentabilidad de los bancos ha aumentado sobre todo por los esfuerzos en la limpieza de los balances, es decir por la reducción de los créditos morosos (NPL en sus siglas inglesas). Ahora bien, el hecho de que las tasas de morosidad se hayan reducido al tiempo que el BCE implementaba el QE no implica la existencia de una relación causal entre ambos. Bien podría afirmarse que la reducción de las tasas de morosidad era la única alternativa posible que tenían las instituciones financieras para sobrevivir a la crisis. Incluso podrían haber sido más ágiles en ese proceso de reducción si hubieran podido incrementar sus intereses netos a la vez que se recuperaba el crédito, mejorando así la capacidad para realizar provisiones sin necesidad de incurrir en pérdidas.

Los autores del capítulo destacan también que la baja rentabilidad bancaria es un problema muy anterior a las políticas no convencionales, al QE, y que hunde sus raíces en la baja calidad de los activos crediticios, los costes legales y regulatorios, y otros problemas no relacionados con el margen financiero. Eso es precisamente lo que uno esperaría observar en una crisis bancaria y tiene más que ver con las «herencias» de las alegrías de la etapa pre-crisis, o con el nuevo entorno competitivo derivado del cambio de los modelos de negocio al calor de la revolución tecnológica, que con la política monetaria. Quizás por eso sorprende un poco su conclusión de que no han encontrado ninguna evidencia clara de que la política de expansión cuantitativa del BCE haya tenido un impacto significativo en los malos resultados de la banca europea. En cualquier caso, terminan con una nota de cautela alentando al BCE a considerar medidas que aumenten la pendiente de la curva de tipos, como recientemente ha hecho el Banco de Japón aunque con resultados todavía inciertos, para permitir a los bancos compensar posibles efectos negativos en márgenes y rentabilidades.

Una recomendación, ésta última, más sensata que la que repiten con insistencia autoridades y analistas instando a aprovechar las oportunidades creadas por el QE para las fusiones bancarias como estrategia de recuperar los márgenes de beneficios. Una cosa es que la Unión Monetaria europea necesite de bancos comerciales europeos, y hoy no hay ninguno con presencia minorista significativa en varios países de la Eurozona, y otra muy distinta instar a que las entidades aumenten su grado de monopolio y así puedan



arañar excedentes adicionales del consumidor como estrategia recomendada para paliar los daños colaterales de la política monetaria.

Los siguientes tres capítulos se refieren a la unión bancaria y más concretamente a la política prudencial y de estabilidad financiera asumida por el BCE en su vertiente de Mecanismo de Supervisión (MUS) y Resolución (MUR). El primero de ellos aporta una perspectiva global, enmarcando la política del BCE en el contexto de los cambios regulatorios introducidos tras la crisis financiera mundial; el segundo arroja luz sobre un tema pendiente en el diseño de la unión bancaria, el seguro europeo de depósitos; y el tercero se centra en las recomendaciones del BCE relativas a la gobernanza y modelo de negocio de los bancos.

José Manuel Campa y Alberto Buffa de la unidad de Regulación del Banco Santander se proponen un triple objetivo. Primero, describir los progresos regulatorios en la Eurozona señalando sus éxitos y sus limitaciones. Segundo, analizar el nuevo marco supervisor europeo comentando su metodología y prioridades. Una sección esencial porque aporta la necesaria claridad que no siempre se encuentra en las autoridades competentes. Y por último, comentar lo que queda por hacer, desde la perspectiva de un banco global, pero español, es decir con la herencia de los usos y costumbres de la regulación española.

La crisis financiera ha supuesto una recesión global que ha resultado en una pérdida acumulada del orden del 25% del PIB mundial de un año. La comunidad internacional reaccionó con una auténtica revolución regulatoria estructurada en cuatro grandes áreas: instituciones más resistentes mediante requisitos de capital y liquidez más exigentes, Basilea III, mitigar el problema de los bancos sistémicos, (*too big to fail*), llevar a mercados organizados gran parte de la negociación de derivados y transformar la banca en la sombra. Una agenda que en líneas generales se ha completado con resultados satisfactorios. Los bancos están ajustando sus modelos de negocio a estos cambios, mientras que sus valoraciones continúan penalizadas en un contexto en el que la política monetaria, la evolución macroeconómica y la revolución digital suponen presiones negativas adicionales a las regulatorias.

En Europa la aplicación de este nuevo marco regulatorio ha coincidido con la puesta en marcha de la unión bancaria y de un nuevo mapa institucional en el que el BCE ocupa el lugar central. Así se ha desarrollado un nuevo esquema supervisor consistente en (i) una metodología común para todos los bancos europeos, el llamado SREP, una combinación de elementos cuantitativos y cualitativos con una visión claramente preventiva, *forward looking*, (ii) la creación de los equipos supervisores conjuntos (JST) y (iii) la aplicación de enfoques, políticas e iniciativas supervisoras horizontales conocidas como *Thematic Reviews* que han marcado las prioridades supervisoras de estos años: gobierno corporativo, apetito de riesgo, ciberseguridad, sostenibilidad de modelos de negocio y uso de modelos internos de riesgo.

Si bien este proceso ha sido un éxito, «estamos aún lejos de una supervisión única y homogénea». Primero, el marco institucional ha de completarse con el Esquema Europeo de Seguro de Depósitos. Segundo, cambios regulatorios importantes están aún pendientes de trasposición o de su plena implementación, como la revaluación de la CRR/CRD IV, la trasposición europea del TLAC aprobado por el G-20 o su coordinación



con la norma europea del MREL. Tercero, el funcionamiento de los nuevos mecanismos está aún en fase de prueba y error, como ha sucedido con la introducción en 2016 del nuevo Pilar 2 Guidance (P2G) que cualifica el P2R, regulatorio²⁶.

El artículo incluye una larga lista de recomendaciones de mejora para el MUS. Permítanme que subraye aquí las tres que me parecen más importantes: la estabilidad de los requisitos regulatorios como necesidad para poder planificar capital y liquidez, la homogeneización de las ponderaciones de riesgo de los distintos bancos nacionales para garantizar un marco de competencia justo y equilibrado, y la elevación del nivel de diálogo supervisor, pues las entidades bancarias envían una ingente cantidad de información al supervisor pero reciben a cambio muy poco *feed-back* y rara vez con criterio definitivo. Los autores no lo piden pero a mí me ha sugerido la conveniencia de contar con un sistema de consulta vinculante del MUS similar al que existe con la Administración Tributaria.

Como conclusión de este apartado, quedémonos con este comentario tan matizado, «el número de instituciones europeas involucradas en salvaguardar la estabilidad del sistema financiero ha aumentado sustancialmente y parecen pecar de falta de coordinación en su estrategia». Coordinación que si es mejorable entre el MUS, el MUR y la EBA es prácticamente inexistente cuando se trata de esfuerzos supervisores conjuntos con autoridades de fuera de la Zona Euro, lo que es fundamental para los bancos globales.

Adicionalmente, este capítulo se extiende en subrayar algunas prioridades para completar eficientemente la unión bancaria. Primera y más urgente, acabar con la incertidumbre regulatoria clarificando y precisando los requisitos de resolución de bancos. Estimaciones preliminares apuntan a que las necesidades de emisión de activos «*bailinables*» serán sustanciales. Para que los mercados puedan ponerles precio será necesario mayor claridad legal y plena transparencia sobre su *seniority* y su tratamiento a la hora de una eventual resolución. En los últimos meses se han emitido mensajes tranquilizadores desde BCE, Comisión Europea y FSB, pero harían falta decisiones concretas. Segundo, terminar la transición hacia la implementación completa de las regulaciones existentes, sobre todo en lo que se refiere a los nuevos estándares de riesgo de crédito, operacional y de mercado y al tratamiento de los modelos internos de riesgo. Igualmente, muchas declaraciones tranquilizadoras incluso el lanzamiento de un revisión temática sobre esto último, el TRIM, pero no hay decisión alguna. Tercero, establecer el MUS como el núcleo central de la actividad supervisora europea, lo que implica adoptar una fuerte cultura corporativa única y no legataria de los diferentes bancos centrales de origen, una metodología propia y consistente horizontalmente, y una presencia internacional fuerte y única en representación de la Eurozona. Y cuarto, hacer frente a los retos de la digitalización. El objetivo es sencillo de articular, aunque bastante difícil de aplicar, asegurar que la regu-

²⁶ El MUS ha dividido el Pilar 2 en dos elementos separados, P2R y P2G. El P2G es el colchón de capital que se recomienda a los bancos para absorber los *shocks* más negativos puestos de manifiesto con los stress test, y así ha sido calibrado para cada entidad individual. Tras los acontecimientos vividos en algunos grandes bancos alemanes y las dudas surgidas con la interpretación de las exigencias regulatorias del Pilar 2, la introducción del P2G ha reducido de hecho los niveles de capital regulatorio P2R aumentando la capacidad y flexibilidad de los bancos para repartir dividendos, pagar bonus y hacer frente a los cupones de los instrumentos híbridos y de deuda.



lación de una actividad financiera sea la misma con absoluta independencia del carácter, naturaleza jurídica o nacionalidad de la institución que la realice. Más aún en un contexto internacional en el que el arbitraje regulatorio puede ser una fuente de ventaja o desventaja competitiva, pero también de riesgo sistémico.

El Sistema Europeo de Garantía de Depósitos (SEGD) era una de las tres piezas que definían la unión bancaria en su formulación original de 2012. Sin embargo las dificultades políticas han hecho imposible aprobarlo hasta ahora, más allá de una directiva de 2014 que armoniza algunos aspectos menores, y su horizonte no parece aún nada despejado. La propuesta que hizo la Comisión en noviembre de 2015 no ha alcanzado el mínimo acuerdo necesario. Pero sigue siendo un componente imprescindible si queremos acabar con el bucle riesgo bancario riesgo soberano. Ese es el punto de partida que adoptan Gerard Arqué, Enric Fernández y Cristina Plata del Área de Planificación Estratégica y Estudios de Caixabank en el capítulo 7. Capítulo que concluye con un mensaje optimista, es sólo cuestión de tiempo que la lógica de la implantación del SEGD se acabe imponiendo. El calendario electoral europeo no ayuda en un tema tan sensible, y los plazos se alargarán irremediabilmente, pero acabará cayendo.

Tras recordar los argumentos teóricos favorables a un sistema de garantía de depósitos –los riesgos inherentes a la transformación de plazos, la necesaria confianza en un sistema fiduciario, el riesgo moral de las líneas de liquidez de los bancos centrales– el capítulo analiza las características que ha de tener un SGD para ser eficaz: cobertura generalizada y suficiente pero limitada, financiación obligatoria de las propias entidades y credibilidad del garante último que no puede ser otro que el poder impositivo y de creación de dinero del Estado. Presenta también un interesante panorama de la diversidad institucional en el mundo. Llama la atención el caso alemán, en el que conviven un seguro obligatorio con otro voluntario para los bancos comerciales, y el peso de los depósitos garantizados que es superior al 50% del PIB en todos los países desarrollados, como corresponde a sociedades bancarizadas. La directiva europea de 2014, en el contexto de la crisis bancaria, y en línea con lo que se estaba haciendo en otras jurisdicciones eleva y armoniza el importe asegurado en $\square 100,000$, fija las aportaciones en función del nivel de riesgo de los bancos, y no solo de su tamaño, establece que el Fondo ha de alcanzar un mínimo del 0,8% de los depósitos asegurados y acorta el plazo de pago a los depositantes a 7 días. Bien, pero insuficiente.

Se argumenta, y es cierto, que las reglas de *bail-in* y la existencia del Fondo Unificado de Resolución, FUR, hacen menos necesario un fondo de garantía de depósitos, porque hacen también menos probable la necesidad de fondos adicionales. Pero no eliminan esta posibilidad, como estamos observando en casos recientes. Porque los mecanismos de *bail-in* están lejos de ser aceptados y aplicados sin discusión, de hecho es muy alta la inseguridad jurídica y la evidencia histórica invita al escepticismo, y porque el FUR está en período de transición hacia la plena mutualización, que en el mejor de los casos no se producirá hasta 2024, y ha despertado también muchas resistencias políticas y jurídicas. Pero incluso si ambos fueran plenamente creíbles y operativos, no es conveniente confundir funciones, competencias e instituciones: crisis de liquidez con crisis de solvencia. Y existe también, y sobre todo, un principio básico de legitimidad democrática, si la regulación y la supervisión bancaria son europeas las eventuales consecuencias presu-



puestarias de los problemas bancarios que puedan surgir de su funcionamiento tienen que ser también europeas.

Aun así, y a pesar de que no hay apenas debate teórico al respecto, la realidad es que son múltiples los obstáculos políticos a su implementación. Hay quien alegando razones de riesgo moral subraya el escaso interés que tendrían los gobiernos en disciplinar sus finanzas si un eventual impago no castiga directamente a sus contribuyentes y votantes. Cierto, aunque es marginal, pero sí apunta a un problema fiscal real, la debilidad de las finanzas públicas de algunos gobiernos de la Eurozona, y sobre todo a la necesidad de avanzar en paralelo en la unión fiscal. Porque es cierto que un SEGD supone un avance en la mutualización de la deuda pública. Y por ello son comprensibles, y han de tener respuesta adecuada, las preocupaciones fundamentalmente alemanas que apuntan a la necesidad de consolidar previamente unas reglas fiscales claras y automáticas.

Otro argumento que obstaculiza la implantación de un SEGD hace referencia a la herencia bancaria, a las significativas diferencias de calidad de los balances bancarios con los que se llegaría al SEGD. Cierto, pero cada vez esas diferencias son menos lineales y previsibles por origen nacional, para eso se define un período de transición y para eso lleva el MUS trabajando en la supervisión unificada. Como señalan los autores, existen varias propuestas adicionales para responder a este problema de herencia: (i) la reducción acelerada de las llamadas opciones y discrecionalidades nacionales en la directiva europea de capitales, la CDR IV, (ii) la implantación del MREL que daría certidumbre regulatoria al *bail-in* en la medida en que las entidades financieras tendrían títulos en circulación emitidos para ese fin, (iii) la armonización de las leyes de solvencia nacionales, y (iv) una revisión del tratamiento regulatorio del riesgo soberano.

Por razones históricas las exposiciones bancarias a la deuda pública suelen estar muy concentradas en títulos domésticos. Más aún en países que han atravesado dificultades de financiación recientes, que en puridad no son ajenas a un imperfecto funcionamiento de la unión monetaria²⁷. Las propuestas encima de la mesa supondrían la introducción de ponderaciones por riesgo a la deuda pública doméstica, lo que en mi opinión supondría un precedente único en la Historia difícil de justificar²⁸, o la aplicación de algún tipo de límite prudencial a la concentración por riesgo. Esto último, con ser lesivo y también único, bien modulado y calibrado sería menos dañino y discriminatorio para el sistema bancario periférico. Alemania pretende avanzar en paralelo en ambos temas, SEGD y límites a la exposición a la deuda pública nacional. Al margen de que tiene poco sentido avanzar en esto último mientras el Comité de Basilea está preparando una propuesta regulatoria global, los autores sospechan que esta posición esconde una resistencia frontal a la mutualización de la deuda bancaria antes de una verdadera unión fiscal. Sospecha que yo comparto y que ya en el Anuario del año pasado preveíamos y requeríamos una decisión política.

²⁷ En el gráfico 3 del capítulo que estamos comentado se encuentra el peso de la deuda pública en los balances bancarios en distintos países y se puede comprobar que es un tema especialmente importante para la banca española.

²⁸ Supondría tanto como aceptar regulatoriamente la posibilidad de default de un emisor soberano en esa misma jurisdicción.



En el capítulo 8 retomamos el análisis del modelo supervisor del BCE. Para Alberto Calles y Álvaro Benzo, de PwC España, la gobernanza y el modelo de negocio de los bancos representan las dos ruedas directrices que marcan el rumbo de la supervisión. La supervisión bancaria siempre ha ido evolucionando de la mano de la industria, pero hasta la crisis había mantenido un mismo enfoque centrado en la exigencia de unos niveles mínimos de capital, confiando en que las entidades realizaran una adecuada valoración de los riesgos. Pero todo cambió con la crisis, pues las autoridades entienden que fue causada por carencias en la estrategia de negocio, una toma excesiva de riesgos y grandes deficiencias en materia de gestión y control. Consecuentemente, además del esperado incremento en los niveles de capital y liquidez y un reforzado énfasis en la calidad de los activos, «ha venido para quedarse una nueva visión de la gobernanza acompañada de una extensísima y profundísima lista de requerimientos y exigencias». Visión de la función supervisora que se ha extendido al modelo de negocio bancario pues entienden las autoridades que es su función «evaluar, opinar y dictar» sobre ámbitos que siempre han estado reservados al criterio de las entidades. El mejor ejemplo de este cambio de enfoque es la propia metodología de supervisión del MUS, el SREP al que ya hemos hecho referencia, pues en él, gobernanza, modelo de negocio, capital y liquidez ponderan igual, un 25% de la calificación supervisora final de cada entidad.

Algunos podremos pensar que es un celo excesivo, que un fallo de mercado no justifica necesariamente una intervención pública, sobre todo si el que interviene no tiene mejores conocimientos ni experiencia de gestión, que el «*riesgo supervisor*» es elevado y creciente, que incluso los fallos regulatorios y de supervisión en la crisis fueron tan o más importantes que los de las entidades. Pero son consideraciones inútiles. Legítimas intelectualmente pero nada relevantes en la práctica. Porque el camino iniciado por las autoridades supervisoras mundiales, y no solo el BCE, es claro e irreversible a corto plazo. Habrá que estar atentos, cuestionar algunos excesos, pedir racionalidad, eficiencia y equidad horizontal en las intervenciones, como se hace en este capítulo, pero el cambio de paradigma supervisor es incuestionable. Un cambio que va a obligar también a las autoridades a nuevas obligaciones de transparencia y *accountability*²⁹ a las que sorprendentemente se siguen resistiendo.

En términos de gobernanza, los supervisores apuestan por un modelo de tres líneas de defensa en el control de riesgos³⁰, con plena independencia entre ellas, reforzando el papel de CRO, *Chief Risk Officer*, al que se pretende dotar de un estatuto similar al del Auditor Interno. Complementariamente, los supervisores apuestan por: (i) alinear incentivos con objetivos a largo plazo, lo que ha obligado a replantear toda la política de retribuciones para hacerla compatible con el marco de apetito al riesgo (RAF en sus siglas inglesas); (ii) evitar la concentración de poder, lo que lleva a sugerir modelos tan apreciables como dis-

²⁹ Un buen ejemplo de ello es la propuesta del Senado americano de someter una auditoría de gestión anual a la Reserva Federal. El Parlamento Europeo todavía no se ha atrevido a tanto con el BCE, pero todo se andará. Ver al respecto European Court of Auditors (2016).

³⁰ Aunque cuáles son exactamente esas tres líneas es aún motivo de controversia entre el MUS, el Comité de Basilea y las propias entidades bancarias. Pero la idea es sencilla y poderosa; tanto la línea de negocio, como la dirección de riesgos, como la auditoría interna y el Consejo son responsables del seguimiento y control del riesgo en la entidad.



cutibles de separación de Presidente y CEO o al fortalecimiento en su defecto de la figura del Consejero Independiente Coordinador como contrapoder; (iii) a proteger las funciones de control mediante estatutos especiales y endurecimiento de la condiciones de remoción de sus puestos exigiendo publicidad y justificación explícita; y (iv) a reforzar el papel supervisor del Consejo, hasta el punto de que los autores consideran que «los Consejos se han situado en el ojo del huracán regulatorio» y están siendo regulados creciente e intrusivamente tanto en su composición como en su funcionamiento y remuneración hasta límites que convendría replantearse pues pueden llegar a ser contraproducentes³¹.

Si la nueva regulación y supervisión de la gobernanza bancaria está siendo controvertida, el énfasis del SREP en el modelo de negocio lo es aún más. No cabe duda que el negocio bancario tal y como lo conocemos hoy está siendo amenazado por múltiples y diversos factores. En este capítulo se destacan varios: entorno económico y de bajos tipos de interés, *shadow banking*, digitalización y las *fintech*, impacto de la nueva regulación (entre la que destacan EMIR, MREL y la normativa europea por inversión en software que no solo no incentiva sino que penaliza en términos internacionales comparados esta inversión). A algunos de estos aspectos no son precisamente ajenas las autoridades monetarias, políticas o judiciales, como es el caso de la inseguridad jurídica cuestionando principios básicos del negocio bancario. Que los supervisores muestren preocupación e interés por contar con entidades rentables, solventes y sólidas es su obligación, que intenten evaluar la viabilidad futura mediante ejercicios de stress también. Pero es una cuestión abierta y que solo el tiempo decidirá si el modelo SREP de análisis de negocio que se describe en este capítulo aporta valor de gestión alguno o se limita a crear unas exigencias de cumplimiento excesivas en tiempo y recursos de las entidades. Y no será tampoco relevante para los inversores en la medida en que el MUS insista en mantener confidenciales las calificaciones que hace de los distintos bancos según la calidad y solidez percibida de su modelo de negocio.

Los dos capítulos siguientes se refieren a la política fiscal. Quizás la noticia de este año es que la Comisión ha adoptado una posición claramente favorable a la expansión fiscal, aludiendo que existe tanto la necesidad como la oportunidad de actuar aunque solo sea para reequilibrar un *policy mix* excesivamente sesgado hacia el activismo monetario³², y también que el impacto macroeconómico de la política fiscal hoy es probablemente mayor que en circunstancias normales. A nuestros efectos, a los efectos de completar el diseño institucional de la Unión Monetaria, lo más revelador es sin duda el enfoque que por primera vez adopta la evaluación anual de la situación fiscal en la Eurozona, «Para evaluar la situación actual, es importante considerar la Eurozona como un todo único, como una unidad fiscal, como si hubiera un Ministerio de Finanzas de la Euro Zona»³³. Cómo llegar hasta ahí, es en parte lo que nos proponemos en los dos capítulos siguientes.

³¹ Como ya pasó con la regulación de las obligaciones y responsabilidades de los Directores Financieros, CFO, tras el escándalo Enron y la ley Sarbanes-Oxley.

³² Argumento éste último que es bastante débil pues para reequilibrar la política económica bastaría con recuperar la normalidad de la política monetaria y no tanto complementar política monetaria extraordinariamente expansiva con política fiscal también expansiva.

³³ European Commission (2016a).



Martine Guerguil aprovechando su experiencia como subdirectora del departamento de Asuntos Fiscales del FMI se plantea explícitamente qué tipo de unión fiscal necesita la Eurozona. Parte de una premisa sobre la que creo existe amplio acuerdo académico a ambos lados del Atlántico, aunque se discuta políticamente, el marco fiscal del Euro es insuficiente para aguantar un fuerte shock futuro. Hay muchas propuestas de marcos institucionales alternativos³⁴, pero ninguna goza de suficiente acuerdo político, ninguna ha sido capaz de superar las resistencias ante un aumento del reparto de riesgos. Sin embargo, concluye, una mayor integración fiscal sigue siendo necesaria.

El capítulo describe con rigor los cambios institucionales que se han ido incorporando al marco fiscal europeo para hacer frente a la crisis de la Eurozona, y que el lector asiduo del Anuario ya conoce, analiza luego las alternativas teóricas posibles y las somete a una especie de juicio de verosimilitud política y concluye al final con que la integración no solo es posible sino inaplazable. Los pecados originales del euro se diagnostican con toda crudeza: ausencia de unión bancaria, inexistencia de una facilidad de estabilización fiscal para la Eurozona y los Estados miembros estaban a merced de crisis como profecías auto-cumplidas. Como resultado, mientras que los Estados Federales consolidados, como Estados Unidos, Alemania o Canadá, suavizan y aíslan del 80% de los shocks locales, la Eurozona apenas llega al 40%.

Ha habido grandes avances: el Mecanismo Europeo de Estabilización (MEDE o ESM en siglas inglesas), el fortalecimiento de los brazos preventivo y corrector del procedimiento de desequilibrios fiscales, la unión bancaria, el Fondo Europeo de Inversiones Estratégicas conocido popularmente como plan Juncker. Pero, y ésta es una triste conclusión, las acciones más decisivas para estabilizar la Eurozona han venido del BCE. Por lo que se propone ir más allá. Primero, la unión bancaria es incompleta, falta el seguro de depósitos y la magnitud del Fondo Unificado de Resolución es insuficiente y adolece de credibilidad como *backstop*. Segundo, la Eurozona necesita mecanismos de estabilización automáticos y el marco de disciplina fiscal sigue siendo esencialmente preventivo, y poco creíble añadiría yo porque su discrecionalidad hace políticamente difícil aplicarlo, como observamos año tras año. Tercero, el MEDE es claramente insuficiente y la política de estabilización continuará recayendo en el BCE, una competencia que no le corresponde y que le resta legitimidad.

Cinco son en opinión de su autora los retos principales en el diseño de una Unión Fiscal para la Eurozona. Primero, el carácter *sui generis* de la Unión que obliga a minimizar las cesiones de soberanía y ajustarlas exactamente al mínimo necesario para su estabilidad y permanencia. Segundo, la decisión, ilusoria pero explícita, de que la integración fiscal no puede conducir a transferencias permanentes de renta de unos Estados a otros y que obliga a consensuar *ex ante* reglas explícitas de funcionamiento y reparto con escaso margen de discrecionalidad en su aplicación³⁵. Tercero, el esquema resultan-

³⁴ Ver quizás como las más significativas IMF 2013 por ser una toma de posición desde esa institución internacional y Bénassy-Quéré, A. Ragot, X. and Wolff. Guntram B. (2016) por cercanía a las tesis de la Comisión.

³⁵ No puedo evitar la tentación de establecer el obligado paralelismo con el debate español actual sobre el nuevo sistema de financiación autonómica al que por si fuera sencillo se le añade una restricción adicional igualmente ilusoria: todas las Comunidades han de salir ganando.



te ha de minimizar el riesgo moral, las oportunidades de *free rider*. Pero a la vez evitar el peligro de que por insistir en unas condiciones de acceso a esa unión fiscal particularmente restrictivas definamos un conjunto vacío. En pocas palabras, buscar un equilibrio políticamente factible y razonable entre solidaridad y ajuste. Cuarto, la decisión sobre si la unión fiscal ha de ser voluntaria o un requisito de permanencia en la Unión Monetaria no es trivial, pero es más emocional y política que otra cosa. Pese a lo que argumentan algunos es difícil imaginar a medio plazo un país del euro que no esté sometido a la disciplina y paraguas de la unión fiscal. Las fuerzas del mercado lo expulsarían o se vería permanente acogido al BCE como proveedor único de liquidez. Quinto y trascendental, el Tratado actual no soporta una unión fiscal como la que sería necesaria, para empezar porque ni siquiera la Eurozona tiene entidad jurídica propia. Un punto al que curiosamente puede ayudar el Brexit.

Para terminar, el capítulo analiza y describe los desarrollos institucionales necesarios para los cuatro tipos de unión fiscal teóricamente posibles en orden de mayor a menor ambición: (i) Un Ministerio de Finanzas para la Eurozona con presupuesto de estabilización propio y cuyas características se estudian en detalle en el texto al que remito al lector; (ii) la emisión de eurobonos que tiene la ventaja de no requerir un nuevo Tratado y solo exige un limitado desarrollo institucional sobre la base del existente MEDE, pero el inconveniente de que se percibe lógicamente como un estado transitorio a la plena unión fiscal; (iii) la dotación de un Fondo de Estabilización macro a semejanza de otros fondos ya existentes y cuya magnitud necesaria se estima en el 2% del PIB de la Unión; (iv) un sistema de seguro de desempleo común o un esquema complementario europeo común. Aparte de los evidentes problemas de riesgo moral e incluso efectos perversos sobre las instituciones laborales de los distintos países que pudiera ocasionar, lo cierto es que es una propuesta que va ganando tracción en algunos ámbitos académicos y políticos más intervencionistas que buscan actuar ya a efectos simbólicos para contrarrestar el creciente euroescepticismo. Creo sin embargo que es una mala idea técnica y peor idea política. Técnicamente no evita los complejos problemas de riesgo país y selección adversa. Políticamente invita a toda clase de movimientos populistas. No es un sustituto para la unión fiscal y acabaría con la libertad de movimiento de personas en la Unión.

En definitiva este capítulo ilustra el debate del futuro de la Unión. Que queda muy bien recogido en su intento de dibujar tres escenarios post Brexit: el cauto o de consolidación, el social o de expansión fiscal y el acelerador del salto cualitativo en la integración. El lector interesado conoce muy bien ya mi posición. Le gustará saber que no es un caso aislado. Aunque comparto casi plenamente este capítulo, creo que hay un tema donde las diferencias políticas son manifiestas. No debemos confundir la posición fiscal de la Eurozona con la necesidad de una unión fiscal con reglas claras y bien definidas. No es una cuestión de multiplicadores fiscales sino de estructura política y una buena definición de competencias. Sea la política fiscal expansiva o contractiva en la Eurozona, una decisión política a adoptar por las autoridades europeas correspondientes, necesitamos una política fiscal, necesitamos la unión fiscal porque no podemos seguir con política monetaria europea y fiscal nacional.

Con una visión de corto plazo, más pragmática pero también más inmediata, José Luis Escrivá, presidente de la Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal,



AIREF, escribe en el capítulo 10 sus recomendaciones para el desarrollo institucional de la unión fiscal europea. Comparte la visión de que todos los mecanismos previstos en el Tratado para promover la disciplina fiscal han fallado. Ni el mercado, ni el Pacto de Estabilidad han evitado el *free-riding*. Pero es escéptico sobre las posibilidades de la unión fiscal tal y como se plantea en el Informe de los Cinco Presidentes, «sólo podría ser factible en el muy largo plazo». Tampoco un modelo como el norteamericano basado en la credibilidad de la cláusula *bail-out* parece factible en Europa. Por eso se inclina por reforzar los compromisos nacionales, el *ownership* nacional de los programas de ajuste, mediante una adecuada promoción de los marcos fiscales acordados en el Fiscal Compact, de los que las propias Autoridades Fiscales Independientes (IFIs en sus siglas inglesas) son un elemento central. Estaríamos así ante un mecanismo de coordinación fiscal basado en el principio de autodisciplina colectiva, *peer pressure*, del cumplir o explicar tan habitual, y tan discutido, en otras áreas como la gobernanza corporativa o las reformas estructurales.

El capítulo se detiene en analizar las características, propiedades y competencias de las distintas IFIs, un modelo híbrido que combina elementos anglosajones de análisis positivo con un toque más germánico de cumplimiento de normas. Así las IFIs se constituyen en las garantes de las reglas y compromisos fiscales nacionales (leyes y principios de estabilidad) y comunitarios (déficit excesivo, reglas de gasto y de deuda). Y también en señalar la evolución de los elementos centralizadores de la disciplina fiscal europea en las distintas reformas aprobadas hasta llegar al documento de los Cinco Presidentes, que fija el camino para la unión fiscal. En cumplimiento de esa hoja de ruta, la Comisión acordó ya en octubre del año anterior dotarse de un Consejo Asesor Fiscal, llamado *Fiscal Stability Board*, cuya puesta en marcha ha tenido lugar en otoño de este año 2016 y ha resultado bastante decepcionante, tanto por la selección de sus miembros como por las competencias que finalmente ha recibido, sustancialmente descafeinado tras una larga lucha entre Consejo y Comisión.

A la hora de hacer balance, subraya tres tipos de problemas pendientes: de diseño, de aplicación y cumplimiento de las normas, de *enforcement*, y de legitimidad y apropiación nacional del proceso, de *ownership*. En el primer aspecto, las normas son manifiestamente excesivas, poco transparentes y excesivamente discrecionales. En el segundo, la Comisión no ha tenido la voluntad o el coraje político de aprovechar la autonomía que le conferían las últimas reformas, con lo que el PEC ha quedado gravemente cuestionado. Tampoco el proceso de apropiación nacional de los compromisos fiscales europeos está cumpliendo expectativas. Han de reconocerse avances en materia de información presupuestaria, previsiones macroeconómicas e incluso de IFIs, pero ha habido serios problemas de acceso a la información de detalle, recursos insuficientes y problemas de autonomía funcional e independencia material.

Lo que es más preocupante, casi diez años después de la crisis, aún se puede hablar de falta de claridad sobre el modelo de supervisión y gobernanza fiscal de la UEM. Aún se debate entre un modelo centralizado final con un Ministerio de Finanzas de la Eurozona, como se defiende en el artículo anterior y en el Informe de los Cinco Presidentes, o un modelo híbrido de *ownership* nacional como se defiende en este capítulo. Un modelo, el original del Tratado de Maastricht que el autor considera rescata-



ble, si se cumplen estrictamente tres principios: (i) no rescate de países en dificultades lo que lleva a recomendar la aprobación de marcos de reestructuración ordenada de la deuda soberana, (ii) la prohibición de la financiación monetaria de los déficit públicos, lo que entiendo, aunque no se explicita, que obliga a suspender los programas de intervención del BCE como OMT o PSPP, y (iii) la prohibición de la financiación privilegiada de las cuentas públicas. Aspecto este último que le lleva a proponer la penalización de las tenencias excesivas de títulos públicos en las carteras bancarias.

Me sorprende que se plantee esta alternativa a la unión fiscal. Es cierto que es una de las posibilidades teóricas de sistemas fiscales federales. Así funciona Estados Unidos. De hecho esa era la idea original del Tratado de Maastricht. Pero es una idea superada por los hechos de los años 2010-12, cuando Alemania, y con ella la Eurozona, se plantearon seriamente la expulsión de Grecia y mantener la negativa a todo *bail-out*. Pero se descartó por miedo al contagio y ante la posibilidad cierta de reabrir indefinidamente el mapa de la Eurozona. Creo que no hay más alternativa realista a medio plazo que la unión fiscal plena. Cualquier otro planteamiento, por bien intencionado que sea, solo alimenta las posibilidades de especulación y ruptura de la Unión Monetaria. Y resultaría tremendamente dañino para los países percibidos como débiles por su volumen de endeudamiento público, por la debilidad de sus bancos, por su trayectoria reciente de desequilibrios macroeconómicos o por la pura discriminación geográfica. Si el debate europeo va por ahí, más nos valdría tener preparadas estrategias de salida de la Unión Monetaria.

José María de Areilza y Marie-José Garot empiezan el capítulo 11 titulado Instituciones políticas para la Eurozona, con una declaración de principios: la Unión Europea está asediada por la crisis y todas las miradas se dirigen al gobierno de Berlín que sin proponérselo lleva ocho años liderando la Unión en solitario. Su artículo define la situación política actual de parálisis agravada por el Brexit, pasa luego revista a los intentos de legitimar el creciente poder político que se ejerce desde Bruselas y termina señalando una ambiciosa agenda de reformas institucionales.

Los autores ven dos tendencias contrapuestas en la situación actual, los deseos de la Comisión por avanzar en la integración política por un lado y las reticencias alemanas por otro, sustentadas en la ausencia de legitimación social para justificar esa creciente integración, y más partidaria de dar pequeños pasos para consolidar un sistema de varias velocidades dentro de la Eurozona. Una disyuntiva real, pero peligrosa. Es cierto que la crisis ha creado tensiones desconocidas y ha resultado en que muchos ciudadanos perciban la Unión como «un gobierno tecnocrático falto de representación, transparencia y rendición de cuentas». Ciertamente también que la transferencia de nuevos poderes y recursos a la Unión se ha hecho más necesaria por la moneda única y al mismo tiempo más difícil. Y concluyen, el reto ahora es encajar ese poder legítimo y limitado de la Unión y hacerlo compatible con las democracias nacionales, lo que sin duda requiere una reforma de los Tratados.

El capítulo describe los intentos de establecer una cierta limitación material de los poderes de la Unión como modo de proteger las democracias nacionales y sobre todo de desincentivar la utilización del Tribunal Constitucional alemán. En su opinión, la Unión no es ni debe aspirar a ser una federación de corte estatal. Le falta un grado suficiente



de legitimidad social³⁶ y la lealtad directa de sus ciudadanos. La Unión ha emergido como una federación jurídica sobre la base de una confederación política. Y así debe permanecer, opinan sus autores. Lo que no es tarea sencilla pero podría conseguirse con un mandato explícito al Tribunal de Justicia de la UE sobre los límites legales a la extensión de competencias de la Unión.

El paralelismo con el proceso de definición y reparto de competencias entre el Estado y las Comunidades Autónomas es para un lector español evidente. Y no puede olvidar que el intento de normalización de la LOAPA no acabó precisamente bien. Por eso me parece una propuesta sugerente pero no creo que pueda evitar la necesidad de un nuevo Tratado. De hecho a ello se dedican los autores de este capítulo en su apartado siguiente partiendo del Informe de los Cinco Presidentes, pero no limitándose a él, para definir una ambiciosa agenda de reformas institucionales europeas que solo expongo aquí sumariamente: (i) fortalecer la supervisión del Parlamento Europeo y de los Parlamentos nacionales, sobre todo en aspectos económicos, llegando a sugerir presencias periódicas de los Comisarios en los distintos Parlamentos nacionales. Una propuesta que efectivamente consagra el papel confederal de la Unión, pero que también hace enormemente complejo el ya de por sí excesivamente complicado y largo proceso de toma de decisiones políticas y de gobernanza en Europa. Por eso tras una fase inicial de coexistencia se opta por un Parlamento Europeo mixto con la mitad de delegados elegidos en elecciones europea directas y la otra mitad delegados de sus Parlamentos nacionales; (ii) dotar de medios y permanencia a la presidencia del Eurogrupo para convertirse en el embrión de Ministerio de Finanzas de la Eurozona y que sería vicepresidente de la nueva Comisión. Propuesta que ya se intuye en la dirección actual de las cosas en el marco europeo pero donde son cruciales los detalles de sus competencias y de sus relaciones con otras instituciones europeas que deberían quedar bajo su área como el MEDE o el *Fiscal Stability Board*; (iii) Transformar progresivamente la Comisión en un auténtico gabinete europeo que estaría liderado por un jefe de gobierno de Europa resultante de la fusión de ambas presidencias actuales, la de la Comisión y la del Consejo. Presidente que podría nombrar a los miembros de su equipo sin mantener cupos nacionales y sería responsable ante el Parlamento Europeo y podría disolver la Cámara y convocar elecciones.

Obviamente son unas reformas muy ambiciosas que exigen unos nuevos Tratados. Operación en sí misma no solo política sino jurídicamente muy compleja y sobre la que éste capítulo hace unas reflexiones muy interesantes. Reformas sin embargo que pasan de puntillas por un problema fundamental: ¿estamos hablando de crear instituciones nuevas para la Eurozona o para la Unión Europea? Salvo que hagamos el supuesto heroico que tras el Brexit, y superado un cierto periodo transitorio para que los países de la Gran Ampliación ajusten sus estructuras socio-económicas y para que Suecia y Dinamarca aclaren sus preferencias emocionales, todos los actuales países de la Unión Europea sin exclusión adoptarán la moneda única.

³⁶ Se me ocurre que quizás la legitimidad social sea endógeno al proceso político, se construya desde éste, como la experiencia reciente de algunos territorios españoles pueda demostrar.



Parecerá un sueño o una pesadilla política, pero cada día estoy más convencido, y creo que los distintos autores de este Anuario con distinto grado de convicción también, que la Unión Monetaria requiere para su sostenibilidad y permanencia un grado de integración política que hoy nos parece impensable. Pero así como la Unión Monetaria ha conducido a la bancaria, ésta conducirá a la unión fiscal. Y ambas juntas a la unión política. Recordemos la cita que ha figurado en este Anuario desde su primera edición, *No taxation without representation*, y que sintetiza la democracia. Las modalidades y tiempos concretos de la misma serán objeto de debate intenso. Aquí solo hemos querido y podido apuntar algunas de las cuestiones básicas que los europeos tendremos que resolver en un futuro no muy lejano. Porque la anomalía histórica e institucional de la Unión Monetaria europea no puede ser indefinida. No hay que resolverla mañana, pero sí hay que adoptar pronto una hoja de ruta inequívoca. Porque los mercados financieros no soportan indefinidamente incertidumbres fundamentales.

3. UN AÑO MÁS, LAS DIEZ LECCIONES EUROPEAS

Como ya viene siendo tradicional, desde el primer análisis del euro para la Fundación de Estudios Financieros, concluimos una vez más con un decálogo de lecciones europeas.

Primera, el futuro de la Unión Monetaria, de la propia Unión Europea, está en cuestión. El referéndum británico ha acabado con la irreversibilidad del proceso de integración. Se oyen demasiadas voces que sugieren volver a un sistema de integración a la carta, a una Europa de geometrías variables y velocidades diferentes. Esa idea es especialmente peligrosa para los países más vulnerables al cambio de sentimiento de los inversores. Todos deberíamos haber aprendido de episodios recientes. Empezando por los países más vulnerables, que tendrían que esforzarse más en reducir sus desequilibrios domésticos y garantizar posiciones fiscales estructuralmente sostenibles. Pero también los países con superávits fiscal y exterior tienen algo que aprender. No pueden seguir retrasando las reformas que aquí se describen. Seguir así no es una opción realista. No conviene confundir la calma actual de los mercados financieros con una aceptación generalizada de las políticas económicas e institucionales europeas.

Segunda, Europa tiene un déficit democrático y de funcionalidad. La Unión Monetaria exige unas cesiones de soberanía monetaria, bancaria, financiera y fiscal que son incompatibles con la falta de legitimidad democrática de sus instituciones. La Unión necesita un nuevo Tratado Constituyente. Habría que empezar por ratificar solemnemente la voluntad inequívoca de profundizar en la integración política de la Unión Monetaria y por alguna forma de su institucionalización política en el seno de las instituciones existentes (Comisión, Consejo y Parlamento).

Tercera, se extiende la idea de que Europa necesita crecimiento a cualquier precio y se insta a una buena dosis de política keynesiana para superar sus problemas de demanda, más inversión pública y más consumo privado. Se ignora deliberadamente que estamos ante una crisis de balance que requiere ajustes profundos. Los problemas económicos europeos son estructurales, han sido siempre y siguen siendo estructurales y la polí-



tica monetaria por sí sola, por creativa y excepcional que sea, no podrá resolverlos. Cierto, el marco institucional europeo es imperfecto e insuficiente, pero no es responsable de problemas exclusivamente nacionales o de las deficiencias del sistema monetario y financiero internacional. Los niveles de endeudamiento siguen siendo excesivos y no se presta suficiente atención a las consecuencias del comportamiento de la productividad y el envejecimiento de la población. Parece necesario que Europa, en el futuro inmediato, defienda la globalización y se convierta, interna y externamente, en un activista de un modelo de economía abierta y competitiva.

Cuarta, el proceso de recuperación de la integración financiera se ha detenido y el índice de fragmentación de la Eurozona ha experimentado una ligera tendencia al alza. Es un efecto más de las políticas monetarias no convencionales y de la acumulación de balances bancarios en el BCE a pesar de los tipos negativos. Pero no deja de ser un síntoma del mal funcionamiento de los mercados interbancarios en la Eurozona. La prueba de fuego para la integración financiera de la Eurozona se dará cuando empiece la salida del QE y se desconecte al sistema financiero de la provisión de liquidez indefinida, gratuita y garantizada.

Quinta, la política monetaria no convencional no da más de sí. Ha logrado evitar eventos disruptivos en el euro, pero la situación macroeconómica europea ya no es de recesión sino de recuperación, ya no es de deflación sino de rampante inflación. Y sus efectos colaterales empiezan a pesar en exceso. Los tipos negativos crean efectos perversos en la asignación de recursos, no han conseguido acabar con la excesos de liquidez del sistema financiero, suscitan problemas de rentabilidad al sistema bancario, dificultan el normal funcionamiento del multiplicador monetario y amenazan con crear burbujas de activos. Por no hablar de los efectos políticos, pues al suponer una transferencia silenciosa de ahorradores a deudores, debilitan la voluntad de reformas y suscitan fuerte oposición en los países centrales restando legitimidad a la Unión. Es necesario, estudiar y anunciar las estrategias de salida, probablemente reduciendo compromisos de compra y anunciando ya la fecha del fin de la liquidez indefinida.

Sexta, la aplicación del nuevo marco regulatorio internacional ha coincidido en Europa con la puesta en marcha de la unión bancaria y de un nuevo mapa institucional en el que el BCE ocupa el lugar central. Esta auténtica revolución regulatoria y supervisora se ha saldado con un éxito reseñable, pero estamos aún lejos de una supervisión única y homogénea. Ahora el sistema financiero necesita estabilidad y simplificación regulatoria, un marco de competencia justo y equilibrado, un nuevo diálogo supervisor y mucha coordinación internacional con especial atención a los mercados competitivos. Las potenciales necesidades de emisión derivadas de los nuevos criterios de resolución parecen ser más que sustanciales y su éxito requiere mucha mayor seguridad jurídica y perspectivas claras para la rentabilidad del sector.

Séptima, romper el bucle riesgo bancario riesgo soberano sigue requiriendo completar la unión bancaria con un sistema europeo de seguro de depósitos. Porque los mecanismos de *bail-in* están lejos de ser aceptados y aplicados sin discusión, porque el Fondo Único de Resolución está en período de transición una mutualización todavía discutida, porque no es conveniente confundir funciones, competencias e instituciones y sobre todo, por un principio básico de legitimidad democrática. Si la regulación y la



supervisión bancaria son europeas, las eventuales consecuencias presupuestarias de los problemas bancarios tienen que ser también europeas. Esconderse en problemas de herencia o en la necesidad de avanzar en la unión fiscal, con ser argumentos válidos que requieren soluciones, solo contribuye a aumentar la inestabilidad y el riesgo de nuevas y más profundas crisis.

Octava, el cambio de paradigma supervisor a un modelo más intrusivo es una realidad incuestionable. Los supervisores han entendido que la crisis justifica ampliar sus funciones a «evaluar, opinar y dictar» sobre ámbitos que siempre han estado reservados al criterio de las entidades, como la gobernanza o el modelo de negocio de las entidades. Pero el riesgo regulador es una realidad creciente y debería llevar a las autoridades a nuevas obligaciones de transparencia y *accountability* a las que se siguen resistiendo.

Novena, no hay unión monetaria posible a largo plazo sin unión bancaria y financiera. Pero tampoco sin unión fiscal, porque ningún sistema bancario fiduciario puede sobrevivir sin un *fiscal backstop* creíble. Ha habido avances importantes en el marco de gobernanza y disciplina fiscal europeos, pero las acciones de estabilización decisivas han venido del BCE. Se discute abiertamente en círculos académicos, y algo más discretamente en los políticos, del tipo de unión fiscal necesario en la Eurozona. Hay un acuerdo básico. Se requiere un activo europeo libre de riesgo, un título de deuda pública europea y por lo tanto un Tesoro Europeo; un presupuesto de estabilización macroeconómica europea y eventualmente un Ministerio de Finanzas de la Eurozona. Pero es un error político y un peligro para la necesaria integración, confundir el debate político sobre la posición fiscal de la Eurozona con la necesidad de una unión fiscal con reglas claras y bien definidas. Sobre esto último apenas hay discusión. Cómo llegar allí es otro tema sobre el que este Anuario presenta interesantes argumentos y puntos de vista diversos. Pero llegar, tendremos que llegar.

Décima, la unión monetaria nos ha obligado a la unión bancaria. Hemos tardado más de quince años y aún estamos en camino. La unión bancaria nos conduce inexorablemente a la unión fiscal. No podemos tardar otros quince años. No los tenemos. Y en la Europa democrática, no puede haber unión fiscal sin legitimidad política. Este es en definitiva el gran reto de la Unión Europea, al que España, ahora que vuelve a tener un gobierno estable, ha de contribuir activamente. Ello requiere sobre todo de un amplio consenso nacional, porque solo los países fuertes y unidos, con políticas consistentes y persistentes, con políticas de Estado que no adolezcan de volatilidad, sectarismo o adanismo, pueden aspirar a influir en el devenir europeo.

BIBLIOGRAFÍA

- Altavilla, Carboni y Motto (2015), *Asset purchase programmes and financial markets: lessons from the euro area*, ECB Working Paper N°1864.
- Bech, M. and Malkhozov, A. (2016), *How have central banks implemented negative policy rates?* Bank of International Settlements, Quarterly Review, March 2016.
- Bénassy-Quéré, A. Ragot, X. and Wolff. Guntram B. (2016). *Which fiscal union for the euro area?*, Bruegel Policy Contribution, issue 2016/05, February 2016.



- Borio, Claudio y Zabai, Anna, *Unconventional monetary policies: a re-appraisal*, BIS Working Paper, No 570, Monetary and Economic Department, July 2016
- Burriel, P. and Galesi, A. (2016). *Uncovering the heterogeneous effects of ECB unconventional monetary policies across euro area countries*, Banco de España, documento de trabajo n° 1631.
- Caruana, J. (2014), *Stepping out of the shadow of the crisis: Three transitions for the world economy*, Asamblea anual del Banco Internacional de Pagos, Basilea, junio.
- Claeys, G. (2016). *Low long-term rates: bond bubble or symptom of secular stagnation?* Bruegel Policy Contribution, issue n° 15.
- Cruz-García, P., Fernández de Guevara, J. and Maudos, J. (2016). *Determinants of bank's interest margin in the aftermath of the crisis. The effect of interest rates and the yield curve slope*, Universitat de València and IVIE.
- De la Torre, Ignacio (2016), *Apocalypse Now*, aumenta el riesgo de una crisis financiera, Arcano, noviembre 2016.
- Demertzis, M. and Wolff. Guntram B. (2016), *What impact does the ECB's quantitative easing policy have on bank profitability?*, Bruegel Policy Contribution, N°20, Bruselas.
- What are the prerequisites for a euro-area fiscal capacity?* Bruegel Policy Contribution, issue n° 14.
- Demertzis, M. and Wolff. Guntram B. (2016). *What impact does the ECB's quantitative easing policy have on bank profitability?* Bruegel Policy Contribution, issue n° 20.
- European Central Bank (2016), *Low interest rates and households' net interest income*, Economic Bulletin, Issue 4/2016, Box 3.
- European Commission (2016a). *Communication from the commission to the European parliament, the council, the European economic and social committee and the committee of the regions: towards a positive fiscal stance for the euro area*. Brussels, November 2016.
- European Commission (2016b). *Council Recommendation: on the economic policy of the euro area*. Brussels, November 2016.
- European Commission (2016c), *Report on Public Finances in EMU*, Institutional Papers 045, Bruselas, diciembre.
- European Commission (2016d). *Quarterly Report on the Euro Area, volume 15, No 3* (2016), December 2016.
- European Court of Auditors (2016). *Single Supervisory Mechanism. Good start but further improvements needed*. Special Report: n° 29, November 2016.
- Fernández, F (2013), *La Arquitectura Institucional de la Refundación del Euro*, Papeles de la Fundación N°49, Fundación de Estudios Financieros, Madrid 2013.
- Fernández, F. (2016). *Monetary Policy and Prudential Regulation in Europe*, Faes Foundation, Special Papers n° 193, September 26, 2016.
- IMF SDN 13/09 (2013), Allard, Brooks, Bluedorn, Bornhorts, Christopherson, Ohnsorge, Poghosyan and others, *Towards a Fiscal Union for the Euro Area*, IMF Staff Discussion Note.
- IMF (2016), *Global Financial Stability Report*, International Monetary Fund, Abril 2016.



- Jobst, A, y Lin H. (2016), *Negative Interest Rates Policy (NIRP): Implications for Monetary Transmission and Banking Profitability in the Euro Area*, WP16/172, International Monetary Fund.
- Nouy, Danièle (2016), *Risk and resilience; the European banking sector in 2016*, Conferencia pronunciada en Cunef, Madrid.
- OECD (2015), *Economic Policy Reforms Going for Growth*, Paris.
- Reinhart, C. y Rogoff, K. (2009), *This Time is different, Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press. Existe traducción castellana.



1. LA ZONA DEL EURO EN UNA ERA DE DESEQUILIBRIOS MUNDIALES

JAIME CARUANA¹
GOETZ VON PETER²

EXECUTIVE SUMMARY

In the past year, Europe has faced serious political challenges in addition to the economic challenges of sluggish growth, persistently low inflation and high levels of indebtedness. The referendum on the UK's exit from the European Union put into sharp relief the growing feeling of discontent across the continent and the increase in geopolitical risks. Even before this momentous decision, the European institutional framework had shown significant shortcomings.

However, European institutions are often blamed for problems that are to a large extent domestic, and for shortcomings in the international monetary and financial system (IMFS). For this reason, analysis of what ails Europe should be conducted on three different levels: domestic policies, European policies and institutional framework, and, on a higher level, global imbalances that the IMFS cannot mitigate. We focus on domestic and global influences, leaving the discussion of policies and institutions at the European level to other contributors to this volume.

How can we build European institutions that are effective and reinforce social cohesion at the same time? Rather than answering this question directly, we analyse the global environment and the national constraints to the European framework. We believe they help explain what has happened and should be part of the answer.

To be sure, the European architecture is imperfect and in need of critical analysis and improvement. That said, progress at the European level becomes more feasible and effective when accompanied by domestic structural reforms and policies that place more emphasis on the build-up of financial risks and internalise spillovers between countries, in their own interest. Indeed, progress at the domestic and the global level may ease the pressure on European institutions.

At the global level, the IMFS not only fails to constrain the build-up of financial imbalances but, within the dominant analytical framework, also makes it hard to see them coming and to correct them. This can be considered as a «blind spot» in our current international monetary system which escapes conventional analysis.

¹ Director General, Banco de Pagos Internacionales.

² Senior Economist, Banco de Pagos Internacionales.



Even if the rules that central banks play by are mostly local, removing the blind spot in the system will require them to take a global view. They need to follow their «enlightened self-interest», on that takes into account the extent to which their decisions affect other countries and feed back on their own economies.

At the domestic level, prudential, fiscal and structural policies play an important role, and each EU member country should apply them domestically, within the cooperative framework agreed as part of Economic and Monetary Union (EMU). Domestic adjustment policies are more necessary –and possibly more difficult– for countries without independent monetary policy and exchange rate flexibility. This puts a premium on structural, fiscal and prudential policies that face no such external constraint. Solid domestic policies are important in their own right, and have positive effects at the European and global levels.

Almost 10 years after the global financial crisis, there is still too much reliance on debt-driven growth, and too little attention paid to the negative trend in productivity in Europe and beyond. Productivity growth has slowed in most OECD economies, in most sectors and in both small and large firms.

This article suggests that a push towards ever closer union must be accompanied by a rebalancing of policy, putting more emphasis on structural reforms and a view of economic policy that internalises the benefits and implications of a globalised world. It is necessary to better anchor domestic policies by taking financial factors into account, and to understand and internalise the international spillovers.

1.1. INTRODUCCIÓN

En el último año, Europa se ha enfrentado a desafíos políticos importantes, que se suman a los retos económicos que se manifiestan en un crecimiento débil, inflación persistentemente baja y elevado endeudamiento. El referéndum sobre la salida del Reino Unido de la Unión Europea llevó a un primer plano el creciente sentimiento de descontento en Europa y el aumento de los riesgos geopolíticos. Antes de esta trascendental decisión, el marco institucional europeo ya había mostrado carencias importantes y había sido objeto de críticas, y con toda la razón, considerando la crisis de la deuda en la zona del euro. Aun así, a menudo se culpa a las instituciones europeas de problemas que en gran medida son de índole nacional, o que podrían mitigarse con adecuadas políticas nacionales, y también de las deficiencias del sistema monetario y financiero internacional (SMFI), tema que abordamos en el presente artículo. El análisis de los males que aquejan a Europa conviene hacerlo a tres niveles diferentes: las políticas nacionales, las políticas y el marco institucional europeo y, a un nivel superior, los desequilibrios globales que el SMFI no es capaz de mitigar. Nuestra contribución se centra en las influencias nacionales y globales, dejando las políticas e instituciones a nivel europeo a otros contribuidores de esta obra.

El presente artículo aborda los desafíos europeos desde una perspectiva global y argumenta en favor de un reequilibrio de políticas. Este reequilibrio no consiste únicamente en dar con la combinación acertada de las políticas monetaria, fiscal y de reformas estructurales, sino que además implica abordar los problemas al nivel apropiado. Se



precisan reformas estructurales a escala nacional que eliminen condiciones que predisponen a los países a sufrir crisis y a postergar la recuperación. Al mismo tiempo, la influencia de las fuerzas mundiales exige que las autoridades económicas internalicen en mucho mayor grado las interacciones entre los regímenes de políticas nacionales. Ninguno de los tres niveles –nacional, europeo y global– ha sido capaz de proporcionar un anclaje de estabilidad suficiente.

La arquitectura europea sin duda es incompleta e imperfecta, y precisa de un análisis crítico y de mejoras. Ahora bien, el avance a nivel europeo resultaría más factible y efectivo si se acompañara de reformas estructurales nacionales y de políticas que presten una mayor atención a la acumulación de riesgos financieros y que internalicen los efectos de contagio entre países, por su propio interés. De hecho, los avances a escala nacional y mundial pueden aliviar la presión sobre las instituciones europeas³.

El artículo se estructura de la siguiente manera. Tras abordar brevemente los desafíos y deficiencias de la Unión Económica y Monetaria (UEM) en la sección 2, las secciones 3 y 4 se centran en los dos niveles adicionales que pueden contribuir al mejor funcionamiento de la UEM. La sección 3, en concreto, trata la influencia de las fuerzas globales, cuyo papel a menudo no encuentra cabida en los debates sobre las dificultades de Europa, y aboga por incorporar su influencia en la articulación de las políticas nacionales. La sección 4 resalta algunos ámbitos que las políticas nacionales deberían abordar, especialmente las reformas estructurales, esenciales para superar los problemas a los que Europa se enfrenta hoy en día. Las conclusiones se exponen en la sección 5.

1.2. LAS DEFICIENCIAS DE LA UEM EN UN CONTEXTO MÁS AMPLIO

La Unión Europea se enfrenta a graves desafíos políticos y económicos en un contexto económico marcado por un crecimiento moderado, una inflación por debajo de su objetivo, y riesgos a la estabilidad financiera no resueltos. Los desafíos sociales y políticos son también elevados y crecientes, minando la confianza y las perspectivas económicas. Se está poniendo a prueba la cohesión de la UE en muchos frentes: ralentización económica, *Brexit*, un aumento del nacionalismo, inmigración y la crisis de refugiados. Todos ellos alimentan un sentimiento de inseguridad, de injusta distribución de beneficios y costes, que engendra descontento, desafección a las instituciones, polarización política y una mayor aceptación de planteamientos proteccionistas y populistas.

Las voces más críticas del proyecto europeo recuerdan que «ya os lo avisamos», pero esta posición no hace justicia a la dimensión histórica del proyecto europeo, que hace del euro no solo una moneda, sino un proyecto político y económico que dota de unidad a un continente, con una larga tradición de divisiones y luchas internas.

³ Este llamamiento a la actuación simultánea de las políticas es coherente con el principio de subsidiariedad, pieza clave del funcionamiento de la Unión Europea, según el cual esta no interviene (exceptuando en las áreas de exclusiva competencia) a no ser que su actuación fuera más efectiva que la que se lograría a nivel nacional, regional o local (fuente: Síntesis de la legislación de la UE).



Los padres fundadores de la UE y los líderes actuales comprendieron que la arquitectura inicial de la UEM era incompleta y tendría que perfeccionarse con el tiempo. Suele tomarse como analogía un edificio en construcción mientras se habita, que además ocasionalmente se ve azotado por tormentas (Juncker, 2015). Los riesgos de crear una unión monetaria sin una plena integración económica a través del mercado único (incluida una unión fiscal, financiera y política) eran conocidos, al menos en parte⁴, como reconoció Jean Monnet en sus famosas palabras: «Europa se forjará en las crisis y será la suma de las soluciones que se encuentren a esas crisis». Incluso en los estrechos confines de las uniones monetarias, la historia sugiere que un proyecto de este calado no puede diseñarse en su totalidad antes de su implantación. Parece inevitable tener que vivir en el edificio mientras se construye. Efectivamente, Bordo y Jonung (1999) no encuentran en sus análisis históricos ningún caso de unión monetaria que hubiera comenzado con todas las instituciones necesarias funcionando como establece la visión moderna de la política monetaria, sino que estas instituciones se van desarrollando con el tiempo.

Los años posteriores a 2007 pusieron de relieve una serie de deficiencias a nivel europeo, lo cual complicó la respuesta a la crisis y llevó a aplicar diversas soluciones rápidas. Si bien la política monetaria y su marco institucional se habían completado y eran sensibles a las exigencias de la crisis, no ocurría igual con otros pilares de la política económica. El BCE intentó compensar la inacción en otros ámbitos de política con una extraordinaria acomodación monetaria, que culminó en la voluntad por hacer «cuanto haga falta por preservar el euro». Este compromiso logró contrarrestar, en gran parte, una de las principales amenazas a la UEM: la escalada en la fragmentación de los mercados financieros europeos. Sin embargo, los problemas son de naturaleza más profunda y la política monetaria puede suavizar ajustes pero no solucionarlos. La insuficiente actuación en otras políticas ha hecho que a día de hoy el BCE, y de forma paralela los principales bancos centrales, sigan estando sobrecargados.

Entre las deficiencias frecuentemente citadas de la arquitectura de la unión monetaria se incluyen la elusión de la disciplina fiscal, la ausencia de una unión bancaria y mercado de capitales integrados, el limitado ámbito inicial de la política del BCE, así como la necesidad de reformas estructurales y de aliviar la carga de la deuda soberana en diversos países (por ejemplo, Wyplosz, 2016). En junio de 2012, los jefes de Estado reaccionaron ante la crisis de la deuda en la zona del euro comprometiéndose a desplegar esfuerzos para completar la unión económica y monetaria. Una de esas deficiencias se ha solventado con la creación de la unión bancaria europea, que consiste en el Mecanismo Único de Supervisión (MUS) y el Mecanismo Único de Resolución (MUR), ambos obligatorios para todos los Estados miembros de la zona del euro y para aquellos países de la UE que decidan sumarse a ellos. Se añade a estos dos pilares la expectativa

⁴ La teoría de áreas monetarias óptimas, como concibe Mundell (1961), se centra en las características que hacen más o menos deseable tener tipos de cambio fijos o una unificación monetaria. Entre ellas se encuentran la naturaleza de las perturbaciones, la movilidad laboral, los vínculos comerciales, la utilidad del dinero para transacciones y el alcance de los estabilizadores automáticos (Bayoumi y Eichengreen, 1997). En base a estos criterios, la zona del euro en su conjunto (al menos varios de sus miembros fundadores) no cumpliría los requisitos para considerarse preparada para una unión monetaria.



de un sistema de garantía de depósitos común como tercer pilar de la unión bancaria. Con el MUS, el BCE se ha convertido en el supervisor bancario de los bancos de la zona del euro, supervisando directamente 129 grupos bancarios significativos que representan más del 80% de los activos bancarios de la zona del euro.

Con todo, muchos observadores consideran que es imposible alcanzar una mayor integración en el frente fiscal y político en el entorno actual. Nosotros no compartimos esta visión pesimista: pese a las deficiencias y fracasos, siempre hay motivos para ser optimistas. Los jóvenes europeos comparten una visión, y la noción de una Europa sin barreras está muy arraigada. Ejemplo de ello es el *tweet* de un joven lector del *Financial Times* comentando el *Brexit*: «... nunca conoceremos hasta qué punto se nos negarán oportunidades, amistades, matrimonios y experiencias. Nuestros padres, tíos y abuelos han arrancado de un tirón la libertad de movimiento a una generación que ya se estaba ahogando en las deudas de nuestros predecesores...». Las encuestas del Eurobarómetro muestran que los europeos apoyan la moneda común, pese a los persistentes efectos de la peor recesión en la historia reciente. A lo largo del tiempo, el apoyo al euro se mantuvo estable, mientras que caía la confianza en las instituciones europeas muy por debajo de la confianza en las instituciones nacionales (Guiso et al, 2016).

Como hemos indicado anteriormente, la pregunta clave que cabe plantearse es en qué medida los problemas que aquejan a Europa pueden atribuirse a la moneda común. A menudo se ha culpado al euro –y a las instituciones europeas en general– de los problemas que se gestaban a nivel nacional, así como de los efectos de fuerzas de naturaleza global. Las repercusiones negativas en estos dos niveles han deteriorado las condiciones financieras en Europa y han complicado el funcionamiento de la moneda común. Ello no quita importancia a la necesidad de reforzar el edificio europeo de forma que sea más resistente a los problemas nacionales de los miembros y a las deficiencias de carácter global. Las dos secciones que siguen se ocupan del papel que han desempeñado los factores globales y las políticas nacionales, que son los otros dos frentes donde deben solventarse los problemas para el buen funcionamiento de la UEM.

1.3. EL SISTEMA MONETARIO Y FINANCIERO INTERNACIONAL Y LOS DESEQUILIBRIOS MUNDIALES

Al contrario que el sistema de Bretton Woods o el patrón oro, el SMFI actual no tiene un ancla nominal, por ejemplo una única materia prima o una moneda. El sistema global actual, si es que puede hablarse de sistema, consiste en un conjunto de políticas nacionales que se insertan en un mundo caracterizado por empresas y mercados globales, monedas internacionales y flujos de capital transfronterizos. La mayoría de los bancos centrales tienen un objetivo de inflación nacional y monedas con tipos de cambio variables, o bien siguen políticas congruentes con tipos de cambio gestionados o fijos acordes con los objetivos de política nacionales. Normalmente interpretan su mandato exclusivamente en términos nacionales y guían sus decisiones mediante indicadores domésticos, sin tener suficientemente en cuenta los crecientes efectos de sus políticas en otros países y cómo esos efectos retornan y afectan al propio país.



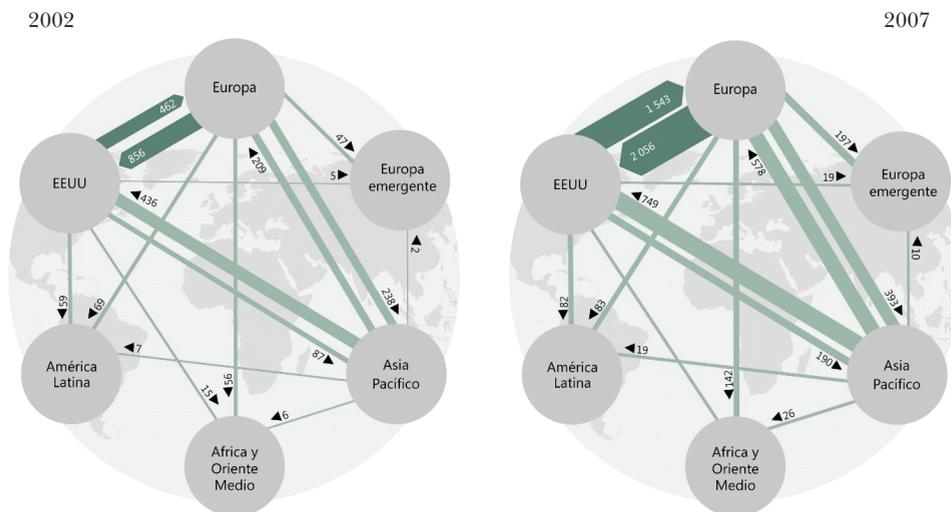
El SMFI no solo no consigue contener la acumulación de desequilibrios financieros, sino que, con el marco analítico preponderante, no facilita su detección y corrección. Podría considerarse que existe un «ángulo muerto» en nuestro sistema monetario internacional actual que escapa al análisis habitual. Los debates en los foros de política internacional se centran fundamentalmente en contener los desequilibrios en la balanza de pagos, con la atención puesta en la cuenta corriente, es decir, en los flujos *netos* (Borio, 2016). No se presta suficiente atención a los flujos *brutos* y *stocks*, es decir al volumen de deuda. Esta perspectiva, unida al diseño doméstico de las políticas nacionales, no nos permite dar la suficiente importancia y aún menos limitar la acumulación de desequilibrios financieros en los distintos países y entre ellos. Aun cuando las reglas de juego de los bancos centrales sean principalmente locales, la eliminación de este «ángulo muerto» en el sistema requiere adoptar una visión global, en su interés propio. Se requiere un «interés propio ilustrado», es decir, decisiones que se toman en interés propio, pero teniendo en cuenta el impacto sobre otros países y su repercusión en la propia economía («*spillovers*» y «*spillbacks*»). En otras palabras, las autoridades nacionales deben aplicar políticas para poner su casa en orden que al mismo tiempo contribuyan a que el vecindario también esté en orden.

Antes de la crisis, se percibía que Europa estaba cerca del equilibrio en términos *netos* porque su cuenta corriente estaba prácticamente en equilibrio. El problema de los desequilibrios mundiales se consideraba un problema transpacífico, ocasionado ante todo por el insostenible déficit por cuenta corriente de Estados Unidos frente a Asia. Esto produjo una falsa sensación de confianza en la estabilidad europea. El foco de atención en los flujos netos, en vez de en los brutos, ejemplifica este ángulo muerto. Bernanke (2005) acuñó la expresión «exceso de ahorro mundial» para explicar cómo podía coexistir en EEUU un abultado déficit por cuenta corriente con condiciones financieras laxas en el periodo previo a la crisis financiera. Las condiciones financieras laxas se explicaban por el exceso de ahorro en las economías emergentes (EME), combinado con la preferencia de estas por activos financieros estadounidenses. Los bancos europeos no figuraban en la explicación y la crisis que se temía y discutía en los foros internacionales se visualizaba como una caída del dólar como consecuencia de su abultado déficit por cuenta corriente.

Sin embargo lo sucedido fue muy diferente. La explicación requería reconocer el papel de la banca mundial y en concreto el crecimiento de los bancos europeos (Shin, 2012). McGuire, von Peter (2012) y Shin (2012) muestran cómo bancos europeos invirtieron en carteras *subprime* y financiaron estas posiciones en EEUU mediante flujos de fondos de inversión estadounidenses. Estos «flujos circulares» del capital los hacían prácticamente invisibles a cualquier análisis basado en flujos netos o cuentas corrientes (Gráfico 1, Avdjiev et al, 2016). Las variaciones de los flujos *netos* eran insignificantes: la cuenta corriente de Europa se mantuvo ampliamente en equilibrio, pese a que sus flujos de capital *brutos* y los balances bancarios frente a Estados Unidos crecieron enormemente.

Los desequilibrios financieros globales inherentes a estos patrones de financiación se mantuvieron ocultos en el ángulo muerto, acumulándose en forma de enormes *stocks*. El resultado fue que al estallar la crisis los bancos europeos sufrieron pérdidas significativas en sus carteras, se encontraron con pasivos en dólares que superaban el valor de sus

GRÁFICO 1. ACTIVOS TRANSFRONTERIZOS DENOMINADOS EN DÓLARES DE ESTADOS UNIDOS¹
En miles de millones de dólares de EEUU



¹ El grosor de las flechas indica el volumen vigente de activos. La dirección de las flechas indica la dirección de los activos: flechas desde la región A a la región B indican préstamo de bancos ubicados en la región A a prestatarios ubicados en la región B.

Fuente: Estadísticas bancarias territoriales del BPI.

depreciadas carteras y su financiación en dólares procedente de EEUU cayó rápidamente. Todo ello llevó a una rápida demanda de dólares que hizo subir su cotización. Todo lo contrario de lo que se hubiera esperado. En retrospectiva, es evidente que los flujos brutos –y no solo los netos– son importantes para la estabilidad financiera y que el SMFI no pone límite a los primeros. De hecho, el SMFI tiende a aumentar la liquidez mundial a través de varios canales.

Las condiciones monetarias laxas en las principales economías avanzadas se propagan al resto del mundo, incluida Europa con facilidad. Muchos bancos centrales afectados han optado por mantener bajos sus tipos de interés oficiales con el fin de resistir la apreciación de la moneda y mantener la competitividad (Hofmann y Takáts, 2015). En consecuencia, las condiciones monetarias laxas en Estados Unidos (y en otros países) elevaron las posiciones brutas y los flujos de capital hacia y desde Europa. El dominio mundial del dólar estadounidense (Cuadro 1) hizo que la liquidez mundial en esa moneda afectara a las condiciones financieras en la zona del euro, al tiempo que permitía a los bancos europeos financiarse fuera de Europa.

Además, la integración de los mercados financieros hace que factores comunes globales afecten a los precios de la deuda y las acciones. La incertidumbre y la aversión al riesgo, reflejadas en indicadores como el índice VIX, afectan a los mercados de activos y a los flujos del crédito en todo el mundo. Conforme cobraban importancia los mercados

**CUADRO 1. ALGUNOS INDICADORES DEL USO INTERNACIONAL
DE MONEDAS CLAVE
En porcentaje del total mundial**

	Dólar de EEUU	Euro	Libra esterlina	Yen	Renminbi	Total (bill USD)
Volumen de negociación diario en el mercado de divisas, abril 2016 (200%) ¹	87,6	31,3	12,8	21,6	4,0	5,1
Reservas de divisas, T2 2016 ²	63,4	20,2	4,7	4,5	1,0 ³	11,0
Depósitos bancarios internacionales, ⁴ T1 2016	57,7	24,4	5,2	3,4	0,9 ⁵	24,3
Títulos de deuda internacionales en circulación, T1 2016	43,1	39,7	9,1	2,0	0,5	21,7
Facturación/liquidación del comercio internacional, 2010-11	50,3	37,3			1,4	

¹ Los porcentajes suman 200% al implicar cada transacción dos monedas. ² Los porcentajes se basan en datos asignados de FMI, Cofer. ³ Estimación aproximada del BPI. ⁴ Las proporciones por moneda y el total incluyen únicamente depósitos contabilizados en países que declaran esas monedas. ⁵ Proporción estimada a partir de los depósitos en renminbis declarados por ocho jurisdicciones.

Fuentes: FMI; estadísticas bancarias internacionales y estadísticas sobre títulos de deuda internacionales, ambas del BPI; cálculos del BPI; H. Ito y M. Chinn, «The rise of the 'Redback' and China's capital account liberalization: an empirical analysis on the determinants of invoicing currencies», en B Eichengreen y M Kawai (Eds) «Renminbi internationalization: achievements, prospects, and challenges». Asian Development Bank Institute, febrero 2015.

de capitales, crecía el papel que juegan las primas de riesgo y las primas por plazo de los mercados de deuda en la transmisión de condiciones financieras hacia los mercados. Como resultado, las condiciones de liquidez a menudo atraviesan fronteras y amplifican los desequilibrios nacionales hasta el punto de poder generar inestabilidad. Reflejo de ello es que el préstamo bancario transfronterizo haya sido más volátil que el crédito nacional, creciendo y contrayéndose a mayor velocidad tanto durante el auge como durante el desplome (Gráfico 2, líneas azules).

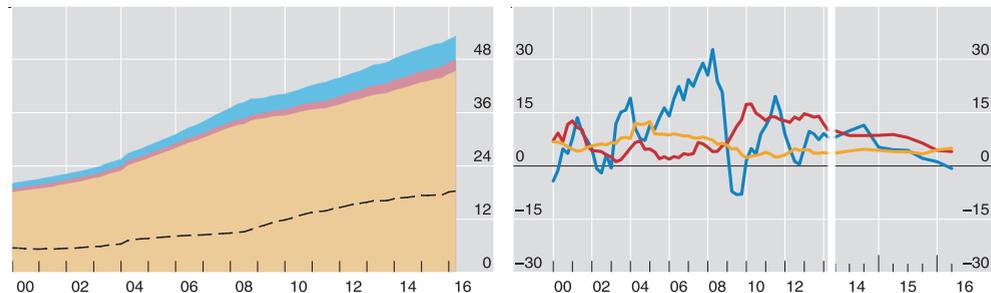
Dada su naturaleza global, estas fuerzas desbordan una perspectiva europea (o regional). Los desafíos resultantes requieren ser afrontados mediante varias políticas complementarias entre sí. La primera es continuar con el difícil proceso de integrar mejor los factores financieros en las consideraciones y políticas macroeconómicas. Una mejor gestión del ciclo financiero ayudaría a contener excesos y reducir contagios de un país a otro. Además, sería útil alcanzar un diagnóstico común, un consenso en nuestra comprensión de cómo funcionan los mecanismos de transmisión internacional y sus efectos de retroalimentación. Partiendo de esta base, especialmente los principales bancos centrales deben tener en cuenta los efectos internacionales de sus actuaciones a la hora de

GRÁFICO 2. CRÉDITO GLOBAL AL SECTOR NO FINANCIERO, POR MONEDA

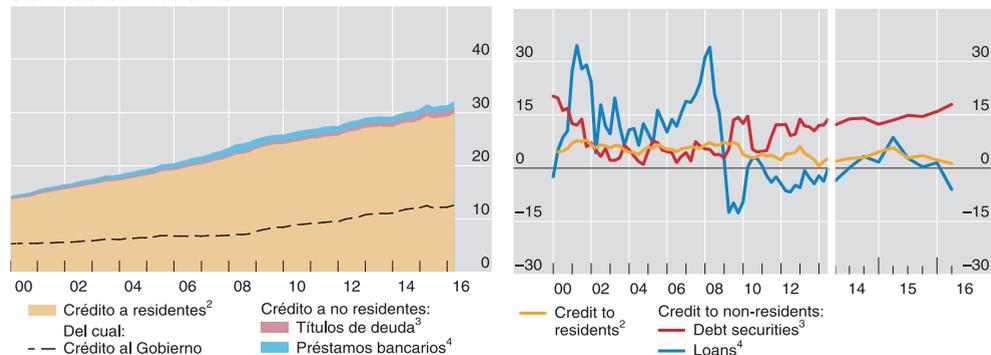
Importes vigentes¹ (bill USD)

Variación anual, %

Crédito denominado en USD



Crédito denominado en EUR



Puede consultar más información sobre los indicadores de liquidez mundial en www.bis.org/statistics/gli.htm.

¹ Importes vigentes al cierre del trimestre. Los importes denominados en monedas distintas del dólar de Estados Unidos se convierten a dicha moneda al tipo de cambio imperante al cierre de diciembre de 2015.

² Crédito a prestatarios no financieros residentes en Estados Unidos/zona del euro. Las cuentas financieras nacionales se ajustan utilizando las estadísticas bancarias y sobre títulos del BPI para excluir el crédito denominados en monedas no locales. ³ Excluye los títulos de deuda emitidos por vehículos de gestión especializada y otras entidades financieras controladas por matrices no financieras. Los títulos de deuda denominados en euros excluyen los emitidos por instituciones de la Unión Europea. ⁴ Préstamos de los bancos que participan en las LBS a prestatarios no bancarios, incluidas entidades financieras no bancarias; engloba préstamos transfronterizos y préstamos locales. Para países que no participan en las LBS, los préstamos locales en USD/EUR se estiman de la siguiente manera: para China, los préstamos locales en moneda extranjera proceden de datos nacionales y se asume una composición de 80% USD y 10% EUR; para otros países que no participan en las LBS, los préstamos locales a entidades no bancarias equivalen a los préstamos transfronterizos a bancos en el país de los bancos que participan en las LBS (denominados en USD/EUR), asumiendo que estas cantidades se prestan entonces a entidades no bancarias.

Fuentes: FMI, *Estadísticas Financieras Internacionales*; Datastream; estadísticas de títulos de deuda y estadísticas bancarias territoriales (LBS), ambas del BPI.

configurar la política monetaria, a fin de mantener la estabilidad financiera. Este enfoque es congruente con tomar decisiones propias con un «interés propio ilustrado». La internalización de dichas repercusiones en el marco de política monetaria podría mejorar su eficacia a medio plazo.



Un modo más ambicioso de contener las repercusiones a escala internacional y sus efectos de retroalimentación sería introducir un mínimo de coordinación entre las políticas a nivel global. En la coyuntura actual, sin embargo, cualquier cooperación internacional más allá del intercambio de información y de la adopción de políticas acordes al interés propio ilustrado puede toparse rápidamente con limitaciones de carácter práctico. Con todo, el enfoque nacional de los mandatos de los bancos centrales no debería excluir el avance en este frente. Al fin y al cabo, los mandatos nacionales de la regulación y supervisión bancarias también han permitido una amplia cooperación internacional y el desarrollo de principios y normas globales en este ámbito.

Lo que este debate revela es que las fuerzas globales que se transmiten a través del SMFI contribuyeron a las dinámicas de crisis en la zona del euro, independientemente de las políticas adoptadas a escala europea. La zona del euro es tan solo uno de los componentes –aunque importante– del SMFI, y está igualmente sujeta a las fuerzas mundiales. La cuestión es cómo la UEM puede mitigar estas dinámicas y mejorar su resistencia a perturbaciones.

Cuando surgieron las tensiones de la deuda soberana y bancaria en Europa en 2011, estaba presente este mismo ángulo muerto. La moneda común y la UEM en general habían reforzado la confianza y ampliado la capacidad de los bancos y los inversores institucionales europeos para intermediar fondos dentro de la zona del euro⁵. La compresión de los diferenciales y la caída de los tipos de interés antes de la crisis alentaron un excesivo endeudamiento en la periferia de la zona del euro, provocando auges de préstamo en los países e inflación de los precios de los activos (Hale y Obstfeld, 2016). Los abultados déficits por cuenta corriente y la acumulación de pasivos en la periferia se compensaron con la acumulación de activos por los países del núcleo (especialmente por sus bancos), financiando así la expansión. Una vez más, esto no se manifestó en la cuenta corriente de la zona del euro frente al resto del mundo, pero sí en las posiciones brutas de la zona del euro.

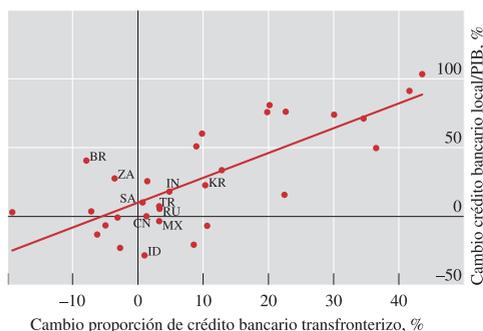
Generalmente, los flujos bancarios internacionales alientan los auges de crédito interno, librándolos de la restricción asociada a sus respectivas bases de financiación nacionales. Para una muestra de 31 economías emergentes en el periodo entre principios de 2002 y 2008, el incremento en la proporción de financiación bancaria transfronteriza, concedida tanto directamente a entidades no bancarias nacionales como indirectamente a través de los bancos del país, contribuyó a elevar notablemente la ratio de crédito bancario sobre PIB, que es un indicador de *booms* crediticios (Gráfico 3, panel izquierdo). Lo que a menudo antes se planteaba como un problema de los mercados emergentes (EME), hoy se aplica también a las economías avanzadas. Un análisis de una muestra de 62 países y una medida más inclusiva de flujos internacionales de capital indican la misma dinámica que en el panel izquierdo. Cuanto mayores son las entradas de capital netas en la balanza de pagos para adquirir títulos de deuda (tanto mediante operaciones de cartera como mediante inversión bancaria), mayor es el incremento del

⁵ Además, podría argumentarse que la política monetaria común de la zona del euro era excesivamente expansiva para las economías nacionales de rápido crecimiento como España e Irlanda.

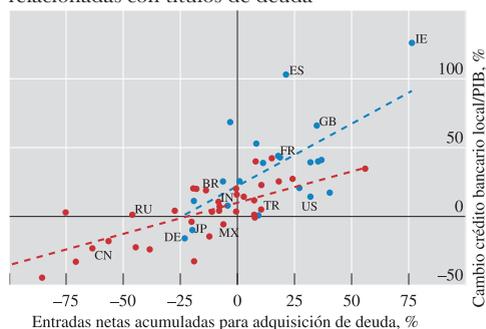
cociente entre crédito bancario y PIB de una economía en el periodo inmediatamente anterior a una crisis (Gráfico 3, panel derecho).

GRÁFICO 3. LOS FLUJOS DE CAPITAL CONTRIBUYERON AL CRECIMIENTO DEL CRÉDITO INTERNO DURANTE EL AUGE...

... a través del crédito bancario transfronterizo ¹ ...



... y de mayores entradas de capital netas relacionadas con títulos de deuda ²



BR = Brasil; CN = China; DE = Alemania; ES = España; FR = Francia; GB = Reino Unido; ID = Indonesia; IE = Irlanda; EN = India; JP = Japón; KR = Corea; MX = México; RU = Rusia; SA = Arabia Saudita; TR = Turquía; US = Estados Unidos; ZA = Sudáfrica.

¹ T1 2002–T2 2008. «Crédito bancario total» suma al crédito interno (IFS, línea 32) el stock de crédito bancario transfronterizo a entidades no bancarias en el país (utilizando las estadísticas bancarias territoriales del BPI). «Proporción de crédito bancario transfronterizo» es el porcentaje del crédito bancario total a entidades no bancarias recibido por vía transfronteriza en forma de préstamo directo a entidades no bancarias y de préstamo neto a bancos en el país (si es positivo). Basado en S. Avdjiev, R. McCauley y P. McGuire, «Rapid credit growth and international credit: challenges for Asia», BIS Working Papers, n° 377, abril 2012. ² Crédito interno procede de IFS, línea 32, de finales de 2002 a finales de 2008. El eje horizontal representa las entradas de capital netas en la balanza de pagos dirigidas a adquirir títulos de deuda, expresadas en porcentaje del PIB, acumuladas en el periodo 2003-08. Los flujos de capital dirigidos a adquirir títulos de deuda se calculan agregando los cambios en los activos netos en forma de deuda de cartera, otras inversiones y activos de reserva netos, todos ellos expresados como entradas. Amplía P. Lane y P. McQuade, «Domestic credit growth and international capital flows», Scandinavian Journal of Economics, vol. 116(1), enero 2014, pp. 218–52.

Fuentes: FMI, Estadísticas Financieras Internacionales y Perspectivas de la Economía Mundial; estadísticas bancarias internacionales del BPI; cálculos del BPI.

La inclusión de España, Irlanda y el Reino Unido en el panel derecho del Gráfico 3 muestra que la dependencia de financiación externa en un auge crediticio interno no es exclusivo de economías emergentes. De hecho, la submuestra de 23 economías avanzadas muestra una dependencia aún mayor de entradas de capital que en el caso de las EME, como sugiere la mayor pendiente de la línea tendencial. Los bancos consiguen en el exterior pasivos para financiar el crédito interno durante el auge. El crecimiento del crédito tanto en Irlanda como España no solo se apoyó en bancos de la zona del euro, sino también en bancos del Reino Unido y de otros países no pertenecientes a la zona, resaltando el aspecto global de la entrada de capitales. Se produjeron excesos similares



fuera de la zona del euro, lo que indicaría que los factores globales también desempeñaron un papel importante en otras regiones.

No obstante, el SMFI no opera de forma indiscriminada. Las políticas nacionales contribuyeron al cariz que tomó la crisis, con distintos grados de severidad y duración según el país, incluso dentro de la zona del euro. Algunos países experimentaron auges y desplomes más violentos, dependiendo de si sus políticas nacionales los hacían más proclives a crisis. Para mantener en orden la economía mundial es importante que también lo estén los países individuales. Cada país tiene que cumplir con su parte y contribuir al logro de un sistema financiero mundial más resiliente.

1.4. REFORMAS ESTRUCTURALES COMO PRIORIDAD NACIONAL

Las políticas prudencial, fiscal y estructural revisten gran importancia para el futuro de Europa y cada miembro de la UE debe aplicarlas a nivel nacional, dentro del marco de cooperación acordado en la UEM. Las políticas de ajuste nacional son más necesarias –y posiblemente más difíciles de llevar a cabo– en países que no cuentan con una política monetaria independiente ni flexibilidad cambiaria. Esto confiere incluso más importancia a las políticas estructural, fiscal y prudencial, al no estar sujetas al mismo grado de restricciones externas. Contar con políticas nacionales sólidas es importante y beneficioso de por sí y además tiene efectos positivos a escala europea y mundial.

El primer paso para la prevención de crisis, y el mejor funcionamiento de la moneda común, es que cada país ponga en orden su propia casa, pero teniendo en cuenta el entorno global. Casi 10 años después de la crisis financiera mundial, el crecimiento sigue dependiendo demasiado del endeudamiento y se está prestando poca atención a la tendencia negativa del crecimiento de la productividad en Europa y fuera de ella. Las ganancias de productividad se han venido debilitando en la mayoría de las economías de la OCDE y de los sectores, tanto para empresas pequeñas como grandes. Para el conjunto de la UE, el crecimiento de la productividad en la última década (2006-2015) ha sido del 0,8% anual (PIB por hora trabajada), frente al 1,7% registrado en la década anterior. Este descenso es muy preocupante, al ser la productividad el principal motor para la mejora del nivel de vida.

Un reequilibrio de la combinación de políticas económicas hacia reformas estructurales puede dinamizar la productividad y mejorar la utilización de recursos. Los países que habían realizado reformas salieron generalmente mejor parados de la crisis financiera mundial. Las reformas estructurales son necesarias para sentar las bases de una recuperación sostenible. Aunque las medidas concretas dependen mucho de las circunstancias de cada país, las reformas en áreas como la educación, formación continuada, la competencia, tributarias y laborales son piezas clave en la creación de economías flexibles y eficientes que eliminen obstáculos y faciliten una mejor reasignación de recursos. A su vez, unas perspectivas a largo plazo más prometedoras incentivan a las empresas a invertir y contratar personal. En último término, las reformas estructurales que dinamizan la productividad contribuyen a elevar los salarios y el nivel de vida de forma sostenible, con el efecto secundario positivo de generar los flu-



jos de caja necesarios para hacer frente a los niveles crecientes de deuda. Para que una recuperación sea sostenible, es necesario que vaya acompañada de un sistema financiero sólido, por ello es importante continuar con el saneamiento de balances, eliminar el legado de activos morosos e implementar la ambiciosa agenda de reformas financieras.

Con todo, las reformas estructurales tardan en dar todos sus frutos, pudiendo incluso ralentizar el crecimiento a corto plazo, especialmente si se aplican en circunstancias económicas y políticas difíciles. Con el matiz de que en algunos casos se observan beneficios inmediatos ligados a la mejora de expectativas y de confianza. Por ello, es importante considerar tanto sus costes a corto plazo como sus beneficios a largo plazo. Debería ser más sencillo emprender reformas estructurales en la fase alcista del ciclo económico, cuando las partes afectadas pueden oponer menor resistencia y la política dispone de mayor margen de maniobra para compensar sus efectos. Desafortunadamente, fueron pocos los países que antes de la crisis abordaron una agenda de reformas estructurales con miras tan amplias. Actualmente, dado el complejo entorno macroeconómico y con los riesgos políticos en aumento, se tiende a resaltar el coste de las reformas, pero retrasarlas entraña también riesgos elevados.

No cabe duda de la importancia de diseñar y secuenciar cuidadosamente las reformas estructurales. Como argumentan estudios de la OCDE, una estrategia de crecimiento prometedora consiste en priorizar reformas con beneficios a corto plazo y en combinar reformas que aprovechen las complementariedades entre los mercados de bienes y de trabajo (Caldera Sánchez et al 2016). Por ejemplo, las reformas de estos dos mercados pueden llevarse a cabo en paralelo, de tal manera que la caída de precios que conlleva un aumento de la competencia limite el impacto de las reformas del mercado laboral sobre los salarios reales. La comunicación desempeña también un papel esencial, ya que la incertidumbre reduce la inversión empresarial. Si las reformas están bien diseñadas, deberían alentar la confianza empresarial, y con ello la inversión, mientras que si su diseño, implementación o comunicación son deficientes, podrían drenar aún más la confianza empresarial y la disposición a invertir.

En este empeño hay que armarse de paciencia y determinación, y no caben atajos. En concreto, las políticas acomodaticias de los bancos centrales no pueden sustituir a las reformas estructurales. Ambas políticas pueden ser complementarias: la acomodación del BCE durante la crisis dio un respiro a las políticas fiscal y estructural, pero en cambio sus efectos económicos podrían haber sido más favorables de haberse llevado a cabo suficientes reformas estructurales anteriormente. La necesidad de alejarse del modelo de crecimiento basado en un excesivo endeudamiento implica la importancia de trasladar parte del énfasis que se ha puesto sobre la política monetaria hacia el uso del espacio fiscal disponible e intensificar las reformas estructurales. El uso adecuado de la política fiscal puede ayudar a limitar los efectos económicos adversos, particularmente si ayuda a generar apoyo público a las reformas estructurales al atenuar sus consecuencias de redistribución. Posiblemente muchos de los debates económicos el próximo año van a girar en torno a la cantidad de espacio fiscal del que dispone cada país. Desafortunadamente los cálculos son imprecisos y muy sensibles a pequeñas variaciones de hipótesis, por ello existe un riesgo importante de errar al alza, estimando una mayor



capacidad de actuación fiscal, cuando en realidad los espacios fiscales son pequeños. En todo caso, siempre existe la posibilidad de mejorar la estructura del gasto, sin hacer uso de un mayor espacio fiscal, haciéndolo más favorable a inversiones rentables y a apoyar medidas que facilitan la productividad y mejor utilización de recursos.

1.5. CONCLUSIÓN

¿Cómo podemos construir instituciones europeas eficaces que refuercen además la cohesión social? Más que responder directamente a esa pregunta hemos preferido analizar el entorno global y los condicionantes nacionales al marco europeo. Creemos que ayudan a explicar lo sucedido y deben ser parte de la respuesta. Los retos y dificultades de hacer la economía europea más resistente para poder seguir completando el marco institucional, son grandes. Es incuestionable, por tanto, la necesidad de finalizar la arquitectura institucional de la Unión Europea, dirigiéndola hacia una mayor unión económica, financiera y posiblemente fiscal o política. Otros artículos de esta obra se centran en posibles maneras de avanzar a nivel europeo.

Nuestro artículo sugiere que el avance hacia una unión cada vez más estrecha debe ir acompañado de un reequilibrio de las políticas. Dando más relevancia a las reformas estructurales y de una visión de la política económica que internalice mejor los beneficios y las implicaciones de un mundo global. Es necesario anclar mejor las políticas nacionales incorporando mejor los factores financieros, así como comprender e internalizar las repercusiones internacionales.

Por ello, una unión que funcione con una moneda común estable presupone que los países hagan sus deberes a nivel nacional. Citando a John F. Kennedy: «La pregunta no es lo que la UE puede hacer por nosotros, sino lo que nosotros podemos hacer por la UE». Esto va en el propio interés de los países miembros a largo plazo y ejemplifica el «interés propio ilustrado».

REFERENCIAS

- Avdjiev, S., R. McCauley y H. S. Shin (2016): «Breaking free of the triple coincidence in international finance », *BIS Working Papers*, No 524.
- Bayoumi, T. y Eichengreen, B. (1997): «Ever closer to heaven? An optimum-currency-area index for European countries», *European Economic Review* 41.
- Bordo, M. y Jonung, L. (1999) «The future of EMU: what does the history of monetary unions tell us?», en F. Capie y G. Wood (eds) *Monetary Unions: Theory, History, Public Choice*. Londres: Routledge.
- Borio, C. (2016): «On the centrality of the current account in international economics», *Journal of International Money and Finance* 68.
- Caldera Sánchez, A., de Serres A. y Yashiro N. (2016): «Reforming in a difficult macroeconomic context: A review of the issues and recent literature», OECD Economics Department Working Papers N° 1297, OECD Publishing, París.



- Caruana, J. (2016) «The international monetary and financial system: eliminating the blind spot», intervención en la conferencia del FMI titulada «Rethinking macro policy III: progress or confusion?», Washington DC, 16 abril.
- Guiso L., Sapienza P. y Zingales L. (2016): «Monnet's error?», *Economic Policy* 30.
- Hale, G. y Obstfeld, M. (2016): «The euro and the geography of international debt flows», *Journal of the European Economic Association* 14(1).
- Hofmann, B. y Takáts, E. (2015): «Repercusiones monetarias internacionales», Informe Trimestral del BPI, septiembre.
- Juncker, J.-C. (2015): «The Five Presidents' Report: Completing Europe's Economic and Monetary Union», Background documents on economic and monetary union, 22 junio 2015.
- McGuire, P. y von Peter, G. (2012): «The US dollar shortage in global banking and the international policy response», *International Finance*, vol. 15(2).
- Mundell, R. (1961): «A theory of optimum currency areas», *American Economic Review* 51.
- Shin, H. S. (2012): «Global banking glut and loan risk premium», *IMF Economic Review* 60.
- Wyplosz, C. (2016): «The six flaws of the Eurozone», *Economic Policy* 31.



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

BLANCA NAVARRO¹

ALMUDENA GALLEGO Y MIGUEL FERNÁNDEZ²

EXECUTIVE SUMMARY

The euro has remained the second most important international currency over the past year, although there is still a large gap with the dollar. The euro's performance during this latest period has been influenced by the slowdown in the global recovery, the divergent monetary policies of the world's leading countries and the turbulences in global financial markets. Furthermore, the currencies of emerging countries, especially the Chinese renminbi, are playing a more important role, affecting the share of traditional currencies in the international market. Overall, the global influence of the euro weakened to some extent between 2015 and 2016, although the EU's currency has maintained its strong international presence and still remains in a solid second position.

The depreciation of the euro against the dollar in 2015 has slowed in 2016, although the continuation of divergent monetary policies between the European Central Bank (ECB) and the US Federal Reserve (Fed) seems to suggest that the weakness of the common currency will persist into the next period. Against the Japanese yen, the euro has continued to depreciate since 2015, with Japan's currency acting as a safe-haven against a backdrop of some market volatility. On the other hand, the appreciation of the euro against the pound has intensified, after the result of the Brexit referendum, and the euro has also gained some weight against the renminbi as a result of continued uncertainty concerning the slowdown of the Chinese economy.

These currency movements have impacted on international trade. The intense depreciation of the euro against the dollar in 2015 contributed to an increase in Eurozone exports in 2015 bigger than in previous years. However, in relative terms, the use of the euro as the payment currency by Eurozone member countries decreased in 2015 for imports of goods and services and, to a larger extent, for exports, compared with other currencies. Furthermore, it remains at levels beneath those witnessed before the financial crisis. Therefore, some measures are required to strengthen the euro in world trade and to reduce some accounting, regulatory or financial constraints, that,

¹ Blanca Navarro. Jefe del Área de Estudios y Evaluación del ICO.

² Almudena Gallego y Miguel Fernández son economistas del Área de Estudios y Evaluación del ICO.



according to the empirical evidence, may have an influence on the choice of a foreign currency as an invoicing currency.

As a reserve currency, the use of the euro in total reserves has fallen for the sixth consecutive year, although its use among the advanced economies has improved slightly. However, the proportion of euro deposits to total deposits increased in 2015, like in the proportion of euro loans to total loans, although these are still below pre-financial crisis levels.

In relation to the position of the single currency in the main financial markets (equities, fixed income, money market, FX markets and the derivatives market), the euro has consolidated itself as the second most important currency behind the dollar, with the exception of the interest-rate derivatives market, in which euro contracts represent the largest portion of this market, twice the volume of dollar contracts. However, the euro remains far behind the dollar's leading role in the finance world and the Eurozone crisis has deteriorated expectations of a possible approach to the dollar.

Looking ahead, one of the most significant challenges faced by the single currency is the ongoing exit process of the United Kingdom from the European Union. This may lead to greater uncertainty and lower confidence in the common European project, especially in the Economic and Monetary Union (EMU). Further developments in the banking union and the capital markets union in Europe are important steps in consolidating the euro in a global environment and may help to strengthen confidence in our currency.

This chapter analyses the use of the euro in 2015 and 2016 taking into consideration the different roles assumed by a currency in the economy. In other words, firstly, as a form of payment in international trade and its relationship with other currencies; secondly, as a way of international reserves and investment, with particular reference to countries whose currency is pegged to the euro; thirdly, its use in deposits and loans; and, finally, its role in financial markets (equities, fixed income, money market, FX markets and derivatives market).

2.1. INTRODUCCIÓN

El euro ha permanecido como la segunda divisa internacional más importante en el último año aunque mantiene una gran diferencia con respecto al dólar. La evolución del euro en este último período ha estado condicionada por el entorno de ralentización de la recuperación global, la divergencia entre las políticas monetarias de las principales potencias y las turbulencias de los mercados financieros globales. Asimismo, las monedas de países emergentes, en especial, el renminbi chino, han continuado ganando importancia e influyendo en el peso relativo de las divisas tradicionales en el mercado internacional. Con todo, se puede apreciar que la participación global del euro se ha debilitado en cierta medida entre 2015 y 2016, aunque la divisa comunitaria ha mantenido su fuerte presencia internacional y todavía ocupa un sólido e indiscutible segundo puesto.

La tendencia de depreciación del euro frente al dólar observada en 2015 se ha frenado en 2016, aunque la prolongación de políticas monetarias divergentes entre el Banco Central Europeo (BCE) y la Reserva Federal (Fed) estadounidense apuntan a que



la debilidad de la moneda común continuará en el próximo período. En relación al yen japonés, el euro ha continuado depreciándose de forma continuada desde 2015, pues la divisa japonesa ha ejercido de activo refugio en un contexto de cierta volatilidad en los mercados. Por el contrario, el euro ha intensificado su apreciación con respecto a la libra después del resultado del referéndum a favor del Brexit, y también ha ganado valor frente al renminbi chino mientras ha continuado la incertidumbre por la ralentización de su economía.

Estos movimientos de divisas han tenido repercusiones en el comercio internacional. La intensa depreciación del euro frente al dólar en 2015 ha propiciado un incremento de las exportaciones de la zona euro en 2015 mayor que en años previos. No obstante, en proporción a otras divisas, el uso del euro por parte de los países miembros de la eurozona como moneda de pago ha descendido en 2015 en las importaciones de bienes y servicios y, en mayor medida, en las exportaciones y se sigue encontrado en niveles inferiores a los que se situaba antes de la crisis. Son necesarias, por tanto, medidas encaminadas a fortalecer el euro en el comercio global y limitar los condicionantes contables, regulatorios o financieros que, según la evidencia empírica, podrían estar influyendo en la elección de otra moneda extranjera, especialmente el dólar, para la facturación de las transacciones de comercio internacionales.

Como moneda de reserva, el euro ha vuelto a disminuir su participación en el total de reservas por sexto año consecutivo, aunque ha mejorado ligeramente su uso entre las economías avanzadas. No obstante, el peso de los depósitos en euros sobre el total de depósitos ha aumentado en 2015 y también lo ha hecho la proporción de préstamos en euros sobre el total, aunque, en este caso, todavía no se han recuperado los niveles de antes de la crisis.

Con respecto a la posición de la divisa comunitaria en los principales mercados financieros: renta variable, renta fija, mercado monetario, mercado de divisas y mercado de derivados, el euro ha consolidado su segunda posición tras el dólar, salvo en el mercado de derivados de tipos de interés, donde los contratos en euros suponen la mayor parte de este mercado y duplican el volumen de contratos en dólares. No obstante, el euro continúa lejos del papel predominante del dólar en el ámbito financiero y la crisis de la ZE ha afectado a las expectativas de aproximación del euro al dólar de una manera generalizada.

A futuro, uno de los retos más importantes a los que se enfrenta la moneda común es el del actual proceso de salida del Reino Unido de la Unión Europea (UE). Este proceso puede acarrear un aumento de la incertidumbre y una menor confianza en el proyecto común europeo, en particular, en la Unión Económica y Monetaria (UEM). El seguir avanzando hacia la unión bancaria y de mercado de capitales en Europa es un paso importante para la consolidación del euro en el entorno global, y para el fortalecimiento de la confianza en nuestra moneda.

En el presente capítulo se analiza el uso del euro entre 2015 y 2016 teniendo en cuenta los diferentes papeles que ejerce una moneda en la economía. Esto es: como medio de pago en el comercio internacional y su relación con otras divisas; como un medio de inversión y de reserva internacional, con una especial alusión a los países que vinculan su moneda al euro; en tercer lugar, se estudia su participación en los depósitos

y préstamos; y por último, su papel en los mercados financieros (renta variable, renta fija, mercado monetario, mercado de divisas y mercado de derivados).

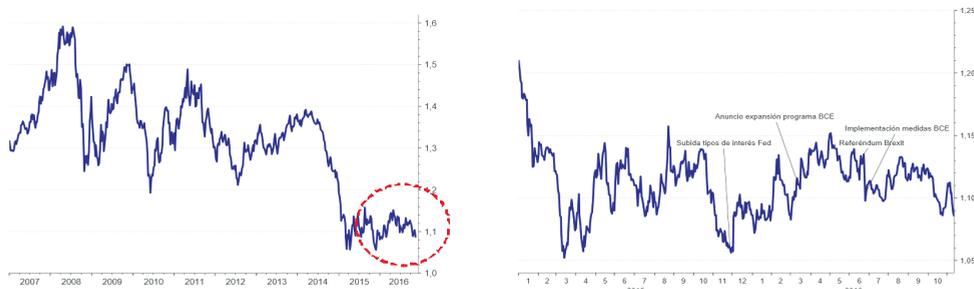
2.2. EL EURO COMO MEDIO DE PAGO

Evolución del tipo de cambio nominal de la moneda única en 2016:

La debilidad del euro con respecto al dólar estadounidense y el yen japonés ha continuado en el último período, aunque la tendencia de depreciación se ha frenado en cierto modo en 2016. Sin embargo, en relación a la libra esterlina y el renminbi chino, el euro ha continuado ganando valor en el 2016.

Tras una cierta estabilización del tipo de cambio nominal del euro frente al dólar desde la mitad de 2015 en niveles de 1,10 dólares por euro, el euro volvió a depreciarse al final del 2015, acumulando en el conjunto del año una depreciación nominal del 16,5% con respecto a 2014. En 2016, sin embargo, se ha observado una ligera tendencia de apreciación del tipo de cambio $\$/\text{€}$ en los primeros meses del año al pasar de un nivel en torno al 1,09 $\$/\text{€}$ en enero a situarse cerca del 1,14 en junio. Tras conocer los resultados del referéndum sobre la salida del Reino Unido de la UE en junio, se produjo un retroceso del euro frente al dólar hasta el entorno de 1,10 $\$/\text{€}$. En noviembre continuó su senda a la baja en un mes marcado por las elecciones presidenciales en EE.UU.

GRÁFICO 1. TIPO DE CAMBIO NOMINAL DEL EURO FRENTE AL DÓLAR

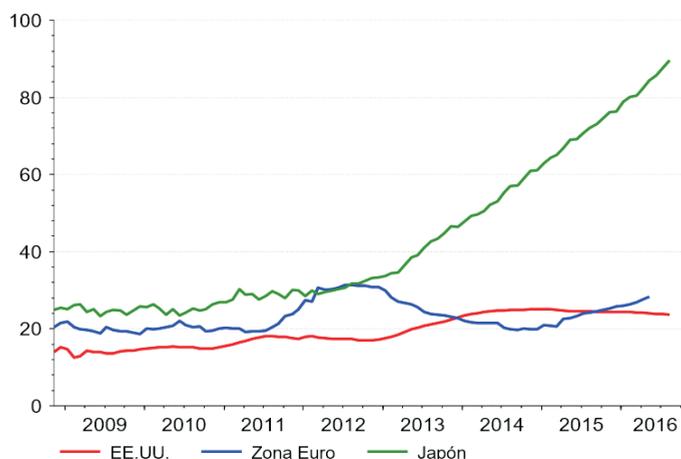


Fuente: Thomson Reuters Datastream

Thomson Reuters Datastream y elaboración propia

Esta evolución ha venido directamente influenciada por las políticas monetarias divergentes que se han llevado a cabo en este período, y que son consecuencia de las distintas fases de recuperación por las que atraviesa cada economía. Ello se refleja en las diferencias en la evolución del balance de los diferentes Bancos Centrales como muestra el siguiente gráfico, con un tono acomodaticio en el caso de la Zona Euro (ZE) y Japón y de normalización en Reino Unido y EE.UU.

GRÁFICO 2. BALANCE DE LOS BANCOS CENTRALES (en % del PIB)



Fuente: Thomson Reuters Datastream

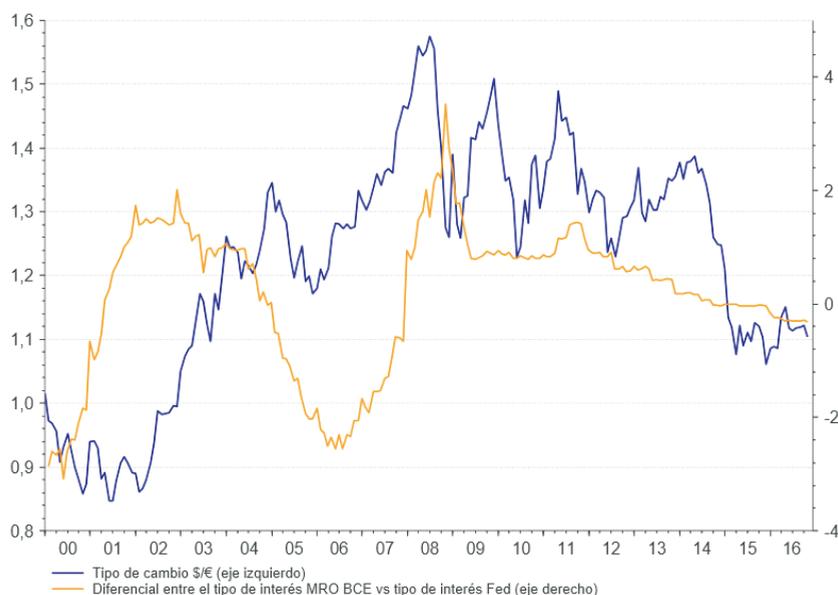
Por tanto, las decisiones de los Bancos Centrales cobran una especial importancia a la hora de explicar los movimientos en los tipos de cambio (ver gráfico 1). Efectivamente, la depreciación del final de 2015 del euro frente al dólar estuvo influenciada por el inicio del proceso de normalización de la política monetaria de la Fed en diciembre de 2015. En esta fecha la Reserva Federal subió los tipos en un cuarto de punto hasta fijarlos en la horquilla de entre 0,25% - 0,50%. Este hecho marcó el final de un periodo extraordinario en la historia de Estados Unidos (EE.UU.) de siete años de tipos de interés en mínimos históricos para apoyar la recuperación de la economía después de la crisis financiera. A lo largo del 2016, las persistentes incertidumbres globales junto con una moderación del ritmo de crecimiento de la economía estadounidense en comparación con 2015 han llevado a retrasar el ritmo de subidas de tipos en EE.UU. lo que ha propiciado una cierta apreciación de la moneda europea frente a la americana.

El Consejo de Gobierno del BCE, en contraposición, aprobó medidas adicionales de expansión monetaria en diciembre de 2015 y en marzo de 2016, en respuesta al deterioro de las perspectivas globales de crecimiento y al incremento de la volatilidad en los mercados financieros que habían impactado en las condiciones financieras del área. Así, la autoridad monetaria redujo el tipo de la facilidad de depósito en dos ocasiones, hasta situarlo en el -0,40%, y los tipos de las operaciones principales de financiación y el de la facilidad marginal de crédito se situaron en el 0% y el 0,25%, respectivamente. Además, el Consejo decidió ampliar el programa de compra de activos e introducir una nueva serie de TLTRO para reforzar la transmisión de la política monetaria a través del canal crediticio. Estas medidas adicionales también han afectado, como es de esperar, a la cotización del euro a lo largo del último año. No obstante, en esta ocasión, la depreciación inicial consecuencia del anuncio y la implementación de nuevas medidas del BCE ha sido limitada y no se ha prolongado en el tiempo. Evolución muy distinta a la que se dio tras el anuncio por parte de Mario Draghi a principios de 2015 de poner en

marcha un importante programa de compra de activos que provocó una depreciación del euro contra el dólar de forma inmediata y que se extendió durante todo ese año.

En este contexto de comportamientos divergentes de los Bancos Centrales a ambos lados del Atlántico, las variaciones en las expectativas del mercado en las políticas monetarias han sido un importante determinante de las fluctuaciones de los diferenciales de los tipos de interés reales a largo plazo entre la ZE y EE.UU. y, con ello, de los movimientos del tipo de cambio $\$/\text{€}$. Así, se señala en la publicación del BCE de junio de 2016: *The international Role of the Euro*. En el gráfico siguiente se observa como el descenso continuado de los diferenciales de tipos de interés entre la ZE y EE.UU. respalda la tendencia de depreciación del euro frente al dólar. En 2016, sin embargo, estos diferenciales han permanecido bastante estables lo que justifica el freno del deterioro del euro con respecto al dólar.

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



Fuente: Thomson Reuters Datastream

En cuanto a la cotización del euro frente a la libra esterlina, se venía observando una clara tendencia a la apreciación desde finales del 2015 (gráfico 4) que se ha visto intensificada por el resultado del referéndum a favor del Brexit en junio de 2016, manteniéndose en un nivel alto en los siguientes meses hasta llegar a 0,9 libra/ € en octubre de 2016, cota que no se veía desde 2011. Tanto es así, que el debate sobre una posible paridad libra/euro se ha avivado en el último período. En un contexto de incertidumbre después del referéndum sobre el Brexit, el Banco de Inglaterra está lejos de endurecer su



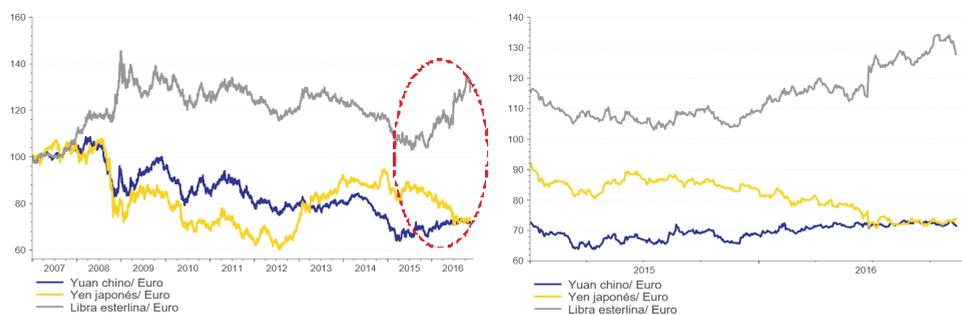
política monetaria y los analistas esperan una nueva rebaja de los tipos de interés, después de que ya lo hiciera en agosto de 2016. Tampoco se descarta un posible refuerzo en su programa de compra de deuda, lo que seguiría manteniendo la debilidad en su divisa. No obstante, los estímulos del Banco de Inglaterra dependerán de la evolución de las negociaciones para concretar la salida de Reino Unido de la UE, una vez que el Gobierno británico ya ha fijado en marzo de 2017 la fecha de inicio de este proceso, contando en principio con un plazo de dos años a partir de entonces para completar la salida³.

Respecto al yuan, el euro también se ha apreciado desde finales de 2015, lo que está relacionado con la desaceleración de la economía china y las salidas de capital inéditas que ha sufrido el país desde 2015. Dichas salidas de capital se han moderado en los últimos meses y son consecuencia de las propias expectativas de una depreciación del renminbi y de una mayor apertura de la cuenta de capital introducida por el Gobierno chino y acompañada de una mayor flexibilización del tipo de cambio. Así, en agosto de 2015, las autoridades modificaron los criterios por los que se fija la paridad central, aproximándola a su valor de mercado. En diciembre de 2015, avanzaron un paso más, al relajar la vinculación del renminbi con el dólar estadounidense y al tomar como referencia una cesta más amplia de divisas, más representativa de los flujos comerciales y de inversión. Para ello, crearon una nueva cesta de referencia con trece monedas en la que el mayor peso corresponde aún al dólar estadounidense (26,4%), seguido por el euro (21,4%). Como resultado de estos cambios, entre agosto de 2015 y enero de 2016 el renminbi se depreció frente al dólar, depreciación que también se ha observado en relación al euro en el último período. Todo ello dio lugar a turbulencias en los mercados financieros globales y a fuertes presiones hacia la devaluación del tipo de cambio del yuan. Esto llevó a las autoridades a intervenir reiteradamente desde el verano de 2015 con el objetivo de moderar la volatilidad del tipo de cambio. Este proceso de apertura externa ha recibido un fuerte impulso por parte de las autoridades chinas en el último período con el objetivo concreto de que el renminbi entrara a formar parte de la cesta de los Derechos Especiales de Giro (DEG) del FMI, lo que finalmente se hizo efectivo en el mes de octubre de 2016.

Por el contrario, el euro ha continuado depreciándose de forma continuada con respecto al yen desde 2015. La moneda japonesa también es considerada un activo refugio en tiempos de volatilidad y aversión al riesgo y su apreciación ha incrementado la presión sobre el Banco Central japonés para que extendiera sus medidas de alivio cuantitativo. El alza del yen genera nuevas presiones deflacionistas en la economía japonesa que profundizan las ya existentes, y es una nueva amenaza para las exportaciones niponas.

³ Los tratados europeos prevén una duración de 2 años para completar las negociaciones de salida, si bien es posible prorrogar tal plazo si todas las partes están de acuerdo.

GRÁFICO 4. TIPO DE CAMBIO NOMINAL DEL EURO FRENTE AL YEN, YUAN Y LIBRA. (Expresados en número índice, 2007 = 100)



Fuente: Thomson Reuters Datastream

Thomson Reuters Datastream

2.2.1. EL EURO COMO MONEDA DE PAGO EN EL COMERCIO INTERNACIONAL⁴

Aunque la buena evolución de las exportaciones e importaciones de la ZE en 2015 ha llevado a un aumento, en términos absolutos, de la utilización de la moneda comunitaria, en términos relativos, el uso del euro por parte de los países miembros de la ZE como moneda de pago ha descendido en 2015 en las importaciones de bienes y servicios y, en mayor medida, en las exportaciones, en proporción a otras divisas y se sigue encontrando en niveles inferiores a los que se situaba antes de la crisis. No obstante, en 2015 continuó la elevada utilización del euro por parte de los países del este de Europa, por encima de la media de la ZE, en sus intercambios extracomunitarios de bienes y servicios como consecuencia de las estrechas relaciones comerciales de estos países con la ZE.

Las exportaciones de la ZE hacia destinos fuera de la ZE tuvieron un comportamiento favorable en 2015 con un aumento del 5,3% respecto a 2014, por encima del aumento de 2013 y 2014 (1% y 2,2%, respectivamente), lo que implica una mayor utilización del euro en las exportaciones mundiales en términos absolutos y que podría explicarse por la intensa depreciación de la moneda común en 2015, que hizo más atractivos los productos europeos en términos de precio. Con respecto a las importaciones de la ZE, estas también aumentaron en 2015, un 2,2%, mientras que en 2013 habían descendido, un 2,8%, y en 2014 se habían incrementado un ligero 0,7%.

⁴ Las últimas cifras publicadas por el BCE son de 2015.



CUADRO 1. La relación entre los tipos de cambio y el comercio

Los movimientos de divisas, analizados en el punto anterior, han sido inusualmente grandes en los últimos años. Debido a ello, existe en la actualidad un debate sobre los posibles efectos en el comercio de estos cambios significativos en el valor de las monedas. Según los modelos económicos convencionales, estos cambios tendrían fuertes efectos sobre las exportaciones e importaciones. Sin embargo, la creciente fragmentación de la producción a través de diferentes países, el llamado auge de las cadenas globales de valor, podría hacer pensar que los tipos de cambio pudieran tener una menor influencia en el comercio internacional.

Se trata, verdaderamente, de un debate importante pues la desvinculación entre los tipos de cambio y el comercio podría debilitar un canal clave para la transmisión de la política monetaria, y complicar la reducción de los desequilibrios comerciales a través del ajuste de los precios relativos del comercio, según advierte el Fondo Monetario Internacional (FMI, 2015).

De hecho, el FMI llevó a cabo un estudio dentro del *World Economic Outlook* de octubre de 2015 sobre esta posible desvinculación entre las divisas y el comercio, aunque no fue la primera vez que se cuestionaba esta conexión. Los datos históricos indican que las variaciones del tipo de cambio suelen tener repercusiones sustanciales sobre los volúmenes de exportaciones e importaciones, tanto en las economías avanzadas como en las de mercados emergentes y en desarrollo. No obstante, en períodos anteriores ya ha habido ciertos retrasos en el ajuste entre los saldos comerciales y los tipos de cambios que al final se han acabado disipando, como a finales de los 80 en EE.UU. y Japón (Cohen-Setton, 2015). En este informe del FMI se afirma que es probable que el incremento de las exportaciones asociado a fuertes depreciaciones del tipo de cambio sea mayor cuando existe capacidad económica ociosa en el país y el sistema financiero opera con normalidad, es decir, que no se encuentre en un contexto de crisis bancaria. Además, como se analizaba en el informe WEO de abril de 2015, las magnitudes del impacto dependen del grado de desplazamiento del tipo de cambio, el grado de apertura de la economía del país y la sensibilidad de los volúmenes del comercio internacional a las variaciones de los precios relativos internacionales.

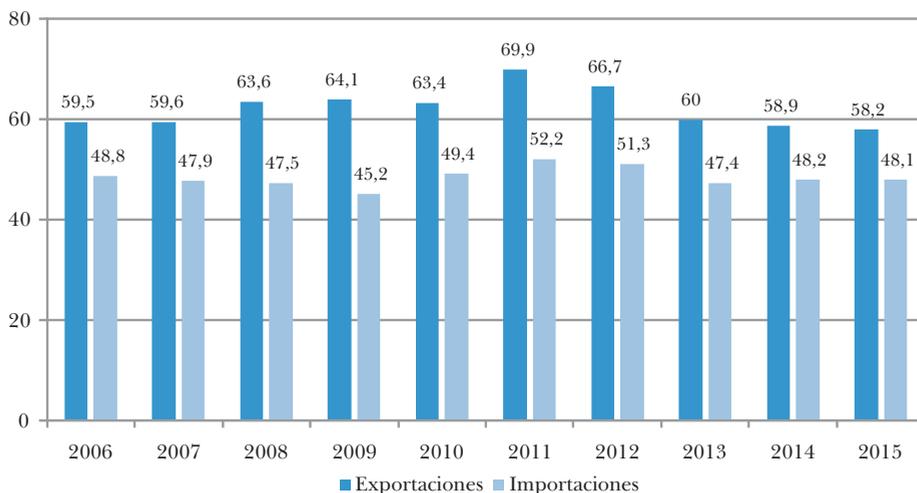
El estudio del FMI concluye que, en términos generales, los vínculos estimados entre los tipos de cambio, los precios comerciales y los volúmenes brutos de exportación e importación no se han debilitado con el paso del tiempo, es decir, no hay señales evidentes de una disminución de la sensibilidad de las exportaciones a los precios relativos. No obstante, Japón es la excepción, pues, a pesar de la considerable depreciación en el medio plazo (aunque como se ha comentado anteriormente a corto plazo se ha apreciado frente al euro al ejercer de activo refugio), presenta un crecimiento de las exportaciones más débil de lo esperado, lo que es consecuencia, por tanto, de factores específicos del país. Con todo, el comercio relacionado con las cadenas mundiales de valor no parece haber afectado a la relación entre las divisas y los flujos comerciales, teniendo en cuenta que todavía el grueso del comercio internacional sigue siendo convencional.

Por tanto, los análisis confirman que los movimientos del tipo de cambio tienen repercusiones significativas sobre los precios de las exportaciones y de las importaciones, sobre la dinámica de la inflación y siguen siendo relevantes en la transmisión de los cambios de política monetaria.

Sin embargo, en términos relativos con respecto a otras monedas la situación que se observa es diferente. El uso del euro por parte de los países miembros de la ZE como moneda de pago en el comercio internacional fuera del área euro, tanto en las exportaciones de mercancías como en las de servicios, se redujo en 2015 en proporción a otras divisas. En las ventas de bienes disminuyó 0,7 puntos porcentuales con respecto al año anterior, hasta una participación del 58,2%, prolongando así la tendencia de descenso que ha registrado el peso del euro en las exportaciones de mercancías desde 2012. En el caso de los servicios el descenso fue algo mayor (1,2 puntos porcentuales), pero el uso del euro en estas transacciones (62,2%) sigue siendo mayor que en las ventas de bienes.

La participación del euro en las importaciones de bienes y de servicios de los miembros de la ZE con terceros países también descendió en 2015 en relación a 2014 aunque muy ligeramente y en menor medida que en las exportaciones como se aprecia en los gráficos 5 y 6.

GRÁFICO 5. PARTICIPACIÓN DEL EURO EN LAS TRANSACCIONES DE MERCANCÍAS EXTRA-EURO ÁREA DE PAÍSES MIEMBROS (% sobre el total)

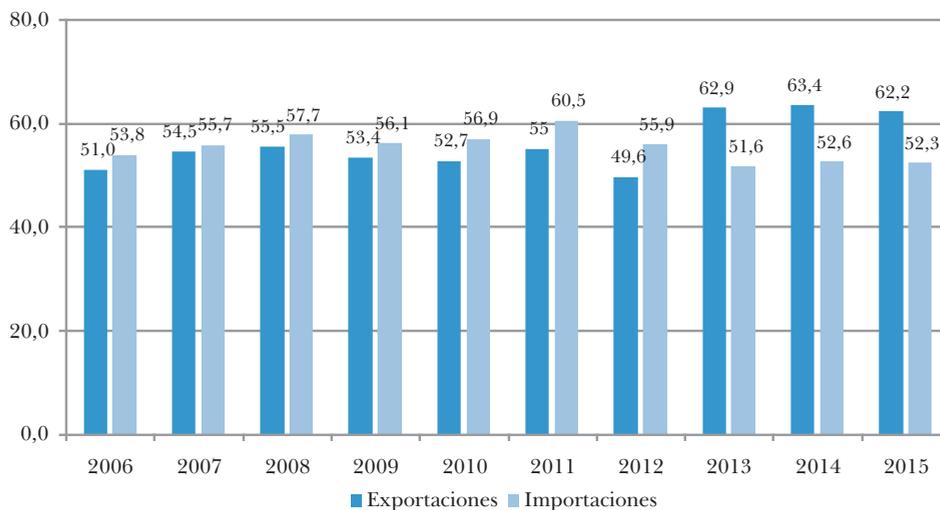


Fuente: BCE (2016)

Considerando una perspectiva a medio plazo, el peso del euro en el comercio de los países miembros de la ZE se encuentra en 2015 en niveles inferiores a los que se situaba antes de la crisis en todas las transacciones excepto en exportaciones de servicios, donde el uso de la moneda común ha aumentado del 51% en 2006 al 62,2% en 2015.

Un estudio de la Comisión Europea (EC, enero 2016) sobre las divisas empleadas en la facturación en el comercio internacional sostiene que el uso de monedas diferentes al euro en el comercio no se debe a obstáculos que desincentiven la utilización del euro sino a otros condicionantes que hacen elegir, en su lugar, otras divisas, especialmente el dólar.

GRÁFICO 6. PARTICIPACIÓN DEL EURO EN LAS TRANSACCIONES DE SERVICIOS EXTRA-EURO ÁREA DE PAÍSES MIEMBROS (% sobre el total)



Fuente: BCE (2016)

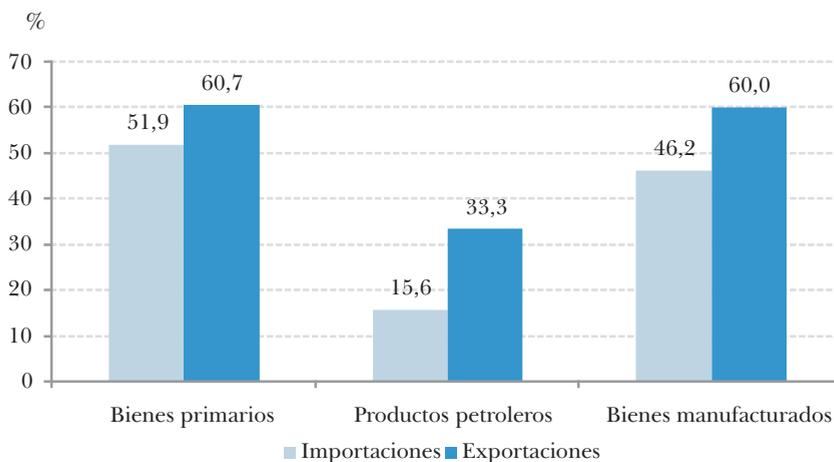
En algunos casos se escoge otra moneda por preferencia del país receptor de las exportaciones de la ZE, fundamentalmente cuando se trata de un país grande. Asimismo, las grandes empresas, en términos de beneficios y exportaciones totales, facturan menos en euros según los análisis empíricos recogidos en este estudio y tienden a adoptar la moneda de facturación de sus competidores. Otro determinante a tener en cuenta es el sector al que pertenezca la empresa. Así, en la industria energética y aeronáutica el empleo del dólar es mayor según la evidencia empírica. Además, cuanto más homogéneos sean los bienes que se comercien hay una tendencia a usar más el dólar en detrimento del euro, mientras que los exportadores de bienes diferenciados tienen más poder de establecer precios en su propia moneda. La infraestructura del mercado financiero (costes de transacción de los mercados de tipos de cambio, disponibilidad de crédito comercial e instrumentos de cobertura) también condiciona el uso de una divisa u otra en el comercio, siendo el dólar estadounidense, de nuevo, el que ejerce un papel dominante en este ámbito. Motivos contables, regulatorios o legales son otras explicaciones para facturar en moneda extranjera y aunque la participación del euro en las transacciones comerciales ha disminuido ligeramente en general en los últimos años, su peso es todavía muy importante en los intercambios de países de la UE y de los territorios más vinculados a ella. Gracias a la actualmente en curso Unión del Mercado de Capitales, se logrará una mayor estabilidad del mercado bancario, una expansión de los productos financieros de comercio exterior denominados en euros, y con ello, un mayor fortalecimiento del euro en el comercio global.

A continuación, es conveniente detenerse en un análisis desglosado por países, comenzando por los datos de participación del euro en las transacciones comerciales

correspondientes a los miembros de la ZE⁵. En 2015 continuó la alta utilización del euro por parte de los países del este de Europa en sus intercambios extracomunitarios de bienes y servicios, con porcentajes de uso del euro en el entorno del 60-90%, lo que significa por encima de la media de la ZE y manteniendo, en general, los de 2014 en el caso de servicios y superándolos en exportaciones e importaciones de bienes. Entre estos países se encuentran Letonia, Lituania, Eslovaquia, Estonia y tras ellos, Bélgica, Italia y Portugal que también presentaron elevados porcentajes de exportaciones e importaciones en euros sobre el total, especialmente de servicios. Por el contrario, las economías que menos utilizaron el euro en sus intercambios en 2015 sobre el total de sus transacciones fueron Francia y Grecia⁶, con tasas de uso de la divisa comunitaria entre el 35 y el 50% generalmente, inferiores al promedio del área euro.

Si se analizan ahora estos datos para los países no miembros de la ZE, se aprecia como el uso del euro en sus intercambios comerciales se encuentra generalmente entre el 60 y el 80% en Bulgaria, República Checa y Rumanía, mientras que en Suecia el porcentaje es próximo al 20% en las exportaciones e importaciones de bienes. En la mayoría de los casos, se ha mantenido o aumentado en 2015 la participación del euro en las transacciones comerciales con respecto a 2014 y a los años antes de la crisis, pues se trata de países muy vinculados comercialmente a la ZE y en algunos casos con regímenes cambiarios vinculados al euro y que podrían adherirse a la ZE en un futuro.

GRÁFICO 7. PARTICIPACIONES DEL EURO EN EL COMERCIO EXTRA-EURO ÁREA POR SECTORES DE PAÍSES MIEMBROS (2014)



Fuente: Eurostat

Nota: Productos petroleros se refiere a petróleo, productos y materiales relacionados

⁵ Los datos al respecto proporcionados por el BCE (2016) son sólo de 13 miembros de la ZE: Bélgica, Francia, Italia, Grecia, España, Chipre, Letonia, Lituania, Luxemburgo, Portugal, Eslovenia, Eslovaquia, Estonia.

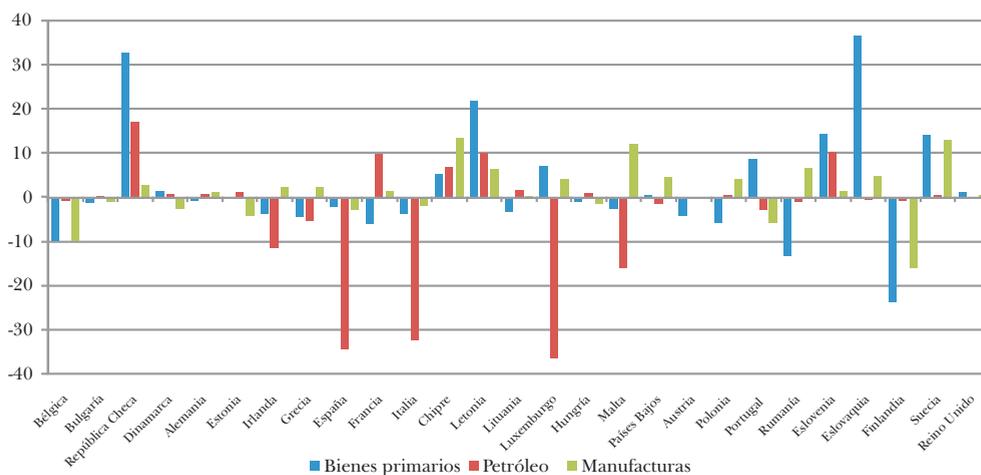
⁶ Los últimos datos disponibles de España son de 2013.



Por otra parte, atendiendo a los datos desglosados según el tipo de producto comercializado (gráfico⁷ 7), se observa que el euro tiene un peso importante, del 60%, en las exportaciones extra-euro área por parte de los países miembros de la ZE cuando se trata de bienes primarios y productos manufacturados y algo menor en el caso de las importaciones (52% en importaciones de bienes primarios y 46%, en las de manufacturas). Sin embargo, la participación del euro en el comercio de productos relacionados con el petróleo es notablemente menor, 33% en exportaciones y sólo 16% en importaciones, lo que demuestra que el dólar juega un papel predominante en las transacciones del mercado energético global.

Así, si se analiza la evolución en el uso del euro por países miembros de la UE y por producto comercializado en el período 2010 y 2014⁸, se observa que los mayores descensos en el empleo del euro en este período se produjeron en las transacciones relacionadas con el petróleo, tanto en importaciones como en exportaciones, lo que indica que en los últimos años la tendencia ha sido de un menor uso de la divisa común en este mercado, a favor de una mayor utilización del dólar.

GRÁFICO 7a. VARIACIÓN DEL USO DEL EURO EN LAS IMPORTACIONES EXTRA-EURO ÁREA POR SECTORES Y POR PAÍSES MIEMBROS DE LA UE (puntos porcentuales), 2010-2014

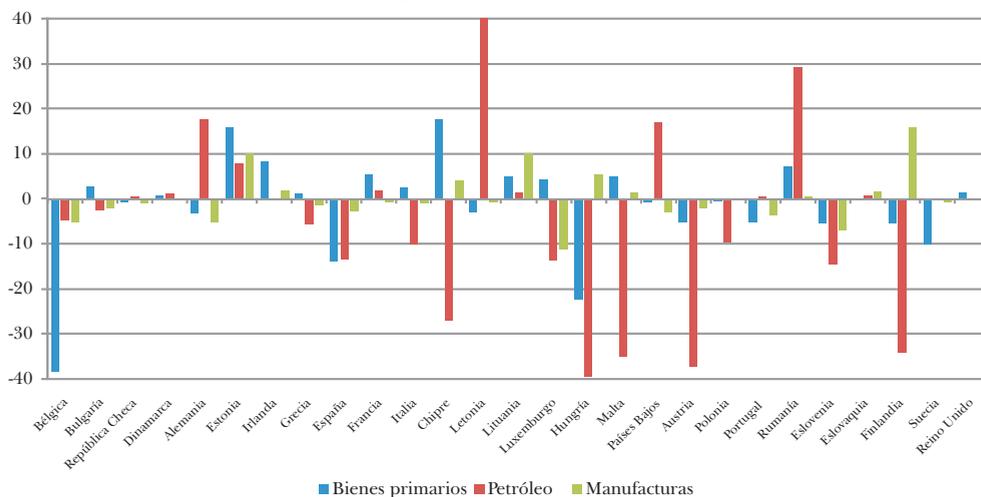


Fuente: Eurostat

⁷ Los últimos datos disponibles son de 2014, ya que las estadísticas de comercio de la UE por divisas empezaron en 2011 y se elaboran cada dos años, luego los años disponibles son: 2010, 2012 y 2014.

⁸ Último dato disponible.

GRÁFICO 7b. VARIACIÓN DEL USO DEL EURO EN LAS EXPORTACIONES EXTRA-EURO ÁREA POR SECTORES Y POR PAÍSES MIEMBROS DE LA UE (puntos porcentuales), 2010-2014

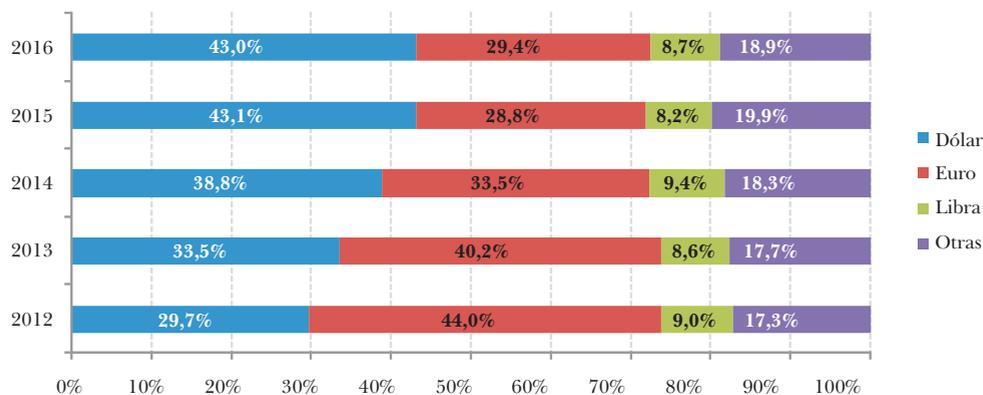


Fuente: Eurostat

2.2.2. PAGOS INTERNACIONALES EN EUROS

Para terminar con el apartado de análisis del euro como medio de pago, se examinan los datos sobre pagos internacionales por divisas procedentes de SWIFT, que es el proveedor global de servicios de mensajería financiera. Esta información muestra que el dólar continuó siendo la moneda más frecuentemente utilizada en los pagos globales en 2015 (véase gráfico 8 en el que los valores de cada año se refieren al final de enero del año correspondiente). Así, el dólar tuvo una participación del 43% en 2015 en el total de pagos internacionales mientras que el euro no llegó al 30%, aunque frenó el descenso de los años previos. Destaca el hecho de que en 2012 el euro era la moneda predominante en los pagos financieros, si bien a partir de 2014 perdió esa posición, cobrando un mayor protagonismo el dólar y paulatinamente el grupo de otras divisas, entre las que destaca el auge de la moneda china. Esto es reflejo de la creciente tendencia hacia un sistema monetario internacional multipolar, en contraposición con el sistema bipolar anterior a la crisis en el que predominaban principalmente el dólar y el euro.

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



Fuente: ESWIFT

Nota: Pago entrante y pago saliente. Basado en valores. Los datos de cada año se refieren al final de enero.

2.3. EL EURO COMO MONEDA DE INVERSIÓN Y DE RESERVA

2.3.1. INVERSIÓN EN EUROS

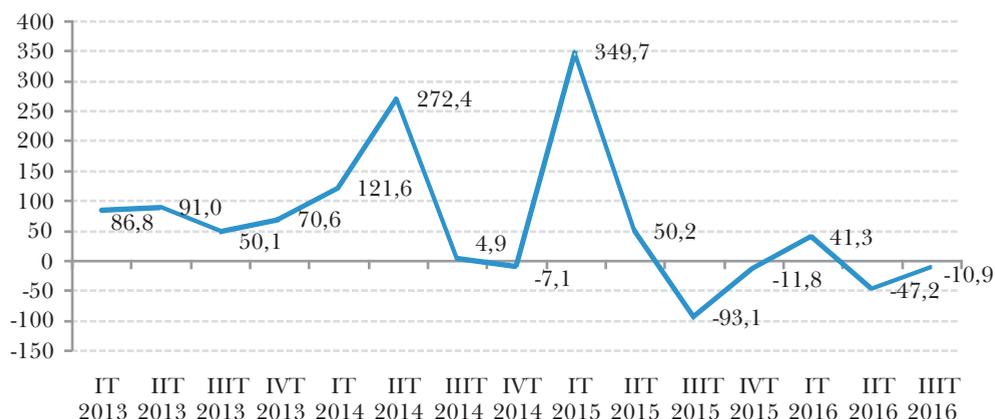
El euro, además de ser un medio de pago, participa, como sabemos, en las carteras privadas de inversión internacionales, aunque en el actual escenario de bajas rentabilidades (en algunos casos incluso negativas), de la ZE como consecuencia del programa de compra de activos del BCE, se ha producido una disminución del interés de los inversores por la moneda común. La puesta en marcha de la ampliación del programa de compra del BCE en el primer trimestre de 2015 dio lugar a un notable aumento de la demanda de activos de la ZE, como se observa en el gráfico 9. Este incremento se fue disipando en los siguientes trimestres hasta llegar a caídas de la demanda de deuda emitida en la ZE, reflejando la recolocación de las carteras de inversión. Efectivamente, la búsqueda de rentabilidad, en un contexto de tipos de interés muy reducidos, y el alivio generado en las condiciones de financiación por el retraso de la Fed en la subida de tipos de interés, han fomentado la reorientación de flujos de capital hacia otros activos con un rendimiento mayor.

2.3.2. LA EVOLUCIÓN DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES EN EUROS

El cierto debilitamiento que ha experimentado la moneda comunitaria en 2015 es también evidente al analizar las tenencias oficiales de reservas mundiales de divisas. Este hecho se aprecia tanto en la caída del volumen de reservas en euros como en una menor proporción del euro en las reservas mundiales de divisas, si bien en este último caso el descenso es comparable al del dólar pues ambas monedas han cedido terreno a otras

divisas de países emergentes. No obstante, el dólar ha seguido en primera posición como moneda de reserva internacional seguida del euro, que aunque disminuyó su participación en el total de reservas, mejoró su uso entre las economías avanzadas.

GRÁFICO 9. DEMANDA EXTRANJERA DE DEUDA DE LA ZONA EURO
(mm de €, flujos trimestrales)



Fuente: BCE

Nota: Cartera de pasivos de la ZE. Balanza de pagos de la ZE. Los últimos datos disponibles son de julio de 2016.

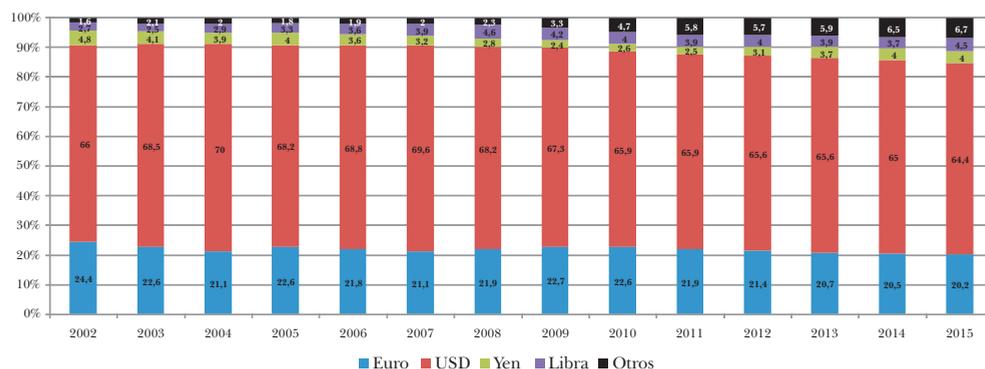
El volumen de reservas mundiales en euros en 2015, a tipo de cambio corriente, se situó en 1.325 miles de millones (mm) de dólares al descender desde 1.347 mm de dólares en 2014. Se trata de la segunda caída anual consecutiva del volumen de reservas en euros después de haber registrado una senda ascendente previamente. En porcentaje sobre el PIB mundial, sin embargo, las reservas en euros aumentaron ligeramente del 1,7% al 1,8%. Las de dólares continuaron aumentando, de 3.839 mm de dólares en 2014 a 4.186 mm en 2015 y también lo hicieron en porcentaje sobre el PIB mundial, del 4,9% al 5,7%. El resto de divisas aumentaron su volumen en reservas mundiales en relación a 2014.

No obstante, en términos de la participación de cada divisa sobre el total de reservas, sí se observa un descenso tanto del euro como del dólar en 2015 a favor de la libra esterlina, del dólar canadiense y del australiano. El dólar sigue situándose en su posición dominante como moneda de reserva internacional, con un porcentaje sobre el total de reservas del 64,4% en 2015 a tipo de cambio constante, pero registra un descenso de 0,6 puntos porcentuales con respecto al año anterior. En segunda posición se encuentra el euro con un 20,15% en 2015, 0,4 pp menos que en 2014, seguido de la libra esterlina con un 4,5%, que ha aumentado 0,8 pp en 2015 en relación a 2014, y cuya posición podría verse afectada en 2016 tras las consecuencias del Brexit. A continuación se sitúa el dólar canadiense y el australiano con un 3,6% y por último, otras reservas con un 3,1% entre las que destaca el renminbi chino y del que se espera que aumente su protagonismo en este ranking de reservas mundiales tras ser incluido en la cesta de monedas que

conforman el DEG del FMI en el segundo trimestre de 2015 y de forma efectiva en octubre de 2016.

A pesar de que el euro ha prolongado en 2015 su debilidad como moneda de reserva, ya que es el sexto año consecutivo de caída de la participación del euro en las tenencias mundiales de divisas, sigue en un indiscutido segundo puesto lejos del tercero.

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



Fuente: BCE (2016)

La cesta de las divisas distinguiendo entre economías avanzadas o emergentes con datos disponibles únicamente hasta el primer trimestre de 2015 (ver anexo A.1, «The international role of the euro», ECB (2016)), muestra que la elección de las divisas como medio de reserva en estos subgrupos de países sigue un patrón similar al del conjunto de países y, de nuevo, el euro ocupa el segundo puesto tras el papel dominante del dólar tanto entre economías desarrolladas como en emergentes. No obstante, el euro aumentó suavemente su participación en el primer trimestre de 2015 en la cesta de divisas poseídas por las economías avanzadas, mientras que el dólar y el yuan lo disminuyeron. En las economías en desarrollo, la moneda europea mantuvo su participación anterior, mientras que la del dólar cayó a favor de un aumento de las tenencias de «otras divisas», entre las que se encuentra el yuan. Sin embargo, es en el segundo trimestre cuando el FMI incluyó la divisa china en la cesta de monedas que conforman los derechos especiales de giro y, por tanto, los datos a partir de esta fecha empezarán a mostrar cierto cambio en la composición de las reservas internacionales, como indica el BCE en el informe «The international role of the euro» (2016).

Efectivamente, el descenso mencionado de la participación de las monedas tradicionales en las reservas globales viene explicado por la tendencia existente hacia un sistema monetario internacional más diversificado, que se inició a partir de la crisis financiera mundial con el objetivo de disminuir la dependencia de las divisas habituales y aumentar la tenencia de reservas en divisas no tradicionales como el yen, el dólar aus-



traliano y el canadiense. Asimismo, el proceso de recuperación que ha caracterizado a las economías avanzadas después de la crisis junto con las medidas de política monetaria no convencionales de sus Bancos Centrales ha llevado a un entorno de bajos tipos de interés que ha afectado también en la composición de las reservas.

A continuación se examina el porcentaje de reservas de euros que poseen los países no miembros de la ZE. Entre los 14 países analizados por el BCE (2016), se observa que la mayor parte de ellos han disminuido sus reservas de euros con respecto a sus reservas totales a tipo de cambio corriente y sólo Bulgaria, Rumanía y Suecia las han aumentado en 2015. Los países que han experimentado un descenso de sus tenencias de euros en 2015 en porcentaje sobre el total de reservas son Croacia, República Checa, Dinamarca, Polonia, Reino Unido, Canadá, Noruega, Suiza, EE.UU., Chile y Perú. De ellos, las caídas más pronunciadas han sido en los países latinoamericanos en un ejercicio de diversificación de sus reservas de divisas internacionales. Seguidos de estos países, los mayores descensos con respecto a 2014 han sido en Polonia, Canadá y Reino Unido. En este último caso, la caída viene influenciada por el euroescepticismo, como ya se había reflejado en la senda de disminución de las reservas de euros de este país en los años anteriores.

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

En 2016 no ha habido cambios en el número de países que vinculan su moneda al euro ni apenas modificaciones en los regímenes cambiarios de estos países vinculados a la divisa comunitaria. Actualmente, estos sistemas cambiarios vinculados al euro se pueden clasificar, por una parte, en los vinculados explícitamente al euro que son los regímenes de anclas duras y blandas (*hard pegs* y *soft pegs*) y, por otra, en los regímenes vinculados implícitamente, denominados de flotación sucia o intervenida.

En los sistemas cambiarios vinculados explícitamente al euro y denominados *hard pegs* se encuentra la *euroización*, donde el euro reemplaza la moneda nacional, y el *régimen de convertibilidad*, en el que el país sí mantiene su propia moneda de curso legal pero su banco central fija el valor de la moneda con el de otra considerada más estable (el euro en este caso). De esta manera se consigue un sistema monetario más previsible aunque más rígido y en el que el banco central también pierde su autonomía en su política monetaria. Por el contrario, en los regímenes cambiarios definidos como anclas blandas (*soft pegs*), como son los *tipos de cambio fijo convencionales* y los que incorporan *bandas de fluctuación explícitas*, el sistema da cierta flexibilidad a la política monetaria, lo que permite actuar para tratar de combatir las perturbaciones que se produzcan en la economía, si bien este sistema no está exento de vulnerabilidades como consecuencia de la propia intervención en el mercado de divisas.

A continuación se clasifican los países según los mencionados regímenes cambiarios a los que están adheridos en relación al euro, de acuerdo a la tabla 1. En primer lugar, es conveniente señalar que este año, a diferencia de los dos años anteriores, no ha habido ninguna nueva adhesión a la ZE de los países candidatos a formar parte de ella, después de que en 2014 se ampliara con Letonia y en 2015 con Lituania. Por lo tanto, en 2016 el euro ha seguido siendo la moneda de curso legal de los 19 Estados miembros de



la ZE y además también lo es en otros Estados y territorios fuera de la UE donde el euro había reemplazado su moneda nacional. Estos Estados *euroizados* son: Andorra, Mónaco, la Ciudad del Vaticano y San Marino los cuales utilizan el euro como moneda de curso legal y exclusivo y siguiendo los acuerdos establecidos con la UE, mientras que Kosovo y Montenegro también han adoptado el euro como moneda legal *de facto*, aunque no existe acuerdo formal con la UE, por lo que no pueden emitir monedas ni billetes de euro (*euroización unilateral*). En cuanto a los territorios, las colectividades de ultramar francesas también utilizan el euro como su moneda oficial en virtud de distintos acuerdos con la UE. Por lo tanto, en este sistema cambiario del tipo *hard peg* la política monetaria de estos países queda condicionada a la del BCE.

Una vez mencionadas las economías *euroizadas*, se analizan aquellos países de la UE que no forman parte de la ZE pero que poseen sistemas cambiarios estrechamente ligados a la moneda europea, sin llegar a estar *euroizados*. Así, se encuentra Bulgaria con un *régimen de convertibilidad* con el euro dentro de lo que hemos denominado sistemas de *ancla dura*. Por su parte, Dinamarca, República Checa y Croacia siguen sistemas de *ancla blanda*. Así, Dinamarca está sometida al Mecanismo Europeo de Cambio (ERM II) con bandas de fluctuación convencionales ligadas al euro ($\pm 2,25\%$), la República Checa continúa con un sistema cambiario especial desde noviembre de 2013 que fija un techo de tipo de cambio de 27 coronas checas por euro y Croacia que mantiene de facto un régimen denominado «Crawl-like arrangement» vinculado al euro, en el que el tipo de cambio debe permanecer dentro de una banda estrecha del 2%. Un caso particular dentro de la UE es el de Rumanía con el sistema denominado «managed floating» o flotación sucia o intervenida, con un tipo de cambio vinculado implícitamente al euro y en el que el banco central puede intervenir ante fluctuaciones excesivas del tipo de cambio. Por su parte, también dentro del grupo de la UE, se encuentran Hungría, Polonia, Suecia y hasta ahora el Reino Unido con un sistema de flotación libre respetando el objetivo de inflación perseguido por el banco central del país.

Considerando el grupo de candidatas a formar parte de la UE y otros países que pueden ser potenciales candidatos, se encuentran Kosovo y Montenegro, que como se ha mencionado anteriormente se tratan de economías *euroizadas* de forma unilateral. Sin haber adoptado el euro pero con un *régimen de convertibilidad con el euro* se encuentra Bosnia y Herzegovina mientras que Macedonia se rige por un sistema *soft peg* de *tipo de cambio fijo con bandas* con el euro como referencia. Los países que de momento funcionan con un sistema de flotación libre en este grupo de países de posible adhesión a la UE son: Albania, Islandia, Serbia y Turquía.

TABLA 1. REGÍMENES CAMBIARIOS VINCULADOS AL EURO

Región	Regímenes cambiarios	País	Estrategia de política monetaria
UE (no euro area)	ERM II	Dinamarca	Sistema cambiario ancla
	Régimen de convertibilidad	Bulgaria	Sistema cambiario ancla
	Acuerdo de estabilización con el euro como moneda de referencia	República Checa	Estabilidad de precios
	«Crawl-like arrangement» vinculado al euro	Croacia	Sistema cambiario ancla
	Sistema de «Managed floating» con el euro como moneda de referencia	Rumanía	Estabilidad de precios
	Sistema de flotación libre con objetivo de inflación	Hungría, Polonia, Suecia, Reino Unido	Estabilidad de precios
Países candidatos y potenciales candidatos	Euroización unilateral	Kosovo, Montenegro	Sistema cambiario ancla
	Régimen de convertibilidad	Bosnia y Herzegovina	Sistema cambiario ancla
	Sistema soft -peg de tipo de cambio fijo con bandas con el euro como referencia	Macedonia	Sistema cambiario ancla
	Sistema de flotación libre con objetivo de inflación	Albania, Islandia, Serbia, Turquía	Estabilidad de precios
Otros	Euroización	Microestados europeos, territorios de ultramar franceses	Sistema cambiario ancla
	Tipo de cambio fijo convencional, pegado al euro	WAEMU, CEMAC, CFP, Cabo Verde, Comoras y Santo Tomé y Príncipe	Sistema cambiario ancla
	Sistema de «Managed floating» con el euro en la cesta de divisas utilizadas	Singapur	Sistema cambiario ancla
	«Crawl-like arrangement» vinculado al euro	Botsuana, Libia, Irán	Sistema cambiario ancla
		Suiza, Túnez	Otro
		Bielorrusia	Objetivo agregado monetario
		Vanautu	Otro
	«Pegs» y «managed floats» basados en el DEG (Derechos Especiales de Giro) y otras cestas de monedas que incluyen al euro	Fiji, Kuwait, Marruecos (60%), Samoa, Argelia, Siria	Sistema cambiario ancla

Fuente: Bancos Centrales, BCE y FMI.



2.3.4. LA IMPORTANCIA DE LA CONFIANZA EN EL EURO

El papel del euro internacionalmente como activo de inversión, medio de reserva o como referencia de tipo de cambio para países no pertenecientes a la ZE, está estrechamente relacionado con la confianza depositada en esta moneda. La confianza en la divisa comunitaria evidentemente va unida, aparte de otros factores, a la confianza que inspire el BCE lo que, a su vez, depende de la transparencia y eficacia de su política monetaria y de la estabilidad de la moneda y de las economías que forman la ZE. A este respecto, las dificultades que está teniendo en los últimos años el BCE para alcanzar sus objetivos dentro de su mandato por medio de su política monetaria podrían restar confianza a esta autoridad monetaria y con ello a la moneda común. Además, el hecho de que la UE se enfrenta a la primera salida en su historia de unos de sus miembros más relevantes, Reino Unido, es un factor importante y sin precedentes que afectará indudablemente a las perspectivas sobre el euro y sobre el espacio económico en el que se encuentra.

Es, por tanto, interesante hacer un seguimiento de indicadores de expectativas sobre la moneda común, aunque los últimos datos disponibles no recogen aún las consecuencias del Brexit. El primero que analizamos es la encuesta que realiza anualmente⁹ el Banco Central austriaco (OeNB) sobre la confianza del euro y el uso del euro en los países de Europa Central, Oriental y Sudeste. El segundo es un indicador publicado por el BCE sobre la evolución del envío de billetes de euros a destinos fuera de la ZE para estimar de forma aproximada la cantidad de billetes en circulación en el exterior.

2.3.5. ENCUESTA OENB

El OeNB realiza periódicamente una encuesta de hogares en los países de Europa Central, Oriental y Sudeste recogiendo información del efectivo en euros, del comportamiento de los agentes en sus ahorros y deuda, y opiniones y expectativas sobre la evolución del euro según los encuestados. Por medio de los resultados de la encuesta se construye el Índice de euroización (Brown and Stix, 2015) que mide la confianza en la moneda comunitaria. En los últimos datos se observa que en la mayoría de los países el Índice de euroización ha disminuido en 2015 con respecto a 2014 en los países considerados, lo que indica una menor confianza mostrada en la moneda única y la búsqueda de una menor exposición a la moneda europea.

Las expectativas futuras que estos países tienen sobre el euro aunque se mantienen positivas, han mostrado un descenso en la última encuesta de 2015 en comparación con 2014 en la mayoría de los casos, lo que reflejaría una menor confianza relativa en la divisa comunitaria frente a la moneda local, tanto en miembros de la UE como en potenciales candidatos.

⁹ De 2007 a 2014, la encuesta se llevó a cabo dos veces al año, en abril/mayo y en octubre/noviembre. En 2015, la periodicidad de la encuesta se redujo a una vez al año (otoño).



2.3.6. ENVÍOS NETOS DE BILLETES DE EUROS A DESTINOS FUERA DE LA ZONA DEL EURO

Durante 2015 el envío neto de billetes de euros a destinos fuera de la ZE permaneció bastante estable, a diferencia de los años anteriores que había mantenido una tendencia ascendente desde el inicio de 2011, lo que podría ser otra señal de una participación algo menor del euro en el contexto internacional. En relación a este indicador, conviene mencionar que el Consejo de Gobierno del BCE decidió recientemente poner fin permanentemente a la producción del billete de 500€, teniendo en cuenta la preocupación de que los billetes de esta denominación puedan facilitar la comisión de actividades ilícitas. Los billetes de 500€ dejarán de emitirse a finales de 2018, si bien, al igual que las demás denominaciones de billetes en euros, mantendrán su valor indefinidamente y pueden cambiarse en los bancos centrales nacionales del Eurosistema durante un período ilimitado¹⁰.

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

2.4.1. DEPÓSITOS

Los depósitos totales denominados en euros en el mundo cayeron en 2015 a tipo de cambio corriente, de los 1.812 miles de millones (mm) de dólares en 2014 a los 1.628 mm \$ en 2015, lo que supone el nivel más bajo desde el inicio de la crisis (ECB, 2016). El descenso desde el año 2007 se ha producido de una forma gradual y la caída de 2015 tiene su explicación en parte en la intensa depreciación del euro ese año. La prolongación de la penalización establecida por parte del BCE a los depósitos de las entidades financieras es otra causa del descenso del volumen de depósitos en euros en 2014 y 2015. Así, el BCE volvió a reducir en 2015 el tipo de interés aplicado a los depósitos hasta el -0,30%, después de que en junio de 2014 estableciera por primera vez tasas negativas en la facilidad de depósito (-0,10%) y en octubre de 2014 volviera a disminuirlas hasta el -0,20%. En 2016, el Banco Central ha continuado con esta política cuyo objetivo es movilizar estas cantidades de dinero hacia la economía real y desde marzo de 2016 se sitúa en el nivel históricamente bajo del -0,40%. No obstante, la caída de los depósitos ha sido generalizada en todas las divisas en 2015, incluso en el caso de los países emergentes.

Sin embargo, si se analizan los depósitos en euros en términos porcentuales sobre el total a precios constantes, se observa un ligero aumento del 23,5% en 2014 al 24,8% en 2015. Los depósitos en dólares se sitúan en primera posición y suponen un 56,5% del total pero han disminuido ligeramente respecto a 2014 (56,7%). También lo han hecho los depósitos en «otras divisas», como el renminbi chino, que ocupa la tercera posición y

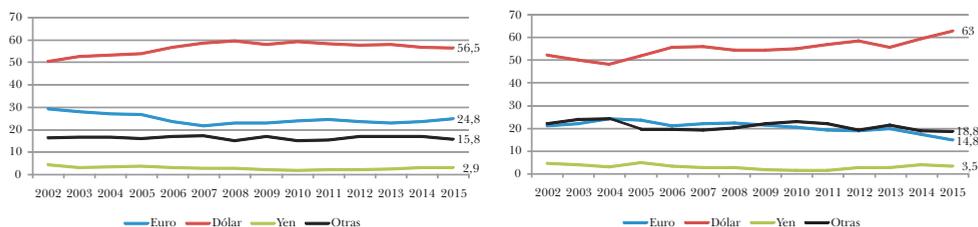
¹⁰ Como se señala en la nota de prensa del BCE de mayo 2016.

ha retrocedido del 16,8% en 2014 al 15,8% en 2015. Por último se encuentran los depósitos en yenes, que representan el 2,9% del total en 2015 (3% en 2014).

Si se considera sólo los depósitos fuera de la ZE ha habido una caída de la proporción de depósitos denominados en euros sobre el total, del 17,3% en 2014 al 14,8% en 2015. En este caso los depósitos en euros se sitúan en tercera posición, por detrás de los de dólares (63% en 2015), y de los correspondientes al grupo «otras divisas» (18,8%). Los depósitos en yuanes representan un porcentaje del 3,5% del total.

Con todo, los depósitos en euros muestran un comportamiento más favorable en la ZE, como cabría esperar a pesar de las medidas del BCE para tratar de incrementar el crédito y disminuir las cantidades depositadas. Mientras, fuera de la ZE los depósitos en euros retroceden y se sitúan por detrás de los de dólares y de los de otras divisas correspondientes a países de alto crecimiento (renminbi chino). Por consiguiente, con el fin de fortalecer el empleo del euro en los depósitos a nivel internacional resulta necesario seguir construyendo una unión económica y monetaria sólida y completar la unión bancaria. En este último ámbito se dio un nuevo paso en enero de 2016 con el Mecanismo Único de Resolución (MUR), que complementa la supervisión única iniciada en 2014 bajo la responsabilidad del BCE.

GRÁFICO 11. DEPÓSITOS POR TIPO DE DIVISA: EN EL MUNDO (IZDA.) Y DEPOSITANTES DE FUERA DE LA ZE EN BANCOS DE FUERA DE LA ZE (DCHA.)
(Datos en porcentaje, a tipo de cambio constante)

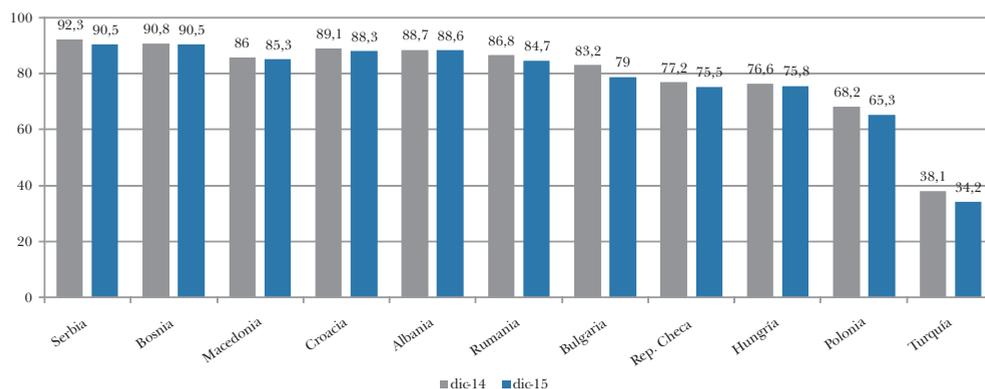


Fuente: BCE (2016)

A continuación, hacemos un análisis de los datos de depósitos en euros para un grupo específico de países (gráfico 12), las economías del este de Europa, utilizando los datos que proporciona el BCE (2016). De los países analizados, la mayoría presenta un elevado porcentaje de depósitos en euros sobre sus depósitos en moneda extranjera, con niveles superiores al 75% en 2015, excepto en Polonia (65,3%) y en Turquía (34,2%), lo que muestra que el euro siguió siendo la moneda extranjera preferida para depósitos en estos países. En comparación con el año 2014, la proporción de depósitos en euros de estos países con respecto al total de sus depósitos en moneda extranjera ha disminuido ligeramente en 2015 en todos los países considerados, como se aprecia en el gráfico, mientras que en 2014 sólo lo había hecho en 6 de los 12 países analizados. De hecho, los depósitos en euros sobre el total de depósitos en moneda extranjera en este conjun-

to de países del este han descendido del 79,7% en 2014 al 78% en 2015. Estos datos confirman, de nuevo, la débil evolución de los depósitos en euros en 2015, especialmente fuera de la ZE y como consecuencia de sus bajas rentabilidades.

GRÁFICO 12. 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: BCE (2016)

2.4.2. PRÉSTAMOS

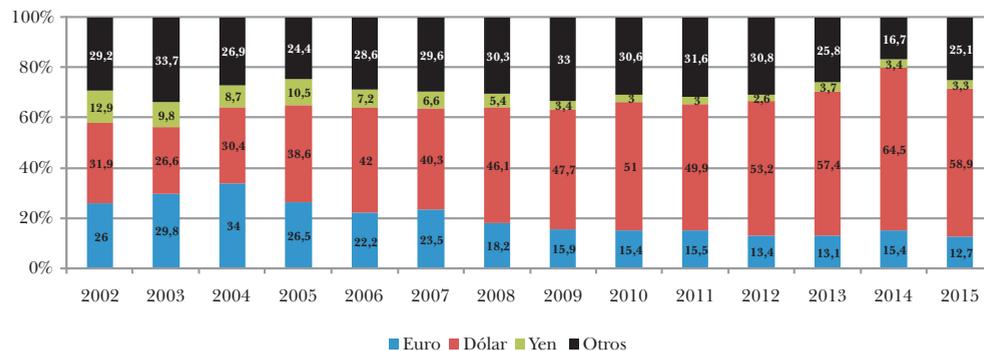
El volumen total de préstamos denominados en euros en el mundo ha continuado su senda descendente en 2015 iniciada en 2012 como consecuencia del proceso de desapalancamiento que está llevando a cabo el sector privado en las economías de la ZE. El volumen total de préstamos ha disminuido de 1.641 mm de dólares en 2014 a 1.487 mm en 2015, su nivel más bajo desde 2006, lo que se debe también a la depreciación del euro en 2015 al tratarse de datos a precios corrientes. Sin embargo, en porcentaje con respecto al total de préstamos y a precios constantes ha aumentado ligeramente en 2015 hasta el 21,9% desde el 21,6% en 2014, lo que es reflejo de los efectos de las medidas de política monetaria del BCE y en concreto de la ampliación de su programa de compra de activos que se anunció en enero de 2015, pues supuso un estímulo monetario a la economía y relajaba aún más las condiciones monetarias y financieras, abaratando el acceso de empresas y hogares al crédito.

No obstante, la proporción que representan los préstamos denominados en euros sobre el total es aún inferior a los niveles antes de la crisis, a diferencia del caso de la divisa estadounidense. Así, los préstamos en dólares en 2015 suponen un 57,7% con respecto al total, su mayor porcentaje de la última década, lo que podría explicarse por el mantenimiento de los tipos de interés estadounidenses en niveles históricamente bajos durante la pasada década como consecuencia de la política monetaria de la Fed excep-

cionalmente acomodaticia. Asimismo, los mercados emergentes piden prestado tradicionalmente en dólares y este tipo de préstamos se incrementaron en el período 2009-2014, como señala el BCE (2016), lo que es otra razón del aumento proporcional de los préstamos denominados en dólares.

Siguiendo con el análisis pero ahora sólo para los préstamos fuera de la ZE en lugar de «en términos globales», se observa un comportamiento parecido. Mientras que la proporción de préstamos en euros con respecto al total de préstamos a prestatarios no pertenecientes a la ZE ha ido disminuyendo paulatinamente desde el inicio de la crisis, los correspondientes en dólares han aumentado en ese período. No obstante, entre 2014 y 2015 ha habido un descenso de la proporción de estos préstamos en todas las divisas excepto en el grupo de «otras divisas», que repuntan del 16,7% en 2014 al 25,1% en 2015, lo que pone de manifiesto el auge de las divisas de los mercados emergentes en los préstamos fuera de la ZE este último año. La apreciación del dólar, las expectativas de un endurecimiento de la política monetaria de la Fed y unos menores ingresos en divisa extranjera procedentes de las materias primas han aumentado los riesgos de la deuda en moneda extranjera de los países emergentes y, por ello, ha aumentado su deuda en moneda local en términos relativos.

GRÁFICO 13. PRÉSTAMOS POR BANCOS DE FUERA DE LA ZE A PRESTATARIOS DE FUERA DE LA ZE
(Datos en porcentaje, a tipo de cambio constante)

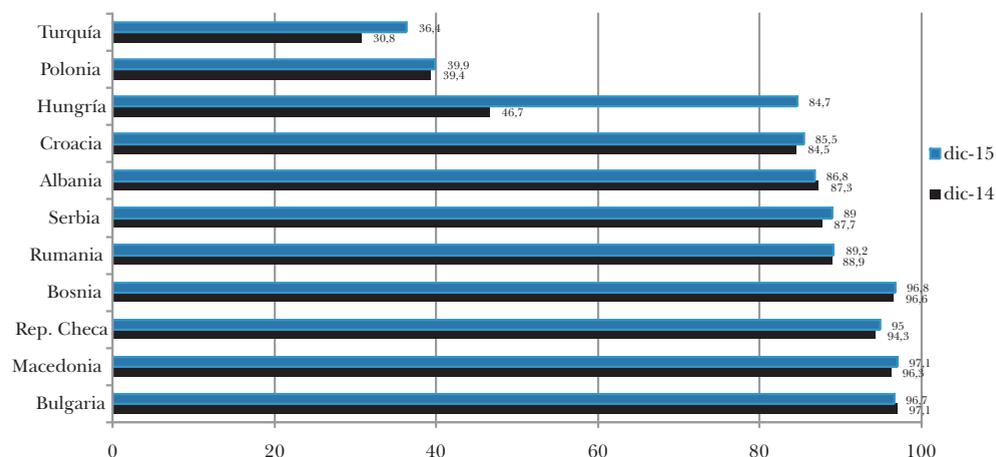


Fuente: BCE (2016)

En el estudio pormenorizado por países de Europa del este observamos, sin embargo, que esta menor presencia del euro en la cartera de préstamos no se ha apreciado en estos países. Por el contrario, la proporción de préstamos denominados en euros con respecto al total de préstamos en moneda extranjera del conjunto de estos países se ha incrementado en 2015 hasta el 81,6%, en términos medios, desde el 77,2% en 2014. Estos países registran en 2015 elevados porcentajes de préstamos en euros superiores al 80%, excepto en Polonia y Turquía, que presentan menores volúmenes de préstamos en la moneda comunitaria con respecto al total de sus préstamos en divisa

extranjera, al igual que ocurría en estos dos países en los depósitos en euros. Es destacable el caso de Hungría, que ha aumentado su porcentaje de préstamos en euros del 46,7% en 2014 al 84,7% en 2015, lo que podría ser reflejo de algunas medidas (programas especiales de préstamos y garantías para paliar las dificultades de concesión de préstamos por parte de los bancos, mejora del marco administrativo y reducción de trámites, acceso más sencillo a los permisos de construcción) que su gobierno puso en marcha tras la crisis y cuyas consecuencias se están observando en el último período. Al mismo tiempo el país ha visto una mejora en su economía y una mayor integración con la UE, lo que también ha propiciado el aumento del porcentaje de préstamos en euros.

GRÁFICO 14. PORCENTAJE DE PRÉSTAMOS EN EUROS EN PAÍSES O MIEMBROS DE LA UEM Y EN PAÍSES CANDIDATOS/POTENCIALES CANDIDATOS (Como porcentaje de los préstamos en moneda extranjera)



Fuente: BCE (2016)

Por último, en la tabla 2 se presenta el riesgo bancario de estos países de la Europa Occidental en términos de préstamos/depósitos denominados en euros. Bosnia, Polonia y Rumanía son los países que mayor desequilibrio presentan en 2015 entre el volumen de préstamos concedidos en euros y el volumen de depósitos en esa misma moneda, lo que refleja un sistema bancario más vulnerable ante posibles depreciaciones de la moneda local. Con respecto a 2014, la mayor parte de estos países han mejorado su situación en 2015, disminuyendo ligeramente su descuadre entre préstamos concedidos y depósitos en euros.

**TABLA 2. RIESGO BANCARIO (MISMATCH DE DIVISAS) EN LOS PAÍSES DEL ESTE, RELACIONADO CON EL EURO**

País	2014	2015	Diferencia
Albania	0,97	0,97	-0,01
Bosnia	1,71	1,69	-0,02
Bulgaria	1,33	1,16	-0,17
Croacia	0,89	0,81	-0,08
Hungría	1,56	1,15	-0,41
Macedonia	1,16	1,15	-0,01
Polonia	1,8	1,7	-0,1
Rep. Checa	1,05	1	-0,05
Rumania	1,58	1,37	-0,2
Serbia	1	1,07	0,07
Turquía	0,82	0,96	0,14

Fuente: elaboración propia a partir de BCE (2016)

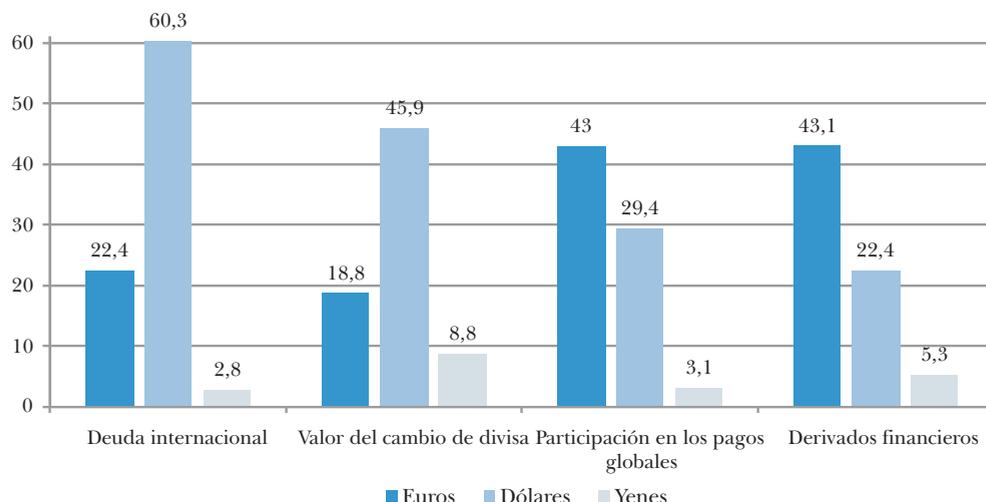
Nota: El riesgo bancario aquí mostrado se define como la ratio préstamo/depósito, denominados en euros (LTD: Loan-to-deposit ratio). Un nivel superior a uno significa que los depósitos no cubren los préstamos, por lo que se produciría un descuadre entre el pasivo y el activo del balance, que habría que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

2.5. EL EURO EN LOS MERCADOS FINANCIEROS

A continuación se va a valorar la posición del euro en relación con el resto de divisas internacionales en los principales mercados financieros, es decir: renta variable, renta fija, mercado monetario, mercado de divisas y mercado de derivados.

Antes de comenzar a analizar cada uno de los mercados procede dar una visión global del papel del euro, que aparece consolidado en la segunda posición en los principales mercados (con la notoria excepción de los derivados de tipos de interés) si bien a gran distancia del dólar. Además, como se verá en el desglose de cada uno de los mercados, la crisis de la ZE ha afectado a las expectativas de aproximación del euro al dólar de una manera generalizada, de modo que en los últimos años se ha incluso incrementado la distancia entre ambas divisas. En cualquier caso la segunda posición internacional no está actualmente en riesgo, al encontrarse el yen y otras divisas como la libra a gran distancia. La determinación de si la incertidumbre derivada de la salida del Reino Unido de la UE, en paralelo con la paulatina salida de la crisis de la ZE, tendrá un efecto positivo para el euro, aún sigue siendo algo incierto, ya que los últimos datos aún no recogen grandes cambios.

GRÁFICO 15. RESUMEN DE LA CUOTA DEL EURO, DÓLAR Y YEN EN LOS MERCADOS FINANCIEROS EN 2015 (en % sobre el total)



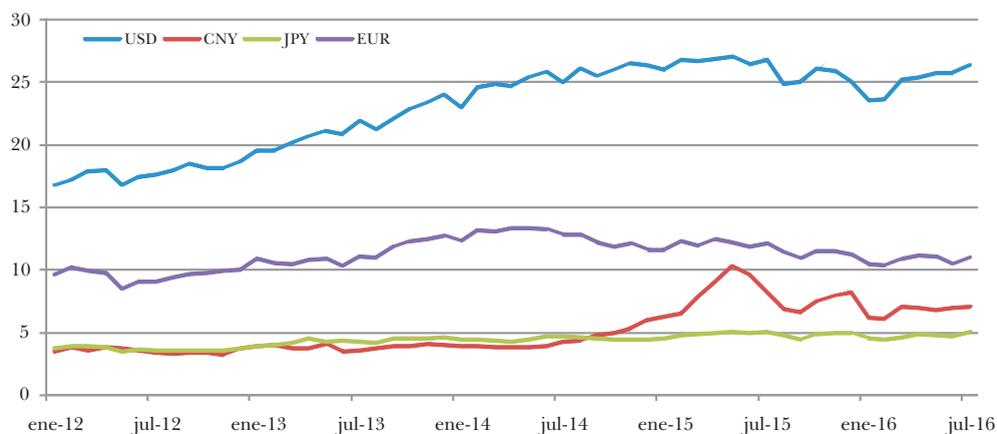
Fuente: BCE, BIS

2.5.1. RENTA VARIABLE

Los datos de la *World Federation of Exchanges*¹¹ muestran que el dólar mantiene un claro liderazgo como divisa preponderante en los mercados de renta variable. Como se puede apreciar en el gráfico 16, la capitalización bursátil en los mercados en los que la negociación se realiza en dólares más que duplica la de aquellos en que la negociación se realiza en euros (en julio de 2016 la capitalización en dólares se situaba por encima de 26 billones de dólares frente a los 11 billones de dólares de aquellos mercados donde se negocia en euros). El euro mantiene una trayectoria descendente desde los casi 13,5 billones alcanzados en la primavera de 2014, en una línea que ha continuado en 2016 como atestigua el hecho de que el promedio de la capitalización en euros del período enero-julio de 2016, comparado con el mismo período del año 2015, muestre una caída del 10,8%. Esta tendencia bajista viene motivada por las dudas que sigue originando la situación macroeconómica de la ZE (el PIB sigue sin mostrar un crecimiento decidido), en una tendencia que previsiblemente continúe ante la materialización de la salida del Reino Unido de la UE.

¹¹ La World Federation of Exchanges es la asociación internacional que reúne a los principales mercados financieros.

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



Fuente: World Federation of Exchanges

2.5.2. RENTA FIJA

El BCE publica datos anuales sobre el stock total de deuda internacional vigente por divisas¹². En 2015 el euro supuso un 22,35% del total de deuda viva internacional, por encima del 21,6% de 2014 pero claramente por debajo del 60,3% del dólar en 2015 (en 2014 la proporción de deuda viva internacional emitida en dólares había sido un 59,8%). De este modo, aunque el euro se encuentra a gran distancia del dólar, que se mantiene como la clara divisa de referencia para las emisiones de deuda, el euro continúa en su línea de recuperación desde el mínimo histórico de un 21,4% del total de 2013. Por otro lado, las divisas orientales (yen y yuan) prosiguieron en 2015 con su tendencia de pérdida de protagonismo, al sumar poco más del 17% del total entre ambas frente al porcentaje por encima del 25% que representaban durante los primeros años del siglo XXI.

En cuanto a los flujos de emisión más recientes, los emisores de la UE (ver tabla 3), mostraron una preferencia por la emisión en euros durante el año 2015, si bien la proporción que representan las emisiones en euros sobre el total se estancó durante 2015. Así, las emisiones en euros en términos de número de operaciones pasaron de representar el 40% del total en 2014, al 47% en 2015; no obstante, en términos del importe emitido, el volumen en euros se mantuvo en el 55% del total en 2015, igual que en 2014. Mientras, las emisiones en dólares retrocedieron del 31% del total de 2014 al 30% en 2015 en términos de número de operaciones, mientras que sobre el importe, las emisiones en dólares representaron tanto en 2014 como en 2015 un 34% del total.

¹² Bajo una medida restrictiva: se incluye la deuda emitida denominada en una moneda diferente a la de curso legal en el país de residencia del emisor de la deuda. Además, los datos se publican con un tipo de cambio constante para evitar fluctuaciones de las proporciones únicamente debidas al tipo de cambio.

GRÁFICO 17. PROPORCIÓN DE LA DEUDA INTERNACIONAL POR DIVISAS
(Medida restrictiva, a tipo de cambio constante)



Fuente: BCE (2016)

TABLA 3. FLUJOS DE EMISIONES GLOBALES EN LA UE

Año	Total		En Euros				En dólares (expresadas por su contravalor en euros)			
	Número de operaciones	Cuantía (miles millones Euros)	Número de operaciones	% del número de operaciones	Cuantía (miles millones Euros)	% sobre el importe	Número de operaciones	% del número de operaciones	Cuantía (miles millones Euros)	% sobre el importe
2008	1823	1080	636	35%	608	56%	391	21%	342	32%
2009	2363	1790	926	39%	999	56%	590	25%	582	33%
2010	2737	1520	937	34%	780	51%	771	28%	551	36%
2011	2846	1600	853	30%	736	46%	964	34%	645	40%
2012	2823	1670	984	35%	815	49%	843	30%	585	35%
2013	2933	1680	1139	39%	861	51%	960	33%	625	37%
2014	3210	1780	1285	40%	974	55%	994	31%	599	34%
2015	2667	1760	1250	47%	964	55%	792	30%	605	34%

Fuente: Informa Global Markets

A nivel de la ZE, según los datos del BCE la proporción de emisiones en euros (en términos de cuantía emitida) se ha mantenido desde la segunda mitad de 2014 alrededor del 75% del total. No obstante hay que reseñar la importante caída respecto de los niveles anteriores a 2008, cuando se emitía en euros un volumen alrededor del 95% del total.

Si a continuación nos centramos en el sector de soberanos, supranacionales y agencias (SSA) se observa que en 2015 se inició una tendencia de preferencia por la emisión en dólares, en una línea que se extiende en lo sustancial hasta 2016. Así, aunque en número de operaciones las emisiones en euros pasaron de representar el 30% del total en 2014 a un 33% en 2015, en términos de cuantía total emitida lo emitido en euros pasó de un 49% del total en 2014 a un 45% en 2015. Mientras, las emisiones en dólares cre-



cieron en 2015 tanto en número de operaciones (33% del total desde el 27% del 2014) como en cuantía emitida (42% del total emitido en 2015 desde el 37% de 2014).

TABLA 4. FLUJOS DE EMISIONES DEL SECTOR SSA EN LA UE

Año	Total		En Euros				En dólares (expresadas por su contravalor en euros)			
	Número de operaciones	Cuantía (miles millones Euros)	Número de operaciones	% del número de operaciones	Cuantía (miles millones Euros)	% sobre el importe	Número de operaciones	% del número de operaciones	Cuantía (miles millones Euros)	% sobre el importe
2008	741	443,9	131	18%	183	41%	166	22%	198,3	45%
2009	830	694,3	216	26%	349	50%	185	22%	249,3	36%
2010	1046	600,1	220	21%	251	42%	198	19%	236,8	39%
2011	951	656,7	252	26%	297	45%	213	22%	250,1	38%
2012	970	747,4	308	32%	337	45%	258	27%	282,4	38%
2013	956	708,4	288	30%	341	48%	304	32%	279,7	39%
2014	1137	703,5	340	30%	346	49%	303	27%	261,3	37%
2015	857	685,2	283	33%	310	45%	285	33%	286,3	42%

Fuente: Informa Global Markets

En consecuencia, durante los últimos años las emisiones en euros estarían perdiendo atractivo respecto de las emisiones en dólares. Ello es así debido a las ventajosas condiciones de emisión en esta última divisa, particularmente una vez que se permutan las emisiones efectuadas en dólares a euros. Si comparamos con otro tipo de emisores como los del sector financiero y corporativo, los del sector SSA son en general más reactivos a las condiciones específicas de cada mercado para la captación de recursos (por ello mientras en el global de emisiones se estancan las emisiones en euros, en el sector SSA se observa ya retroceso del euro y alza del dólar). Además hay que tener en cuenta que emitir en dólares añade complejidad, tanto por la posible necesidad de cobertura mediante productos derivados como por las elevadas exigencias legales en EE.UU. Todo ello sin tener en cuenta los esfuerzos adicionales en términos de marketing entre la potencial base inversora.

En este sentido el *basis swap* del euro frente al dólar¹³ ha sido favorable desde el ejercicio 2015 para emisores europeos que quisieran emitir en dólares y traspasar mediante derivados de cobertura sus emisiones a euros, lo que explica las mayores emisiones en dólares y el consecuente menor uso del euro.

A nivel de plazos se observa un creciente recurso a la emisión de deuda a plazos más largos, lo que en gran parte viene explicado a partir del programa de compra de activos de deuda pública (PSPP) del BCE. En conjunto, este plan ha reducido notablemente las rentabilidades de la deuda soberana. Como resultado, los emisores en euros, ante un entorno de bajas rentabilidades, aumentaron el volumen de emisiones a 15 y 30 años. Del mismo modo, los inversores están cambiando la estructura de sus carteras de inver-

¹³ El *basis swap* determina el precio de permutar dólares a euros y viceversa.



sión para adaptarse a las bajas rentabilidades, ampliando los plazos tradicionales por tipo de inversor.

2.5.3. MERCADO MONETARIO

En cuanto al peso de las divisas en los sistemas de pago internacionales, a partir de los datos disponibles (hasta el año 2014) del Banco Internacional de Pagos de Basilea (BIS) es posible establecer una comparación entre los principales sistemas de pago en Europa¹⁴ y EE.UU., a partir de la constatación de que los principales sistemas europeos utilizan el euro como moneda de referencia mientras que los sistemas de EE.UU. emplean el dólar. Así, tanto desde el punto de vista del número de transacciones como del valor total de las mismas (ver gráficos 18), es posible observar el mayor peso de los sistemas de EE.UU. (FEDWIRE, gestionado por la Fed, y CHIPS, promovido desde el sector privado) sobre los sistemas principales en la UE (TARGET2, creado y gestionado por el BCE, y EURO1, de carácter privado)¹⁵.

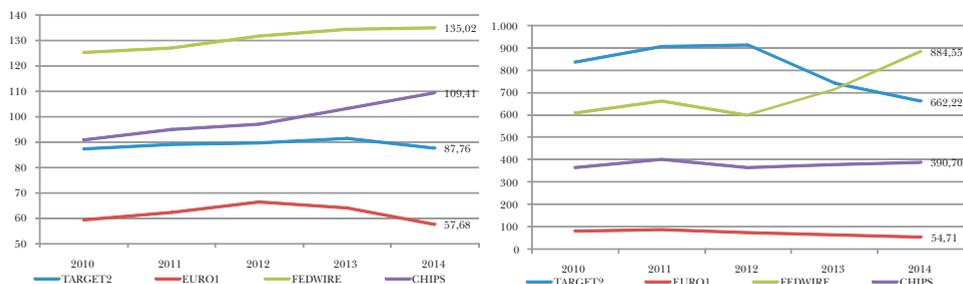
En número de transacciones, los sistemas de EE.UU. (en dólares) sumaron 244,4 millones de transacciones en 2014, frente a los 145,4 millones de transacciones en que se quedaron los sistemas de pagos de la UE (en euros). De este modo la diferencia entre unos y otros se acercó a los 100 millones de transacciones en 2014, creciendo desde los 75-80 millones de diferencia de los dos años anteriores. En este crecimiento de la diferencia entre ambos sistemas ha tenido un mayor peso la caída de EURO1 que la de TARGET2, que se ha mantenido mucho más estable, si bien la mayor parte del crecimiento de la brecha entre los sistemas europeos y estadounidenses se debe al aumento del número de operaciones gestionadas por el sistema CHIPS, que ganó cerca de 20 millones de operaciones entre 2010 y 2014.

En los datos de valor de las transacciones en primer lugar hay que tener en cuenta que el BIS ofrece las cifras en dólares. De este modo, al introducirse el factor tipo de cambio hay que tener cautela a la hora de interpretar las importantes caídas que se han producido en los volúmenes gestionados por los sistemas europeos: así, TARGET2 ha pasado de gestionar un volumen de 835 a uno de 662 billones de dólares en el período entre 2010 y 2014, mientras que EURO1 ha caído desde 82 billones en 2010 a 54 billones de dólares en 2014. Como ya se ha visto en los datos de número de transacciones, el total se ha mantenido relativamente estable (si bien también cayó durante el último año) de modo que una parte significativa del menor volumen gestionado debe atribuirse a las oscilaciones del tipo de cambio. En cualquier caso es de destacar el crecimiento del volumen gestionado por los sistemas de EE.UU. (principalmente por FEDWIRE).

¹⁴ A partir de enero de 2008, con la puesta en marcha de la *Single Euro Payment Area* (SEPA) se puede hablar de un mercado común en la UE, Islandia, Noruega y Suiza

¹⁵ No se incluye en la comparativa el sistema CLS por estar principalmente orientado a los cambios de divisas, de modo que opera con multitud de divisas frente a los sistemas considerados en el presente artículo, que se concentran en dólares o euros.

GRÁFICO 18. NÚMERO DE TRANSACCIONES (EN MILLONES) Y VALOR DE LAS TRANSACCIONES (EN BILLONES DE DÓLARES) DE LOS PRINCIPALES SISTEMAS DE PAGOS INTERNACIONALES



Fuente: BIS (2015)

Centrándonos en Europa, como se ha visto el principal sistema de pagos por volumen de uso en Europa es el sistema público TARGET 2¹⁶, que supone durante los últimos años el 92% del total del volumen de pagos (60% en términos de número total de transacciones realizadas). EURO1 es su principal alternativa, si bien no ha alcanzado un volumen significativo y técnicamente opera de una manera diferente al contar con diferente infraestructura operacional. El primer sistema TARGET fue creado en 1999, con el propósito de establecer un sistema seguro para los grandes pagos en euros en la UE. En 2008 el primer sistema fue sustituido por TARGET2 la segunda generación del mismo sistema de pagos.

De acuerdo con los datos publicados por el BCE, TARGET2 ha mantenido en 2015 un número de operaciones similar al de 2014 (pasó de 87,8 millones de operaciones en 2014 a 87,9 millones en 2015) mientras que el volumen en euros gestionados se redujo desde 492,4 billones en 2014 a 469,8 billones durante 2015, si bien el BCE explica en su informe anual que esta caída se debe a una migración de una parte de las operaciones a una nueva tecnología, al ya no ser necesario el paso por TARGET2 para ciertos instrumentos¹⁷, de modo que sin dicho cambio el volumen gestionado se habría mantenido estable en 2015 respecto del año anterior.

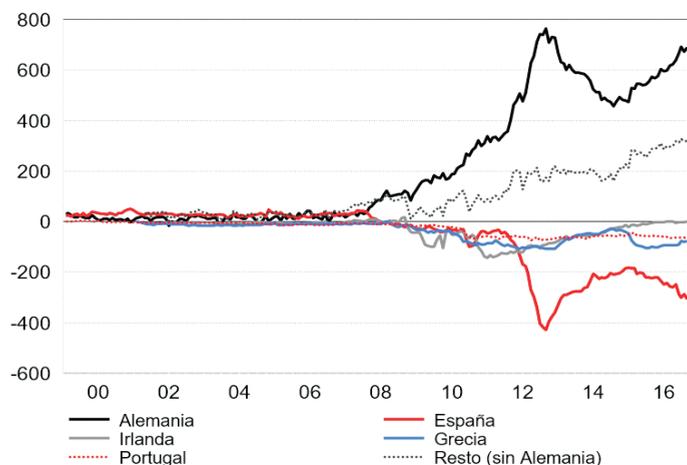
A partir de la consideración de TARGET2 como el sistema de pagos claramente preponderante en Europa y en vista de su posición destacada en el concierto internacional es relevante atender a los saldos generados dentro del sistema en relación con el origen de sus intervinientes. El sistema TARGET2 permite la reasignación de liquidez entre los bancos comerciales europeos de una manera automática, de modo que se ha visto en numerosos trabajos como un mecanismo de «rescate» de los países con mayores restricciones de liquidez, al canalizar ahorro desde los países con un exceso de liquidez hacia

¹⁶ Acrónimo de *Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system*.

¹⁷ Concretamente los depositarios centralizados de valores (Central Securities Depositories o CSDs).

los países donde se dan mayores necesidades. Así, en el gráfico 19 se observa como Alemania y otro grupo de países (Luxemburgo, Holanda y Finlandia principalmente) acumulan un claro saldo acreedor, que tras alcanzar su máximo en 2012 y comenzar a reducirse hasta 2014 desde entonces ha vuelto a incrementarse. Como contrapartida, en países como España desde 2014 se está incrementando el saldo deudor, si bien no se ha alcanzado aún el máximo de 2012. Otros países como Grecia, Italia o Portugal acumulan igualmente saldos deudores. Tras el repunte que se está produciendo desde 2014 de la posición acreedora alemana (y de la posición deudora española) se encuentran los programas expansivos del BCE.

GRÁFICO 19. POSICIÓN NETA FRENTE AL EUROSISTEMA
 (en miles de millones de euros)



Fuente: Thomson Reuters Datastream

2.5.4. MERCADO DE DIVISAS

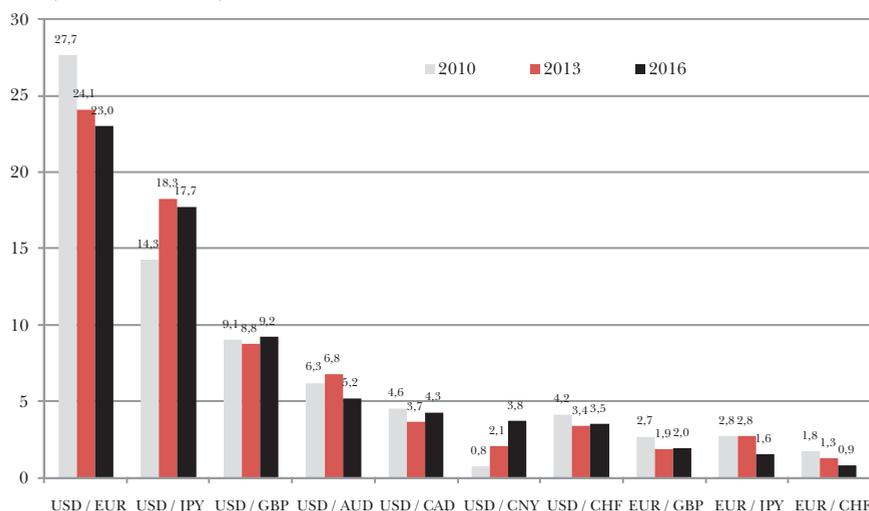
En septiembre de 2016 el BIS ha publicado su Encuesta trienal a bancos centrales sobre comercio exterior y mercados de derivados en la que recoge datos hasta abril de 2016 del uso de las divisas internacionales como contrapartida en las transacciones internacionales. La edición de 2016 de la encuesta no ofrece novedades en la posición relativa de las 5 divisas más utilizadas respecto de la edición de 2013, encontrándose el primer cambio entre las divisas situadas en sexta y séptima posición (el dólar canadiense ha pasado a la sexta posición en 2016 desde su séptimo puesto de 2013, dejando el séptimo lugar al franco suizo). Además, al margen de la participación y de la posición de cada divisa en el mercado global, es de destacar que en la edición de 2016 se haya puesto de manifiesto una caída de la media diaria de negociación en el mercado, al pasar de una media diaria de 5,4 mil millones de dólares en 2013 a 5,1 mil millones de dólares en 2016.

El dólar mantiene su primera posición con gran diferencia sobre la siguiente divisa empleada, incrementando además su uso en cada una de las últimas ediciones de la encuesta (desde el 84,9% de 2010 pasó a un 87,0% en 2013 y a un 87,6% en 2016), al contrario de lo que sucede con el euro, que continuó en una tendencia de declive en su uso que corre en paralelo a la crisis de la ZE (tras una tendencia levemente alcista en su utilización, desde 2010 su uso se ha ido reduciendo desde el 39,1% de aquel año hasta un 33,4% en 2013 y un 31,3% en 2016). En relación con el euro (y recordando que en cada transacción se usan dos divisas, razón por la cual la suma total de uso de las divisas es 200%), se aprecia que el uso de los principales pares que incluyen al euro (dólar/euro, libra esterlina/euro, yen/euro y franco suizo/euro) han visto como su utilización se reducía.

A continuación del dólar y del euro sigue apareciendo el yen japonés, con una participación del 21,6% en 2016 (cae desde el 23,1% de 2013). En la cuarta posición de la lista de 2016 aparece la libra esterlina, con un 12,8% (11,8% en 2013).

Los datos anteriores se pueden también observar atendiendo a los principales pares de divisas (ver gráfico 20). Así, observamos que la transacción más común ha venido siendo (aunque con peso decreciente) entre dólares de EE.UU. y euros, seguido de la transacción entre dólares de EE.UU. y yenes, dólares de EE.UU. y libras esterlinas, y dólares de EE.UU. y dólares australianos. En cuanto a las operaciones con euros que no involucren al dólar, la más frecuente es frente a la libra esterlina, si bien su peso sobre el total apenas se situó en el 2,0% en 2016. Por otro lado, es de destacar el crecimiento de las transacciones entre el dólar y el yuan, que de representar apenas un 0,8% del total en 2010, en 2016 ya han pasado hasta un 3,8% del total de transacciones.

GRÁFICO 20. PARTICIPACIÓN DE LOS PRINCIPALES PARES DE DIVISAS (en % del total) EN LAS TRANSACCIONES INTERNACIONALES



Fuente: BIS (2016)

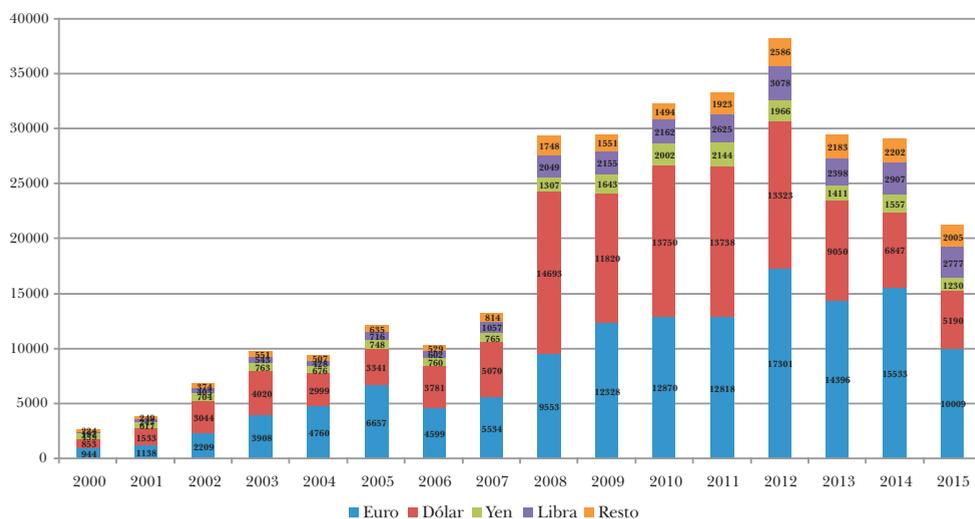
Nota: Los datos se refieren a la media diaria durante el mes de abril en cada uno de los años

2.5.5. MERCADO DE DERIVADOS

El volumen negociado en los mercados no organizados de derivados de tipos de interés continuó cayendo en 2015 por tercer año consecutivo, intensificando incluso el ritmo de dicha caída respecto de 2014. Así, en 2015 el volumen total negociado cayó un 25,7% respecto del volumen total de 2014 (dicho año había caído un 1,2%). El mayor responsable de la caída del volumen total fue el descenso de los contratos en euros, al situarse su caída por encima del 35%, si bien también cayó el volumen negociado en el resto de las divisas.

En cualquier caso los contratos en euros continúan suponiendo la mayor parte de este mercado, acercándose a la mitad del total global y duplicando el volumen de contratos en dólares, que se configura como la siguiente divisa en importancia en este mercado.

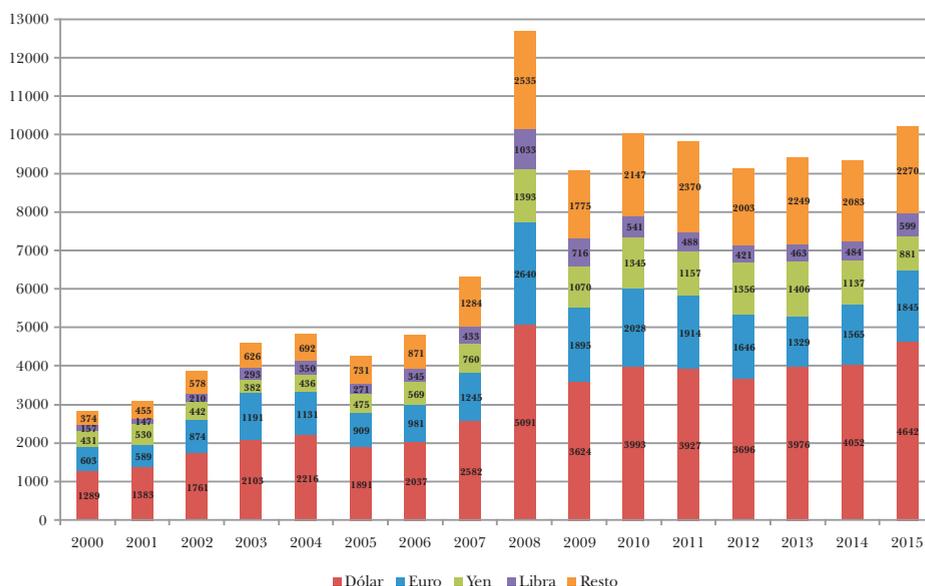
GRÁFICO 21. VOLUMEN DE NEGOCIACIÓN EN MERCADOS OTC DE DERIVADOS DE TIPOS DE INTERÉS (en miles de millones de dólares)



Fuente: BIS (2016).

Por otro lado, en cuanto al volumen negociado en los mercados no organizados de derivados de tipos de cambio (ver gráfico 22), el volumen de 2015 fue el mayor desde 2008. Ello fue así tras el crecimiento del 9,7% del volumen negociado en 2015 en relación con el de 2014. En cuanto al peso de las diferentes divisas, el dólar siguió siendo claramente mayoritario (el volumen negociado en dólares creció un 14,6% respecto del año anterior), con más del doble de volumen que el euro (que creció un 17,8% respecto de 2014), que es claramente la segunda divisa en este mercado al más que duplicar el peso del yen (que cayó un 22,5% en 2015) y triplicar el de la libra (que creció un 24% en 2015).

GRÁFICO 22. VOLUMEN DE NEGOCIACIÓN EN MERCADOS OTC DE DERIVADOS DE TIPOS DE CAMBIO (en miles de millones de dólares)



Fuente: BIS (2016)

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Banco de España (2016): Revista de Estabilidad Financiera, No 30, mayo de 2016.
- Banco de España (2015): «Rasgos básicos», Informe Anual 2015, capítulo 1, pp 17-48.
- Bank for International Settlements (2016): «Foreign exchange turnover in April 2016», Triennial Central Bank Survey, Monetary and Economic Department, septiembre de 2016.
- Bank for International Settlements (2016): «OTC derivatives statistics at end-December 2015», Monetary and Economic Department, mayo de 2016.
- Birone L. y Whitaker S. (2004), «The new sterling ERI», Bank of England, Quarterly Bulletin.
- Brown, M. and Stix, H. (2015): «The Euroization of Bank Deposits in Eastern Europe», Economic Policy, Vol. 30, Issue 81, pp. 95-139.
- Carbó-Valverde, S. and Kahn, C.M. (2016): «Payment systems in the US and Europe: efficiency, soundness and challenges», Revista de Estabilidad Financiera, No 30, 05/2016, pp 9-34, Madrid.
- Cohen-Setton, J. (2015): «The disconnect between exchange rates and trade», Bruegel, octubre 2015.
- Cuadro-Sáez, L. y Gallego S. (2016): «La liberalización financiera de China: Perspectivas para la política económica e implicaciones globales», Boletín Económico, Banco de España, mayo de 2016.



- European Central Bank (2016): «The international role of the euro», ECB, Eurosystem, junio de 2016.
- European Central Bank (2016): «Target Annual Report 2015», ECB, Eurosystem, mayo de 2016.
- European Central Bank (2016): «El BCE pone fin a la producción y la emisión del billete de 500€», Nota de prensa, ECB, Eurosystem, 4 de mayo de 2016.
- European Central Bank (2015): «The international role of the euro», ECB, Eurosystem, julio de 2015.
- European Commission (2016): «Possible obstacles to using the euro in international trade», EC, Flash Eurobarometer 424, febrero de 2016.
- International Monetary Fund (2015): «Los tipos de cambio y el comercio: ¿Están desvinculados?», Perspectivas de la Economía Mundial, capítulo 3, pp 117-158, octubre de 2015.
- International Monetary Fund (2015): «Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions (AREAER)», octubre de 2015.
- International Monetary Fund (2015): «Evolución reciente y perspectivas», Perspectivas de la Economía Mundial, capítulo 1, pp 1-48, abril de 2015.
- Langedijk S., Karagiannis S. and Papanagiotou E. (2016): «Invoicing currencies in international trade, drivers and obstacles to the use of the euro», European Commission, JRC Scientific and Policy Reports, enero de 2016.
- Poza, C. (2015): «Una panorámica del papel del euro en el mundo», Anuario del Euro 2015, Fundación de Estudios Financieros y Fundación ICO.



ANEXOS

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

(Proporción de euros con respecto al total de reservas; porcentajes: a tipo de cambio corriente)						
	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Miembros de la UE pero no de la UEM						
Bulgaria	99,6	99,9	99,9	100,0	93,2	99,5
Croacia	73,7	75,9	80,3	68,7	79,8	78,9
República Checa	57,4	60,1	58,7	69,7	52,5	51,2
Dinamarca	72,4	68,9	69,8	71,3	68,6	59,7
Polonia	35,0	30,4	30,9	30,7	33,1	28,3
Rumanía	67,2	77,8	73,0	65,9	75,0	79,5
Suecia	50,0	37,0	37,1	37,0	33,9	34,1
Reino Unido	59,9	59,1	60,4	59,6	55,1	50,7
Otras economías						
Canadá	40,0	37,0	34,9	31,9	26,8	22,5
Noruega	36,4	36,1	35,9	36,5	28,0	26,6
Rusia	43,1	42,1	40,4	41,5	46,1	-
Suiza	54,9	57	50,1	49,2	46,3	42,9
Estados Unidos	54,2	53,5	57,0	62,8	62,9	60,4
Chile	35,2	31,5	19,8	19,6	20,3	15,0
Perú	16,8	40,1	30,2	30,9	27,1	9,5

Fuente: BCE (2016).



3. FRAGMENTACIÓN FINANCIERA: ¿DETENCIÓN, REVERSIÓN O PAUSA?

SONSOLES CASTILLO, SANTIAGO FERNÁNDEZ DE LIS Y MARÍA MARTÍNEZ¹

EXECUTIVE SUMMARY

This article analyses the evolution of fragmentation in the Eurozone over the last few years. In order to better evaluate such evolution, we present a synthetic indicator that allows us to set different stages on the process of fragmentation since the outbreak of the global financial crisis. In particular, this indicator combines developments in three different market segments: sovereign debt, credit rates to the real economy and liquidity provision of the banking system from the ECB (alongside the net position of national central banks in the TARGET2 system vis-à-vis the ECB).

According to this indicator, fragmentation in the Eurozone showed three distinct stages. First, from 2010 to mid-2012 financial markets in the Eurozone registered an unprecedented increase in segmentation amid the European debt crisis; second, from mid-2012 to mid-2014 fragmentation almost reverted to pre-crisis levels, as result of the ECB's announcement of the OMT programme to curtail the risk of a euro break-up and backed by the launch of the process of banking union in the Eurozone; and thirdly, in the most recent period which starts by mid-2014, the improvement in the process of integration seems to halt, and the indicator of fragmentation showed a moderate increase. Fortunately, the factors behind the recent dynamic are completely different to those observed in 2010. This time both sovereign debt and credit rates dispersion among countries remain contained and, more importantly, the upturn in TARGET2 balances is not related to capital outflows from peripheral countries (as happened during the debt crisis), but rather to the beginning of QE. In any case, this accumulation of balances vis-à-vis the ECB is a symptom of an abnormal functioning of interbank markets, as banks with excess of liquidity as a result of the ECB's asset purchases prefer to maintain such liquidity (paying 40 basis points to the ECB) instead of lending to other banks. All in all, the financial system in the eurozone is far from a full integration.

Additionally, we examine the disintegration and ulterior integration of financial markets in the eurozone under the lens of ECB's monetary policy measures, mainly non-standard measures, as well as the parallel banking union process. In our view both have played a key role, not only to avoid very disruptive scenarios, but also favoring an improvement in the functioning of financial markets in the Eurozone. In fact, the

¹ BBVA Research.



measures already taken by the ECB have allowed the repair of the transmission of monetary policy in the region. In particular, the combination of TLTROs and asset purchases programmes launched since mid 2014, including QE, have helped to repair such mechanism. These measures can be seen as a necessary condition to favor the re-integration of financial markets in the Eurozone but certainly not a sufficient condition. Regarding negative interest rates, beyond the open debate about its unintended consequences (i.e. its impact on economic agents' behavior, financial intermediation, banks profitability and financial stability), its effectiveness in terms of favoring financial integration is questionable, as the excess of liquidity of the banking sector has increased over the recent years.

On the institutional front, the progress on the banking union process has been impressive, with the launch the SSM and the SRM, designed for a single supervision and resolution in the Eurozone. However, we are still far from the optimal level, not only from an institutional point of view but more importantly from a true integration of financial markets. There are at least two areas of improvement. First, some doubts remain about the implementation process, particularly regarding the bail-in tool, which is a cornerstone to avoid the sovereign-banking feedback loop. Second, there are some pending elements to achieve a true banking union such as the establishment of a European Deposit Insurance Scheme (EDIS). Progress in this area seems more difficult to achieve considering its connection with the debate on fiscal union.

All in all, despite the improvements, it is important to keep in mind that a significant part of the progress has been artificially supported by the continued intervention of the ECB. It remains to be seen what would happen without such assistance. Significant steps have been taken in the right direction, but we are still far from a complete and optimal financial integration.

3.1. INTRODUCCIÓN

La introducción del euro trajo consigo un acusado y rápido proceso de integración financiera entre los países miembros de la unión monetaria. La eliminación del riesgo cambiario y la centralización de la política monetaria facilitaron una integración casi plena de los mercados interbancarios y más atenuada de los mercados de los valores. Sin embargo, se mantuvo una acusada segmentación de los mercados de financiación minoristas, donde persisten barreras importantes².

En el caso de los mercados de deuda pública, la convergencia de las rentabilidades fue posiblemente excesiva, y los mercados no valoraron suficientemente las importantes diferencias en los fundamentos macroeconómicos que aún persistían entre los países del euro.

La crisis trajo consigo un cambio radical en estas tendencias. Al secarse los mercados interbancarios no colateralizados, especialmente entre entidades de distintos países, la

² Ver Comisión Europea (2015).



financiación interbancaria discurrió a través del BCE, reflejándose en posiciones cada vez más divergentes en el sistema de pagos TARGET entre los países acreedores (del núcleo) y deudores (de la periferia). La vuelta del riesgo país amplió los diferenciales de rentabilidad de la deuda pública, lo que alentó la preocupación por los problemas de sostenibilidad de los países con niveles de deuda más elevados, alimentando las especulaciones sobre una eventual ruptura del euro.

Dos medidas atajaron este peligroso proceso de fragmentación en el verano de 2012: la puesta en marcha de la unión bancaria y el firme compromiso del BCE por hacer «cuanto fuera preciso» por detener esta tendencia. Desde entonces, los indicadores de fragmentación se han corregido en gran medida y el riesgo de ruptura del euro se ha eliminado, aunque persisten elementos de vulnerabilidad en algunos sistemas bancarios y en algunos deudores soberanos.

En los últimos años, la implementación de un conjunto de medidas ha traído consigo importantes cambios y novedades. En el ámbito de la política monetaria, las reducciones de tipos de interés hasta situarse en terreno negativo (desde junio de 2014) vinieron acompañadas de medidas de estímulo cuantitativo (QE, por sus siglas en inglés) cada vez más amplias y agresivas. En el ámbito de la unión bancaria, la implantación de un supervisor único en el BCE (Mecanismo Único Supervisor, SSM por sus siglas en inglés) vino seguido de una autoridad de resolución única (SRB, por sus siglas en inglés) y un fondo único de resolución (SRF, por sus siglas en inglés).

Todos estos avances redujeron de manera abrupta el indicador sintético de fragmentación de BBVA Research (véase gráfico 1)³, hasta niveles similares a los registrados con anterioridad a la crisis griega, en la primavera de 2010. Después de alcanzar un mínimo a mediados de 2014, este indicador ha mostrado recientemente un cierto repunte que, a diferencia de lo observado en los años 2010-2012, no obedece a una pérdida de confianza (salidas de capitales) en los países periféricos, sino que es el efecto derivado de los programas de compras de activos (principalmente) y de las TLTRO. Aunque la interpretación de este repunte no es comparable a lo que ocurrió en el pasado, sí es un recordatorio de que los mercados monetarios europeos continúan en una situación de excepcionalidad, todavía lejos de la normalización, y los mercados de deuda y de financiación están soportados por las medidas extraordinarias del BCE. La gran cuestión es qué pasará cuando el BCE se retire del mercado.

También persisten elementos de fragmentación en el plano de la unión bancaria, el más evidente de los cuales es la ausencia de avances en el mecanismo único de seguro de depósitos (EDIS, por sus siglas en inglés). Existe acuerdo en que, desde un punto de vista conceptual, tiene poco sentido mantener seguros de depósitos fragmentados en una unión monetaria con un supervisor bancario único, una autoridad de resolución única y un fondo de resolución común. Pero, en la medida en que ello supone avanzar hacia elementos que rozan la unión fiscal, algunos países acreedores exigen

³ El indicador básicamente combina variables relativas al mercado de deuda soberana, mercado de crédito y financiación del sistema bancario a través del BCE. Así, una mayor dispersión de los tipos de interés de la deuda o de los tipos de crédito o una mayor apelación al BCE se asocian con un aumento de la fragmentación en la zona euro.



avances previos en mecanismos de reducción del riesgo, en especial el tratamiento regulatorio de la deuda soberana. Más allá de estos avances pendientes en el plano institucional, no conviene perder de vista que la aspiración final de la unión bancaria debe ser un mercado genuinamente integrado, en el que los bancos europeos puedan ofrecer sus productos de activo y de pasivo libremente a lo largo de la Eurozona, sin las cortapisas actualmente existentes.

En este capítulo se pasa revista, en primer lugar, a la evolución reciente de la fragmentación financiera en la Eurozona a la vez que se presenta un indicador sintético elaborado por BBVA Research que sintetiza la segmentación en distintos mercados (deuda, crédito y financiación de la banca) a lo largo de la última década. Asimismo, se examina el papel de las políticas del BCE en este proceso, con un foco de atención especial en las implicaciones de los tipos de interés negativos. En una segunda parte se abordan los avances en la unión bancaria: supervisión, resolución, seguro de depósitos y perspectivas de integración genuina de los mercados de servicios financieros.

3.2. FRAGMENTACIÓN FINANCIERA Y POLÍTICAS DEL BANCO CENTRAL EUROPEO

Desde el estallido de la crisis financiera global y en respuesta a la posterior crisis de deuda europea, el BCE ha adoptado una amplia batería de medidas para estabilizar la economía y procurar alcanzar su objetivo último, la estabilidad de precios. En condiciones normales, cualquier decisión del banco central se termina transmitiendo a la economía real a través de distintos canales. Los más directos son los mercados monetarios y las expectativas. A través de los mercados monetarios cualquier acción del banco central se termina trasladando, primero, a los bancos y, segundo, a los tipos de interés de las operaciones de crédito y depósito. Igualmente, la autoridad monetaria juega un papel clave en los tipos de interés de largo plazo, guiando las expectativas de los agentes. En concreto, la credibilidad del banco central es crucial para mantener bien ancladas las expectativas de inflación a medio plazo.

El reto del BCE para lograr su objetivo durante este periodo ha sido, si cabe, mayor que para otros bancos centrales, teniendo en cuenta las debilidades de las que adolecía y, todavía adolece, el marco institucional de la unión monetaria. A diferencia por ejemplo de Estados Unidos, la Eurozona carece de una unión fiscal (esto implica la falta de un Tesoro y de un activo libre de riesgo común para todos los países integrantes del euro). Igualmente, los mercados de capitales no están plenamente integrados y precisamente la crisis exacerbó el denominado sesgo doméstico en las carteras de los inversores (es decir, la preferencia por colocar los ahorros en activos nacionales), provocando un retroceso en el proceso de integración. Y, además, la unión monetaria carecía de un mecanismo único y consistente para dar respuesta al serio deterioro de algunos segmentos del sistema bancario, cuyas entidades desempeñan en la Eurozona un papel central en la intermediación financiera. Como resultado de todo lo anterior, el mecanismo de transmisión de la política monetaria se ha visto seriamente dañado, lo que ha supuesto un gran obstáculo para la normal actuación del BCE. Pero esto no le ha impedido actuar; más bien al contrario, el banco central ha buscado fórmulas para lograr una



actuación lo más eficaz posible y, así, contrarrestar las debilidades de una unión monetaria incompleta.

En los últimos cinco años, los avances institucionales han sido muy importantes pero desiguales. Sin duda los más significativos se han producido en el ámbito de la unión bancaria (que se abordan en el siguiente apartado), mientras que en materia de unión fiscal, si bien se han reforzado los mecanismos existentes y se han creado nuevas instituciones (como el Mecanismo Europeo de Estabilización, ESM por sus siglas en inglés) para abordar los potenciales problemas de solvencia soberanos, la unión fiscal sigue siendo, como tal, una aspiración. En lo relativo a la integración de los mercados financieros, también se han producido avances tras haber pasado por fases muy críticas. Sin embargo, estamos todavía muy lejos de una total integración.

A continuación se explora la fragmentación en la Eurozona en la última década y su estrecha vinculación con las medidas adoptadas por el BCE en este esfuerzo por recomponer el dañado mecanismo de transmisión de la política monetaria. Previo a ello, en el recuadro 1 se presenta el indicador de fragmentación financiera construido que permite hacer un buen diagnóstico (cuantitativo) del grado de mejora/deterioro que ha experimentado la integración de los mercados financieros en la unión monetaria.

GRÁFICO 1. ÍNDICE DE FRAGMENTACIÓN FINANCIERA EN LA EUROZONA (IFF)



Fuente: BBVA Research.

**RECUADRO 1****Una propuesta para medir la fragmentación en la Eurozona: el indicador de fragmentación financiera de BBVA Research (IFF)**

A fin de evaluar la fragmentación de la Eurozona, se ha construido un indicador compuesto que sintetice la desintegración que están experimentando en cada momento los distintos segmentos de los mercados financieros: mercado de deuda soberana (dado que el soberano es el activo de referencia para el resto de mercados), mercado de crédito bancario (dado que en la zona euro los bancos constituyen la principal fuente de financiación del sector privado) y mercado de financiación para la banca (que en la medida en que no funcione correctamente puede verse sustituido por el BCE).

El IFF se elabora mediante un análisis de los componentes principales, un método estadístico de extracción de los factores responsables del movimiento coincidente de distintas variables. Asumimos que la fragmentación financiera es el principal factor que influye en este movimiento coincidente y, mediante la extracción de este factor (el primer componente principal), creamos un índice a partir de los siguientes elementos: los rendimientos de los bonos soberanos a corto plazo, los tipos de interés de los préstamos, los saldos en TARGET y la apelación de liquidez al BCE⁴.

La evolución del IFF muestra tres etapas bien diferenciadas. Primero, el periodo 2010-mediados de 2012 marcado por una continuada segmentación de los mercados europeos como consecuencia de la crisis de deuda europea. La creciente preocupación por el riesgo de reestructuración de deuda soberana en países periféricos y el riesgo de ruptura del euro provocaron un aumento de la fragmentación financiera que llevó al indicador a máximos a mediados de 2012. La fragmentación era particularmente evidente en los mercados de financiación (tanto para el sector público como para los emisores privados), donde el origen geográfico del emisor determinaba las condiciones de acceso a dicha financiación (independientemente de las características específicas del emisor). En particular, para los países periféricos esto se tradujo en una sequía de los mercados de financiación y fuertes salidas de capitales. Segundo, el periodo 2012-2014 en el que el indicador revierte casi completamente el deterioro de la fase anterior. El punto de inflexión se produce con el anuncio del programa OMT (el programa de operaciones de compraventa simple del Eurosistema en los mercados secundarios de deuda soberana) anunciado por el presidente del BCE en respuesta al riesgo de ruptura del euro. Este anuncio, junto con el lanzamiento de la unión bancaria, atajó de forma efectiva el riesgo de desintegración del euro y, con ello, del riesgo soberano. El efecto más evidente fue la interrupción de las salidas de capitales de los países periféricos y la vuelta a cierta normalización en las condiciones de financiación en la zona euro (tanto por emisores soberanos como privados). En la última fase, desde mediados de 2014 hasta la fecha, el indicador muestra cierto deterioro. Este deterioro no lanza una señal tan negativa como en el primer periodo. De hecho no se están produciendo salidas de capitales, sino que refleja dos cosas: por un lado, una mayor apelación de los bancos de países periféricos a la liquidez barata del BCE (TLTRO I y II), una liquidez que está enfocada a dinamizar el crédito (lo cual no es necesariamente negativo) y, por otro lado, que la inyección de liquidez derivada del programa de compra de activos (QE) del BCE se está quedando en los países del núcleo (lo cual no es tan positivo).

⁴ En concreto, los componentes del índice son: el rango intercuartílico de los rendimientos de los bonos gubernamentales a dos años de los países de la Eurozona; la dispersión entre países (en concreto, el coeficiente de variación: la ratio de la desviación estándar respecto a la media) de los tipos de interés de los préstamos bancarios a las empresas y hogares (promedio); el suministro de liquidez bruta por parte del Eurosistema como porcentaje de los activos bancarios, y saldos positivos TARGET. Para combinar estos diversos indicadores, calculamos una puntuación Z para cada uno y luego estimamos el componente principal de dichas puntuaciones Z.



3.3. LA FRAGMENTACIÓN FINANCIERA Y LAS MEDIDAS DEL BCE: UNA HISTORIA EN TRES ETAPAS.

De forma muy esquemática podemos distinguir tres etapas. En una primera fase (2007-2010), en un contexto de crisis financiera global, el problema crítico para el normal funcionamiento de los mercados fue la falta de liquidez. Aquí, la función primordial del BCE, ante unos mercados que experimentaron una sequía absoluta, fue la provisión de liquidez al sistema, particularmente a los bancos, a través de subastas de liquidez (sin límites en la adjudicación, a tipo fijo y por un periodo largo de tiempo, hasta 36 meses).

En segunda fase (2010-2014), sin duda la más aguda, a la crisis financiera internacional iniciada en 2008 se superpuso la crisis de deuda soberana de la Eurozona en 2010. En particular, la intensificación de la crisis de deuda soberana en la segunda mitad de 2011 perjudicó notablemente a los mercados financieros de la Eurozona y puso de relieve un aumento de la fragmentación en varios segmentos del mercado:

- En los mercados de financiación, donde el origen geográfico del emisor de deuda pasó a ser la variable clave. Las entidades financieras de los países periféricos perdieron fuentes de financiación tanto en los mercados como a través de los flujos de depósitos, mientras que aquellas entidades situadas en los países centrales pudieron emitir deuda con rentabilidades atractivas, y además recibieron entradas de depósitos procedentes de los países más afectados por la crisis. Como consecuencia, las dificultades que atravesaban los bancos de los países periféricos para acceder a la financiación afectaron a la capacidad de los bancos para conceder créditos a los hogares y las empresas.
- En los tipos de interés de los préstamos bancarios, como resultado de la creciente diferenciación en las condiciones de financiación de los bancos atendiendo a su nacionalidad. Según los datos del BCE, la dispersión entre países en el acceso a la financiación aumentó significativamente durante la crisis de la deuda. En concreto, los tipos de interés a corto plazo disminuyeron levemente en los países centrales mientras que aumentaron notablemente en los países periféricos, principalmente en Italia y España, al mismo tiempo que el BCE estaba reduciendo los tipos de interés de referencia. La heterogeneidad de las condiciones de financiación en los países se tradujo en una importante disparidad en las condiciones de acceso a la financiación bancaria para las empresas y los hogares⁵.
- En la concentración de la liquidez proporcionada por el BCE en determinados países de la zona euro. En particular, los temores sobre los países periféricos contribuyeron a una reducción importante de las entradas de capital privado a estos países. Desde 2008, tras la caída de Lehman Brothers, el principal problema fue el deficiente funcionamiento del mercado interbancario europeo. Por tanto, el BCE se vio obligado a intermediar en los flujos interbancarios suministrando

⁵ En Fernández de Lis, Izquierdo y Rubio (2015) se analizan los determinantes de la formación de los tipos de crédito en algunos países periféricos y en algunos del centro de Europa, y se constata que el riesgo soberano es uno de los factores explicativos de los diferenciales entre ambos grupos de países.



liquidez a bajo coste. En este contexto, la pérdida de fuentes de financiación por parte de las entidades financieras de los países más afectados solo se compensó recurriendo en mayor grado y con mayor frecuencia a la financiación del BCE. El banco central facilitó abundante liquidez mediante la adjudicación plena las peticiones en todas las subastas en las operaciones de refinanciación efectuadas desde octubre de 2008 y, de forma más intensiva, a través de las dos operaciones consecutivas de refinanciación a largo plazo (LTROs, por sus siglas en inglés) a tres años llevadas a cabo en diciembre de 2011 y febrero de 2012. Más recientemente el BCE ha continuado proporcionando liquidez a largo plazo (a 4 años) a través de las TLTROs (operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico), pero esta vez enfocadas a la reactivación del crédito en la región, y no a resolver problemas de liquidez puntuales.

- El fuerte incremento de los saldos TARGET2 es un buen indicador de la fuerte segmentación en los mercados. Estos saldos TARGET2 son el espejo de la concentración de los préstamos del BCE en los países periféricos y de los depósitos en el BCE de los países centrales, unos saldos que se mantuvieron prácticamente equilibrados hasta mediados de 2007 y que, desde este momento, empezaron a aumentar ininterrumpidamente hasta mediados de 2012, punto en el que estos saldos superaron el billón de euros. A partir de esa fecha, y coincidiendo con el anuncio del OMT, se redujeron sustancialmente, hasta alcanzar 500.000 millones de euros a mediados de 2014 (niveles similares a los de principios de 2011).

En definitiva, estos mercados segmentados impedían la normal transmisión de la política monetaria y, por tanto, la consecución del objetivo del banco central. Para atajar esta situación extrema, en el verano de 2012 se aprobó el lanzamiento de la unión bancaria, lo que allanó el camino para que el BCE adoptase el programa de operaciones de compraventa simple del Eurosistema en los mercados secundarios de deuda soberana (OMT, por sus siglas en inglés), eliminado así, el riesgo de ruptura del euro. En última instancia, y si las circunstancias lo requerían, el BCE compraría deuda de cualquiera de los países integrantes de la Eurozona bajo la correspondiente condicionalidad del país en cuestión. Desde el anuncio de este programa a mediados de 2012, la fragmentación en los mercados financieros se redujo significativamente. La dispersión entre tipos de interés aplicados por las distintas entidades financieras del centro y de la periferia se empezó a reducir significativamente, casi un año después aunque se mantuvieron diferenciales imputables a una cierta persistencia del vínculo entre riesgo soberano y bancario. . Esto es, a pesar de estas mejoras, la transmisión de la política monetaria expansiva hacia los países más afectados por la crisis, los periféricos, siguió siendo todavía limitada.

En una tercera fase (a partir de 2014 hasta la fecha), el bajo crecimiento y la fuerte caída de las expectativas de inflación en la Eurozona, empujan al BCE a ir implementando de forma sucesiva todo un conjunto de medidas no estándar que engloban: la adopción de tipos de interés negativos (el tipo de depósito se recorta en junio de 2014 hasta el -0.10% y tras dos recortes adicionales se sitúa en octubre de 2016 en el -0.40%); el programa de compra de activos (bonos públicos y privados, *QE*, que se lanza a principios de 2015) y una nueva ronda de operaciones de liquidez a largo plazo (TLTRO I y II)

para asegurarse que los bancos, pieza central de la intermediación financiera en Europa, no afronten problemas de liquidez y coste de financiación. Debido a estas medidas y de acuerdo con el IFF, en esta tercera fase, la fragmentación financiera ha mostrado cierto deterioro por la mayor apelación de los bancos de países periféricos a la liquidez barata del BCE (TLTRO I y II) y, principalmente por el programa de compra de activos (QE). Así, las posiciones TARGET se han vuelto a ampliar (los saldos deudores de los países periféricos y los saldos acreedores de los países del núcleo europeo se amplían). Este aumento en las posiciones TARGET no se interpreta como una señal de tensión o de aversión al riesgo hacia los periféricos. De hecho, la mayor apelación al BCE no es necesariamente una señal negativa (salidas de capitales), como en el pasado. Con mercados de emisiones completamente abiertos para los bancos, la mayor apelación al BCE es más bien una opción de los bancos para reducir su coste de financiación y, en paralelo, el tipo aplicado a las operaciones de crédito a empresas y familias. Esto marca una diferencia crucial con lo ocurrido en los años anteriores. Dicho esto, la acumulación de liquidez que se está observando en los países del núcleo de Europa tras la puesta en marcha del QE no es una señal positiva⁶ pues el descalce entre los países con mayor exceso de liquidez (del núcleo) y con menor liquidez (periféricos), lejos de corregirse, está aumentando. Todo esto se refleja en el índice de fragmentación agregado e indica que el mercado interbancario sigue fragmentado. En definitiva, estamos lejos de un normal funcionamiento del mercado interbancario si la liquidez se sigue embalsando en los países del centro de Europa, a pesar del coste impuesto por el BCE (tipo de depósito al -0.40%), y no fluye a los países periféricos.

GRÁFICO 2. ESTRATEGIA DEL BCE PARA AFRONTAR LOS SUCESIVOS PROBLEMAS A LOS QUE SE HA ENFRENTADO LA EUROZONA DESDE EL ESTALLIDO DE LA CRISIS FINANCIERA GLOBAL



⁶ Con la puesta en marcha del APP, el aumento de las posiciones TARGET puede producirse por motivos diferentes a huida de capitales. Por ejemplo, si el Banco de España compra deuda pública española a un residente extranjero en Alemania (o un tercer país fuera de la zona euro) que decide, a su vez, mantener dicha liquidez en Alemania, la posición TARGET deudora de España se incrementa, y también la posición acreedora de Alemania.

En definitiva, se puede concluir que, sin duda, las medidas adoptadas durante casi una década por el BCE han logrado evitar eventos disruptivos en la Eurozona. Igualmente, dichas acciones están permitiendo restablecer cierta normalidad en el funcionamiento de los mercados financieros. Eso es particularmente cierto en los mercados de deuda, tanto pública como privada, donde se han estrechado los diferenciales de los tipos de interés de los bonos soberanos, corrigiendo la enorme divergencia entre los países del núcleo y la periferia. En la actualidad, las primas de riesgo son mejor reflejo de los fundamentales de cada soberano que en los momentos de máxima tensión, cuando descontaban una posible ruptura del euro. Igualmente, una vez estabilizada la situación financiera, la provisión de liquidez a largo plazo y en condiciones ventajosas a los bancos, está favoreciendo una traslación más efectiva a las operaciones de crédito de los agentes (familias y empresas). La mera presencia de la autoridad monetaria en estos mercados permite no sólo darles liquidez (o dicho de otra manera, reducir la prima de liquidez, por la presencia de un «gran comprador» en ese mercado), sino que también da confianza a los inversores. Con estas medidas se ha logrado reparar el mecanismo de transmisión en el mercado de crédito, donde los tipos de interés de las operaciones se han reducido sustancialmente en los países periféricos, convergiendo a los tipos de las economías centrales. Además, las entidades de estos países han vuelto a encontrar financiación en los mercados mayoristas con condiciones similares al periodo previo a la crisis de deuda, aunque todavía queda un largo camino para que los mercados interbancarios vuelvan a funcionar correctamente. El impacto de estas medidas se ve claramente reflejado en el indicador de transmisión de la política monetaria⁷ del BCE (gráfico 3) desde mediados de 2014. Esta es una condición necesaria, no sólo para alcanzar el objetivo último de estabilidad de precios, sino también para favorecer la re-integración financiera.

GRÁFICO 3. INDICADOR DE TRANSMISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA EN LA EUROZONA



Fuente: BBVA Research.

Valores por encima de cero indican un deterioro del mecanismo de transmisión de la política monetaria

⁷ El indicador básicamente considera tanto los diferenciales de los tipos de interés de las operaciones crédito respecto al tipo de referencia del BCE, como la dispersión de los tipos de crédito por país. Para un análisis en detalle véase Martínez y Navarro (2016).



Ahora bien, la gran cuestión, es si estamos ante una normalización genuina de los mercados financieros europeos o existe un cierto componente de espejismo derivado de la fuerte intervención del BCE. La prueba de fuego para la integración/fragmentación en la Eurozona se dirimirá cuando el BCE apunte a una estrategia de salida: desconectando al sistema financiero del actual esquema de provisión de liquidez, finalizando el programa de compra de activos y, por último, subiendo los tipos de interés. Y aquí el principal riesgo es que el proceso pueda revertirse. Esta normalización no se producirá de forma inmediata ni simultánea⁸. El caso de la Fed muestra que la estrategia de salida es complicada y llevará tiempo. Incluso está por ver si las medidas no convencionales pasarán a formar parte del arsenal «normal» de los bancos centrales, cuestión en torno a la cual hay un debate abierto en el mundo académico.

3.4. UN FOCO EN LOS TIPOS DE INTERÉS NEGATIVOS

En los últimos años, algunos bancos centrales (Dinamarca, Suiza, Suecia, así como el BCE y el Banco de Japón) se han sumado al «club de los tipos negativos». En un entorno donde los tipos de interés ya habían alcanzado el límite cero (Zero Lower Bound, ZLB en inglés) y, donde ya se habían adoptado otro tipo de medidas expansivas, algunos bancos centrales han decidido entrar en terreno negativo con objetivos distintos⁹. En principio, los tipos de interés negativos (o lo que es lo mismo, aplicar una penalización a los bancos por el exceso de liquidez que mantienen en la facilidad de depósito del BCE) pretenden, como cualquier recorte de tipos oficiales, incentivar a los bancos a movilizar la liquidez depositada en el BCE hacia el crédito al sector real de la economía. En el mismo espíritu, persiguen incentivar a los consumidores a ahorrar menos (consumir más), y a las empresas a invertir más.

En principio, los tipos negativos actúan a través de los canales tradicionales: canal de crédito, vía recomposición de portafolio a favor de activos de mayor riesgo y el tipo de cambio. Sin embargo, los tipos negativos tienen algunas especificidades¹⁰ y pueden tener efectos adversos no sólo sobre el sector financiero sino también para la transmisión de la política monetaria. De hecho, aunque los tipos negativos no han resultado, por ahora, disruptivos, hay un amplio consenso respecto a la existencia de un límite para los tipos negativos (el denominado tipo mínimo efectivo, o «effective lower bound»), un umbral por debajo del

⁸ El programa de compra de activos se prolongará, como mínimo, hasta marzo de 2017; la provisión de liquidez en formato de plena adjudicación, como mínimo, hasta diciembre de 2017; las subidas de tipos no esperamos que se produzcan hasta 2019, y la última de las TLTROs II vencerá, en principio, en marzo de 2021.

⁹ En el caso de los bancos centrales de los países nórdicos, el objetivo último es atajar las presiones apreciatorias de sus divisas que, a su vez, generan presiones desinflacionistas en estas economías. En otros casos, donde ya estaban aplicando políticas cuantitativas, los tipos negativos tratan de reforzar dichas medidas, que pueden resultar insuficientes dados sus rendimientos marginales decrecientes o el decreciente universo de activos susceptibles de ser adquiridos (aunque lógicamente han tenido también un efecto depreciador en el tipo de cambio).

¹⁰ Como por ejemplo que los depositantes, ante tipos negativos, opten por aumentar el efectivo, o que se presenten problemas técnicos para aplicar tipos negativos, Couéré (2016).



cual los tipos no sólo pueden tener el efecto contrario al deseado (restricción del crédito), sino que implican riesgos para la estabilidad financiera como se verá más adelante¹¹.

¿Cuál ha sido el impacto de los tipos negativos? Lo cierto es que evaluar de forma aislada sus efectos es muy difícil, porque es una medida que se ha adoptado junto con otras (TLTROs, anuncio del QE). Tanto el BCE¹² como el FMI¹³ han coincidido en evaluar como positivo el impacto de los tipos negativos en varios frentes: la reducción del coste de financiación para los bancos y los agentes (con la consiguiente contribución a dinamizar el crédito), el anclaje de los tipos de interés de largo plazo (por la señal que el BCE lanza rompiendo la barrera del cero, hay margen para hacer más recortes de tipos) y, por último, incentivando a la mayor toma de riesgo por parte de los inversores.

Sin embargo, como medida para favorecer la integración financiera en la Eurozona, los tipos negativos no parecen haber tenido el efecto deseado: no se ha conseguido reducir el exceso de liquidez de los bancos (Gráfico 4), ni impulsar el volumen de contratación en el mercado interbancario (Gráfico 5). Los sistemas bancarios que venían manteniendo un exceso de liquidez en el BCE, básicamente los bancos alemanes y franceses, no la han reducido, a pesar de la penalización que el BCE les está aplicando por ello.

Es más, la aplicación de tipos negativos ha estado y sigue estando sujeta a un amplio debate por las denominadas «consecuencias no deseadas». Aquí nos referimos fundamentalmente al impacto que puede tener en el comportamiento de los agentes económicos, en los intermediarios financieros e, incluso, en la estabilidad financiera¹⁴. Muy especialmente, preocupa el riesgo de que los tipos de interés negativos se trasladen a los depositantes y terminen provocando una retirada masiva de depósitos (acaparamiento de efectivo) y pongan en peligro la intermediación financiera. Por ahora, en la Eurozona, este efecto no deseado de los tipos negativos no se ha observado, dado que los bancos no los han trasladado a los depósitos minoristas. Pero en la medida en que sí se está trasladando a los tipos de interés de crédito, se puede decir que están afectando de forma asimétrica a la transmisión de la política monetaria y, además, a la rentabilidad bancaria a través del estrechamiento del margen de intereses. En definitiva, frente a los beneficios potenciales de este tipo de medidas, los posibles riesgos han de ser convenientemente evaluados. Conscientes de estas limitaciones, los bancos centrales que los han adoptado, particularmente el BCE, están monitorizando sus posibles consecuencias negativas. La rentabilidad bancaria no es en modo alguno un elemento que deba guiar la acción de los bancos centrales en condiciones normales. Sin embargo, la situación de fragilidad de segmentos importantes del sistema bancario europeo entraña riesgos para la estabilidad financiera que los tipos negativos tienden a exacerbar. Además, cualquier factor que debilite al sistema bancario en Europa tiende a interferir en el mecanismo de transmisión de la política monetaria. Así, en la reunión de política monetaria del BCE

¹¹ Para una perspectiva internacional sobre los tipos negativos, véase Jackson, H. (2015)

¹² Rostagno (2016)

¹³ FMI (2016)

¹⁴ En el caso de los agentes económicos, preocupa que los tipos bajos/negativos puedan inducir a mayor ahorro por razones precautorias, en lugar de a mayor consumo. Un impacto indeseado en los intermediarios financieros es que los bancos respondan con políticas de restricción de oferta de crédito. Y, en el caso de estabilidad financiera, a la posibilidad de que los tipos bajos/negativos contribuyan a generar burbujas.



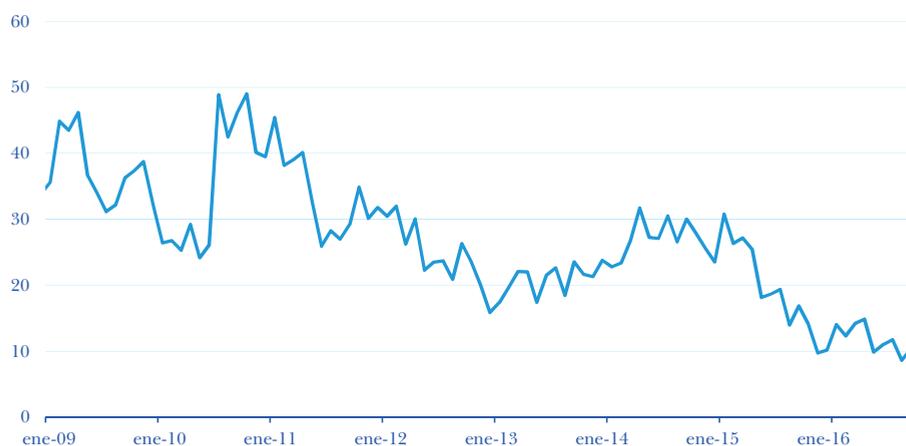
de marzo de 2016 donde el tipo de depósito se recortó hasta el -0.40%, la autoridad monetaria señaló que caso que fuera necesario tomar medidas expansivas adicionales, la estrategia iría más por la vía de compras de activos que por hacer recortes adicionales de tipos. Como resultado de todo ello, aunque el BCE mantiene un sesgo bajista y no ha descartado totalmente la posibilidad de hacer recortes adicionales de los tipos negativos, es poco probable que el BCE persista en esta estrategia.

**GRÁFICO 4. EXCESO DE LIQUIDEZ EN EL BCE,
MILES DE MILLONES DE EUROS**



Fuente: BCE.

**GRÁFICO 5. VOLUMEN DE CONTRATACIÓN MERCADO INTERBANCARIO,
EONIA, MILES DE MILLONES DE EURO**



Fuente: BCE.



3.5. LA UNIÓN BANCARIA

El proyecto de la Unión Bancaria puesto en marcha en el verano de 2012 fue – junto con las medidas de política monetaria abordadas en el epígrafe anterior — clave para revertir las tendencias de fragmentación que amenazaban el euro en aquel momento. Se ha señalado más arriba cómo ese indicador volvió gradualmente, a partir de ese momento, hacia los niveles previos a la crisis griega. Es difícil desentrañar el papel relativo de la política del BCE y los avances institucionales hacia la unión bancaria. El anuncio y la actuación del BCE fueron probablemente más decisivos para revertir la tendencia inicialmente, pero los avances en la unión bancaria fueron cruciales para mantener la tendencia a la baja en la fragmentación en un momento posterior. Los avances realizados desde entonces, en poco más de cuatro años, son ciertamente impresionantes:

- La Eurozona cuenta ahora con un nuevo supervisor bancario plenamente operativo, el SSM, con sede en el BCE, pero con independencia en su estructura de gobierno respecto a la pata de política monetaria, y en el que se integran todos los supervisores nacionales. Se ha contratado a más de mil personas para el nuevo brazo supervisor del BCE; se ha puesto en marcha toda una panoplia de nuevas políticas de supervisión; se ha llevado a cabo una revisión de la calidad de los activos de los bancos europeos y varias baterías de pruebas de estrés, para disipar la incertidumbre sobre la salud de los bancos europeos (con éxito sólo parcial, como se comentará más adelante); y se está desarrollando una nueva cultura de supervisión, que se beneficia de las mejores prácticas entre los supervisores de la Eurozona.
- Se ha creado una nueva autoridad de resolución de la Eurozona, el Mecanismo Único de Resolución (SRM, por sus siglas en inglés), en la que participan las autoridades nacionales de resolución de todos los países miembros, plenamente operativa desde enero de 2016. El SRM está trabajando en los planes de resolución de los bancos europeos y en la determinación del colchón mínimo de pasivos con capacidad de absorción de pérdidas (el llamado MREL, por sus siglas en inglés) que permita que las crisis se resuelvan sin recursos de los contribuyentes, en aplicación de la herramienta de bail-in aprobada en la Directiva europea de Recuperación y Resolución de Bancos (BRRD, por sus siglas en inglés). Esta Directiva establece que los acreedores bancarios (excluyendo los depositantes) absorberán en condiciones normales la mayor parte de las pérdidas en las crisis bancarias.
- En paralelo al SRM se ha creado un nuevo Fondo Único de Resolución (SRF, por sus siglas en inglés) que, tras un periodo de adaptación de ocho años, integrará los diferentes fondos de resolución nacionales existentes, aunque con una sustancial avance los dos primeros años (en los que se pondrá en común un 60% de los fondos). Este Fondo, que será financiado por los bancos, implica un elemento significativo de mutualización de la resolución bancaria, aunque debe verse en combinación con la herramienta de «bail-in» mencionada más arriba. Esto implica que el Fondo Único de Resolución se usará poco en la práctica,



pero su existencia es muy importante para asegurar un respaldo común a las entidades europeas, que no dependa de la fortaleza del respectivo Tesoro, y que contribuya por tanto a la ruptura del pernicioso vínculo entre riesgo bancario y riesgo soberano.

- El ESM ha aprobado una herramienta para la recapitalización directa de los bancos, diseñada para evitar que los soberanos excesivamente endeudados se vean obligados a incurrir en operaciones de rescate bancario, exacerbando así el bucle de riesgo bancario-soberano. Aunque el uso de esta herramienta está sujeto a condiciones muy exigentes y sólo se podrá usar como último recurso, este instrumento es un elemento importante para el diseño de la unión bancaria.

Todos estos cambios eran impensables hace pocos años. El progreso realizado es más notable teniendo en cuenta las considerables dificultades en las que han sido adoptadas todas estas medidas, en medio de una persistente crisis económica, con los bancos todavía bajo sus efectos, en el contexto de una reforma global de la regulación financiera que está cambiando radicalmente las bases de la regulación bancaria internacional, y con elementos importantes de fragmentación aún presentes. Aunque con frecuencia la toma de decisiones en Europa es lenta y frustrante, en este caso los avances han sido muy notables.

El reconocimiento de los avances no impide que debamos también reconocer las deficiencias. Las hay de dos tipos: (i) aspectos en los que se ha avanzado, pero cuya implementación suscita dudas, y (ii) elementos pendientes para alcanzar los objetivos finales.

Respecto a los avances incompletos, cabe destacar los siguientes:

- La supervisión reforzada, la limpieza de balances, las medidas de transparencia y los test de estrés no han disipado las dudas sobre los bancos europeos. A lo largo de 2016 han aflorado de manera recurrentes dudas sobre la solidez de algunos segmentos del sistema bancario europeo y algunas entidades concretas que, en combinación con una elevada incertidumbre regulatoria, han alimentado la desconfianza de los inversores. Ello se ha traducido en un comportamiento bastante mediocre de las cotizaciones bancarias.
- El mecanismo de «bail-in», piedra angular del nuevo marco de resolución, no ha pasado la prueba decisiva de la implementación práctica, pero las crisis recientes confirman las grandes reticencias de los políticos a la hora de aplicarlo. Si no es creíble su aplicación, toda la estrategia de separación del riesgo bancario y soberano (objetivo último de la unión bancaria) quedará en entredicho.
- La arquitectura que se ha puesto en marcha da la impresión de ser excesivamente prolija y compleja, y descansa en una multiplicidad de autoridades nacionales y europeas cuya coordinación en una situación de crisis es una incógnita.

GRÁFICO 6. COMPORTAMIENTO DEL SECTOR BANCARIO EN BOLSA DE LOS PAÍSES DE LA ZONA VS. COMPORTAMIENTO DEL ÍNDICE GENERAL



Fuente: Bloomberg y BBVA Research.

Respecto a los elementos pendientes, en junio de 2016 el Consejo acordó una hoja de ruta para completar la unión bancaria, que descansa en parte en las conclusiones del llamado Informe de los Cinco Presidentes, publicado unos meses antes. En sus conclusiones destacan dos aspectos: el establecimiento de un respaldo público al SRF y el establecimiento de un Sistema Europeo de Seguro de Depósitos (EDIS, por sus siglas en inglés). Un solo Fondo de Garantía de Depósitos (FGD) es el elemento decisivo que queda para completar la unión bancaria, ya que la persistencia de los FGD nacionales perpetuaría la percepción de una estrecha conexión entre cada sistema bancario y su soberano. Téngase en cuenta que, por mucho que los FGD estén dotados plenamente por los bancos, e incluso teniendo en cuenta un régimen de bail-in tan potente (en teoría) como el europeo, la confianza de los depositantes en el respaldo por el FGD depende de manera crucial del apoyo (tácito o explícito) del correspondiente gobierno. En las circunstancias actuales, y a pesar del supervisor único y del mecanismo de resolución único, con su correspondiente Fondo de Resolución, los depósitos de los bancos europeos continúan contando con el respaldo último de sus gobiernos respectivos, lo que implica que persiste un elemento de fragmentación muy importante.

Alemania ha condicionado los progresos hacia el EDIS a que se avance previamente hacia mecanismos de reducción del riesgo, en particular en lo que se refiere al tratamiento del riesgo soberano en los balances bancarios. El argumento de que «es necesario reducir el riesgo antes de compartirlo» tiene cierta lógica, pero no se debe olvidar que



todo lo que se ha hecho en regulación financiera desde la crisis de Lehman (desde el reforzamiento de la regulación de capital y liquidez al nuevo marco de resolución, pasando por la reforma de los mercados de derivados OTC, medidas de transparencia o de regulación del sistema bancario en la sombra, por mencionar sólo algunas de las líneas de las líneas de reforma) ha ido dirigido a la reducción del riesgo. Adicionalmente, no hay ninguna conexión en particular entre el debate de EDIS y el riesgo soberano, y su vinculación en las negociaciones no tiene otra lógica que la del «quid pro quo». El Comité de Basilea está trabajando en la revisión del tratamiento del riesgo soberano, y Europa no debe condicionar los avances en la unión bancaria a los resultados de este debate. Sin embargo, es importante entender que no se avanzará hacia el EDIS hasta que no se resuelvan los importantes elementos de desconfianza que persisten entre los países de la Eurozona, en particular respecto a la voluntad política de implementación de la herramienta de bail-in. Si existiera esta confianza en la implementación del bail-in, resultaría claro que el EDIS goza de un muy elevado grado de protección ante posibles pérdidas: primero el bail-in de al menos el 8% de los pasivos de la entidad, después el SRF hasta un límite del 5% también sobre los pasivos, después un bail-in adicional de otros pasivos distintos de los depósitos, y después la posibilidad de un respaldo público común, antes de recurrir al EDIS). Si ese esquema gozara de credibilidad, posiblemente se vencerían en buena medida las reticencias de Alemania y otros países.

Respecto a las discusiones sobre un respaldo público al SRF, se acordó empezar los trabajos en septiembre de 2016, en la medida en que todos los países hubieran llevado a cabo de manera exitosa la trasposición de la Directiva de Recuperación y Resolución de Bancos (BRRD, por sus siglas en inglés). Las ideas barajadas hasta ahora son poco ambiciosas, y van poco más allá de un acuerdo para repartir el apoyo entre los Tesoros nacionales.

Como telón de fondo de estas discusiones y del evidente parón en los avances hacia la finalización de la unión bancaria cabe mencionar, además de la enorme desconfianza entre los países miembros sobre el grado de compromiso con la implementación de la herramienta de bail-in, señalada más arriba, una dificultad objetiva en los avances hacia una mutualización plena tanto de los FGD como del respaldo público al SRF, como resultado de la evidente conexión de estos avances con los objetivos de unión fiscal. Todo ello se ha visto adicionalmente dificultado por las dudas sobre la salud de los bancos europeos y el Brexit, que ha desplazado la agenda de preocupaciones europeas a otros asuntos.

A nadie se le oculta que los avances hacia la unión fiscal requieren reformas en áreas mucho más amplias que el sistema bancario, y en última instancia una reforma del Tratado para la que hoy por hoy no hay apetito político ni perspectivas realistas de que se pueda llevar a cabo con éxito. El Informe de los Cinco Presidentes contiene una serie de propuestas e ideas para mejorar la gobernanza de la Eurozona, incluidos cambios en el marco de disciplina fiscal, el procedimiento de desequilibrios macroeconómicos, la coordinación de las políticas económicas y la gestión del proceso de convergencia, entre otras. El informe también contiene ideas sobre la función de estabilización fiscal, incluido un mecanismo para evaluar la adecuación de la posición fiscal del conjunto de la Eurozona, y sobre la creación de un Tesoro de la Eurozona. En su conjunto, son avances que preparan el terreno para una posible unión fiscal en algún momento futuro.



Hay también sobre la mesa propuestas que afectan a la UE en su conjunto, como la Unión de Mercados de Capitales, que busca una integración y profundización de los mercados de financiación no bancarios. En paralelo, la Comisión ha puesto en marcha una iniciativa para identificar y eliminar obstáculos a la provisión transfronteriza de servicios financieros dentro de la UE, donde el mercado único sigue siendo más una aspiración que una realidad. Persisten numerosas barreras de facto, en aspectos como el uso de colateral, la legislación sobre insolvencias o el acceso a los registros de crédito nacionales, que limitan la oferta de servicios financieros a ciudadanos de la UE (y de la Eurozona) por parte de bancos residentes en otros países.

Es importante, en este sentido, no perder de vista que el objetivo final de la unión bancaria es un sistema bancario unificado, en el que cualquier ciudadano en cualquier lugar de la Eurozona pueda operar con cualquier banco independientemente de dónde se encuentran sus oficinas centrales, o de si tiene sucursales o filiales en el país de residencia de este ciudadano en particular. Un ejercicio útil es pensar en la unión bancaria de Estados Unidos como referencia. Está claro que estamos muy lejos de ese objetivo.

Las reformas institucionales son importantes, pero aún es más importante aumentar la competencia transfronteriza para que los clientes de los bancos puedan beneficiarse de los nuevos avances en la tecnología digital, que permite ofrecer mejores servicios con costos mucho más bajos sin necesidad de presencia física. La verdadera unión bancaria consiste en que cualquier banco pueda ofrecer cualquier servicio dentro de la Eurozona sin obstáculos legales o prácticos. En un momento en el sistema bancario de la Eurozona se enfrenta a un horizonte de poca rentabilidad, la innovación puede ser un elemento de cambio para restablecer una rentabilidad del capital por encima de su coste. Es importante que todas las partes (reguladores, responsables políticos, participantes en el mercado, consumidores) entiendan que los cambios institucionales y regulatorios no pueden alcanzar por sí mismos los objetivos finales de la unión bancaria. Son necesarios cambios más profundos en los modelos de negocio, en las prácticas bancarias y en los canales de relación con los clientes.

En este proceso es muy posible que se produzcan fusiones transfronterizas dentro de la Eurozona. Pero colocar, como se hace frecuentemente, las fusiones como el elemento central de los avances, en lugar de los progresos más profundos hacia un genuino mercado único, es colocar el carro antes de los bueyes. Las fusiones vendrán como resultado de esa creciente integración, pero no tienen por qué ser su detonante. Las políticas deberían centrarse en eliminar barreras, y no en propiciar fusiones «per se».

En resumen: se han hecho avances notables hacia la unión bancaria, pero queda mucho por hacer para alcanzar un punto final todavía bastante lejano, tanto en el plano institucional como en el mucho más profundo de la verdadera integración de los mercados.

3.6. CONCLUSIONES

Sin lugar a dudas, el BCE ha jugado un papel clave a la hora de atajar los problemas de fragmentación que arreciaron tras la crisis de deuda europea y el riesgo de ruptura del euro. En particular, el OMT supuso un punto de giro radical, tal y como ilustra de



forma muy evidente el indicador de fragmentación financiera en la Eurozona de BBVA Research. En particular, en los mercados de deuda soberana, los tipos de interés son mejor reflejo de los fundamentales de cada soberano y las entidades de crédito de los países periféricos han vuelto a encontrar financiación en los mercados mayoristas con condiciones similares al periodo previo a la crisis de deuda. Una vez que se contuvo dicho riesgo, el resto de medidas adoptadas por el BCE también están siendo efectivas para reestablecer el mecanismo de transmisión de la política monetaria dentro de cada país, tal y como se desprende de la reducción de los tipos de interés de las operaciones de crédito, sobre todo en la periferia, y su convergencia con los países del núcleo. Sin embargo, no parece que estas medidas estén consiguiendo dar un nuevo impulso a la reducción de la fragmentación entre los países de la Eurozona. Por un lado, los tipos negativos no han logrado el objetivo deseado, esto es, reducir el exceso de liquidez en el sistema y propiciar los flujos interbancarios transfronterizos. Y por otro, el QE está teniendo como efecto indirecto un aumento del exceso de liquidez en los países del núcleo europeo, lo que se está traduciendo en un repunte de los indicadores de fragmentación. Por tanto, cabe señalar que todavía persisten elementos de fragmentación en la zona euro, sobre todo, en el mercado interbancario. Dicho esto, conviene recordar que, en general, estamos en una situación en la que los mercados financieros están «intervenidos» (afectados) por la actuación del BCE. Por tanto, es cuestionable si la relativa normalización a la que asistimos es genuina o no. La prueba de fuego llegará cuando el BCE se retire del primer plano, y esto llevará todavía un tiempo.

La unión bancaria también ha contribuido de manera importante a la reversión de la fragmentación desde 2012 y a eliminar las dudas sobre la ruptura del euro. Los avances en el ámbito institucional son ciertamente impresionantes, desde el supervisor único a la autoridad y el fondo de resolución. Pero la pérdida de impulso político y las dudas sobre la mutualización de riesgos han provocado un parón en la unión bancaria, cuyo último eslabón (la unificación de los seguros de depósitos) sigue pendiente.

Más allá de los avances institucionales, conviene no perder de vista que la aspiración final de la unión bancaria (un mercado de servicios financieros genuinamente integrado) está todavía lejos. Es importante eliminar las barreras que aún persisten para la oferta de servicios financieros entre los países de la Eurozona, y aprovechar las oportunidades que ofrecen en este sentido los avances tecnológicos en el terreno de la banca digital, para lo cual es clave una regulación adecuada.

REFERENCIAS:

- Comisión Europea (2015): «Green Paper on retail financial services: better products, more choice, and greater opportunities for consumers and businesses».
- Couéré, B (2016): «Assessing the implications of negative interest rates, Speech at the Yale Financial Crisis Forum», Yale School of Management, New Haven, 28 July 2016
- Fernández de Lis, S., Izquierdo, J.F. y Rubio, A. (2015): «Determinantes del tipo de interés del crédito a empresas en la Eurozona», Documento de trabajo 15/09, BBVA Research



- Jackson, H. (2015): «The international experience with negative policy rates», Bank of Canada Staff Discussion Paper, No. 2015-13, November 2015.
- FMI (2016): Euro Area policies, Selected issues, FMI Country Report 16/220
- Martínez, M. y Navarro J. (2016): «Transmisión de la política monetaria en la zona euro, seguimiento a través de un indicador sintético» Observatorio BCE, BBVA Research.
- Rostagno (2016): «Breaking through the zero line: The ECB's Negative Interest Rate Policy», Brookings Institution, 6 June 2016.



4. LA POLÍTICA MONETARIA EN EL ÁREA EURO DURANTE 2016

JOSÉ RAMÓN DIEZ GUIJARRO¹

EXECUTIVE SUMMARY

It's been eight years since, at the end of 2008, the European Central Bank (ECB) began a long road seeking to offset the negative effects of the crisis on inflation, activity and financial stability in Europe. The ECB has applied a wide battery of measures, both conventional and innovative, and has assumed responsibility for banking supervision. The decisions of the last twelve months have meant to delve into the strategy of previous years, expanding financial asset purchase programmes and intensifying long term liquidity programmes with the aim of countering the collapse of inflation expectations in the last two years.

The result, so far, is an increase in the balance sheet of the ECB, which is close to 3.4 trillion euros (32% of euro area GDP, compared with a maximum of 25% in the U.S.), with a securities portfolio amounting to 1.8 trillion euros. In addition, composition of ECB funding to the banking sector has changed and is now predominated by long term loans (LTRO already exceed 500 billion euros) while traditional auctions of short-term funding have been losing share (33 billion euros in October 2016). The average duration of ECB funding granted to financial institutions stands about three years, compared to less than one month in 2007. However, excess liquidity has increased steadily, reaching 1 trillion euros currently. This shows the lack of normalization of the funding channel and increases the importance of the deposit facility rate within the operational framework of monetary policy, since it currently sets the minimum rate at which the ECB can purchase assets in primary or secondary markets.

This extensive package of measures has sought to complement the bank transmission mechanism, relaxing credit conditions to the private sector and reactivating credit growth. But, above all, its main goal has been to counter the collapse in inflation expectations from the spring of 2015 due to the intense fall in oil prices. It is early to tell whether the objectives have been met as price expectations have not undergone noticeable changes until Trump's victory in the U.S. presidential elections. However, although inflation is still far from its objective (0.5% in October), forecasts for the next 24 months have increased significantly, thanks to the stabilization of oil prices around \$45/50. Moreover, according to

¹ Director del Servicio de Estudios de Bankia y Profesor Asociado de Economía en IE Business School y CUNEF. jdiegz@bankia.com



ECB's own internal calculations, in the absence of extraordinary measures, prices in Europe would be more than one full percentage point below current levels.

The result of all these measures has been a deep impact on all tranches of the yield curve. The Eonia entered into negative territory in September 2014, followed by the Euribor 12 months in February 2016. Consequently, public debt yields have steadily dropped down, until Trump's victory. In some cases such as in Germany, almost 80% of public debt references have shown negative returns. And, similarly, in the third quarter of 2016 yields of private investment-grade issuers dropped below 1%.

In the banking sector, the unconventional measures the ECB have had a relevant impact on lending conditions, contributing to the improvement of supply conditions and a significant reduction in loan rates. However, the recovery of activity is modest and heterogeneous, both by sector (stronger for households than for non-financial corporations) and by countries (with stock growing in core countries, but falling in the periphery, still on deleveraging mode). Therefore, it seems that the marginal efficiency of these measures, besides being asymmetrical, is starting to decrease significantly. In addition, unintended consequences for the profitability of the financial sector are becoming important. In fact, the risk is that we are approaching the benchmark rate (reversal rate) at which the negative effects on bank profitability end up affecting credit performance.

Ultimately, such an aggressive strategy has its risks and its costs, including the transfers of income from savers to debtors, the risk of corrections in the bond markets or the negative impact on business models of key sectors such as finance and insurance. Moreover, its implementation may also have opposing effects. The extension of quantitative easing to private bonds has ended negatively affecting bank financing to large corporates, hindering the target that banks must comply with to fully benefit from the TLTRO.

In this context, the anticipated increase in inflation during the following months, together with the probability of a more expansive fiscal policy in Anglo-Saxon countries in the coming years, point to a change in the combination of economic policies at the global level, which would require central banks to begin to normalize monetary policy from 2017. In the case of the ECB, the first step of the normalization process will be the management of the withdrawal of QE over the next 18 months to avoid overreaction in debt markets. Certainly, the task will not be easy and communication strategy will play a key role in order to minimize the potential negative effects. However, the sooner the ECB gets started the better.

4.1. ÚLTIMAS MEDIDAS DE POLÍTICA MONETARIA

Si el año 2015 se significó, en materia de política monetaria, por el hito histórico de la introducción de medidas no convencionales en la estrategia del BCE, el año 2016 se ha caracterizado por la profundización en esta estrategia hasta emular la actuación de otros bancos centrales como la Reserva Federal de EEUU.

En enero de 2015, el BCE anunció la inclusión de títulos del sector público en el programa de compra de activos, que hasta entonces sólo alcanzaba a cédulas hipotecarias y bonos de titulación por un importe de unos 11.000 millones de euros de media al mes,



que se mostraba insuficiente. Con la ampliación del perímetro que suponía la incorporación de la deuda soberana y deuda de agencias e instituciones europeas, aumentó su capacidad de compra hasta los 60.000 millones de euros al mes.

Hasta marzo de 2016, el BCE no introdujo cambios importantes en su estrategia de expansión cuantitativa, aunque fue realizando, en distintos momentos, ajustes técnicos que apuntaban a las dificultades a las que tendría que hacer frente en el futuro por el agotamiento del *stock* de activos elegibles para sus compras. Concretamente, el 3 de septiembre de 2015 elevó del 25% al 33% el límite del saldo vivo por emisión que como máximo podía tener en cartera; y tres meses después, el 3 de diciembre de 2015, anunció una futura inclusión de deuda regional en su perímetro de compras, una medida que no se ha llegado a implementar. En marzo de 2016, el BCE anunció una ampliación del volumen de compras mensuales y la incorporación de una categoría más de activos, los bonos privados de empresas no financieras. También, se elevó el límite máximo de compras por emisión o emisor para los títulos de organismos internacionales hasta el 50% desde el 33% (ver recuadro 1).

RECUADRO 1

Quantitative Easing I (marzo de 2015)

Los detalles del programa de compra de activos fueron los siguientes:

- **Volumen:** 60.000 millones €/mes a partir de marzo de 2015, incluyendo las compras de bonos de titulación y cédulas hipotecarias
- **Mercado:** bonos de titulación y cédulas hipotecarias tanto en primario como en secundario; la deuda pública sólo en el mercado secundario.
- **Plazo:** desde marzo de 2015 hasta septiembre de 2016.
- **Activos:** deuda pública UEM.
- **Rentabilidad:** límite en el -0,20%, coincidente con el tipo de la Facilidad de Depósito.
- **Vencimientos:** desde 2 años hasta 30 años.
- **Límites:** 25% del saldo vivo de una emisión y 33% del saldo vivo de un emisor.
- **Rating:** nivel de inversión, nota mínima BBB- o equivalente.
- **Prevalencia como acreedor:** no se asigna al BCE una condición senior, sino que le corresponderá el mismo tratamiento que al resto de acreedores.
- **Las compras se realizan en función de la clave de capital de cada país en el BCE.**
- **Se ejecuta de forma descentralizada, a través de cada banco central nacional.**
- **El 20% de las compras corresponde a deuda pública emitida por agencias/instituciones europeas y el riesgo derivado de ellas será compartido entre el Eurosistema. El 80% restante corresponde a deuda pública de Estados, correspondiendo el riesgo a cada banco central nacional.**

Quantitative Easing II (marzo de 2016)

Los detalles del programa de compra de activos ampliado con la inclusión de bonos corporativos son los siguientes:

- **Las compras mensuales se incrementan hasta 80.000 millones €/mes desde abril. Su ejecución se llevará a cabo hasta marzo de 2017.**



- *A partir de junio se incluyen bonos privados, considerándose como tales los títulos emitidos por cualquier entidad no financiera ubicada en la UEM. También están incluidos los títulos de compañías de seguros.*
 - *Moneda: títulos denominados en euros.*
 - *Rating: nivel de inversión, nota mínima BBB- o equivalente.*
 - *Plazo de los bonos: desde 6 meses hasta 30 años.*
 - *Mercado: puede comprarse en primario y en el secundario.*
 - *Límites por emisión: 70%.*
 - *Rentabilidad: límite en el -0,40%, coincidente con el tipo de la Facilidad de Depósito.*

Asimismo, en el ámbito de las medidas no convencionales, en marzo de 2016 se retomaron, con algunas modificaciones, las operaciones de inyección de liquidez a muy largo plazo con objetivos específicos relacionados con el crédito, que se habían puesto en marcha el 5 de junio de 2014 bajo la denominación de TLTRO (*Targeted Longer-Term Refinancing Operations*). La finalidad de esta medida era reforzar el mecanismo de transmisión de la política monetaria, relajando las condiciones de crédito al sector privado y estimulando un incremento de la concesión del mismo. Para ello, se vincularon los términos de las operaciones a la mejora de la actividad crediticia del sector bancario con las empresas no financieras y con las familias, excluyéndolos préstamos para la adquisición de vivienda. En el segundo programa, el BCE buscó un mayor impacto sobre las condiciones y los volúmenes de crédito a través de condiciones de tipos de interés más atractivas (ver recuadro 2).

RECUADRO 2

Primer programa TLTRO I

- *Se efectúan dos operaciones inicialmente:*
 - *Importe inicial estimado de 400.000 millones de euros.*
 - *Su coste se ligó al tipo de interés medio del repo del BCE más 10 pb.*
 - *Se celebraron una en septiembre y otra en diciembre de 2014.*
 - *Concesión de hasta un 7% del saldo de préstamos, a 30 de abril de 2014, al sector privado no financiero excluyendo aquellos cuya finalidad fuera la compra de vivienda.*
- *Trimestralmente, desde marzo de 2015 y hasta junio de 2016, las entidades podían pedir financiación adicional por un importe de hasta 3 veces el préstamo neto concedido al sector privado entre unas fechas pre-determinadas.*
- *Tanto los TLTRO iniciales como los trimestrales, tenían vencimiento en septiembre de 2018, aunque se podían amortizar anticipadamente después de 24 meses.*
- *Las entidades que no cumplieran determinados objetivos de volumen de préstamo neto a la economía real tendrían que devolver la financiación obtenida en septiembre de 2016.*

Segundo programa TLTRO II

- *Cuatro operaciones trimestrales desde jun-16 hasta mar-17.*
- *La fecha de vencimiento es diferente en cada una de ellas y será de cuatro años desde su realización.*



- *Las entidades podrán solicitar hasta el 30% de la cartera elegible de préstamos que tenga en enero de 2016.*
- *El tipo de interés será el del tipo repo del BCE existente cuando se resuelvan las operaciones.*
- *No obstante, si el préstamo neto de una entidad supera el benchmark asignado, el tipo de interés aplicable será más bajo, incluso podrá ser tan bajo como el de la Facilidad de Depósito (-0,40% actualmente). Esto último se producirá cuando la entidad supere su benchmark en un 2,5% hasta el 31 de enero de 2018.*

Una de las consecuencias de la puesta en marcha de las operaciones de financiación a plazos tan amplios ha sido la modificación substancial del vencimiento medio del suministro de liquidez total por parte del BCE al conjunto de entidades de contrapartida. A finales de 2016, éste superaba los tres años, frente a una concepción original en la que las operaciones principales de financiación, cuyo plazo es de una semana, serían la principal vía de suministro de liquidez y de señalización de la política monetaria. En concreto, en octubre de 2016, figuraba en el activo del BCE un saldo próximo a 33.000 millones de euros bajo la rúbrica de operaciones principales de financiación, frente a un saldo de 514.000 millones en concepto de operaciones de financiación a largo plazo que engloba las operaciones a tres meses y las operaciones de TLTRO. Visto de otro modo, los préstamos a una semana, que eran las operaciones más habituales antes de la crisis al representar el 85% del total, han pasado a constituir sólo un 1% en España. En el caso del conjunto de la UEM, han pasado de suponer el 70% al 8%.

En cuanto a la compra de activos, el efecto más directo ha sido el cambio en la composición de la cartera de títulos del BCE. El volumen total de compras a través de los programas vigentes a finales de 2016 asciende a 1,45 billones de euros, que se suman a los 129.000 millones de euros de los programas SMP (*Securities Market Program*) y de los dos programas de compra de cédulas hipotecarias, todos ya cerrados.

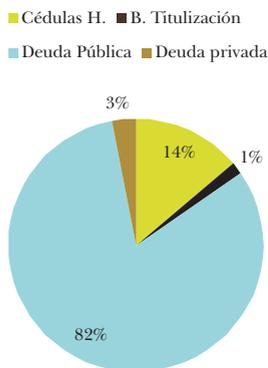
La expansión cuantitativa del BCE se ha centrado en la compra de deuda pública, como demuestra el hecho de que el 82% del total esté materializado en este tipo de activo. Hasta la inclusión de la deuda pública, las compras medias mensuales de cédulas y titulizaciones apenas llegaban a los 11.000 millones de euros (ver gráficos 1 y 2). Con su inclusión, el volumen medio alcanza el objetivo del BCE de 60.000 millones al mes y, posteriormente, la ampliación de éste hasta los 80.000 millones sigue sustentada en la deuda pública. La incorporación a las compras de los títulos de deuda privada no financiera, con una media mensual de unos 7.500 millones de euros, apenas ha aliviado la gran dependencia de la expansión cuantitativa de los títulos de deuda ya que, al mismo tiempo, se ha reducido a la mitad el ritmo medio de compras de cédulas y titulizaciones.

Los datos apuntan a que la expansión cuantitativa del BCE no es sostenible sin seguir comprando mayoritariamente deuda pública. El resto de activos no parecen ser capaces de aliviar la presión que sufre la deuda. De hecho, el universo de tires negativas ha llegado a comprender a todos ellos, en mayor o menor medida, lo que indica que todos sufren un desequilibrio entre oferta y demanda que, de ampliarse del lado de la demanda, podría generar distorsiones aún más profundas en la formación de precios.

El volumen de compras de deuda pública asciende, en octubre de 2016, a 1,147 billones de euros. De este importe, 128.650 millones corresponden a títulos de organismos supranacionales y los 1,02 billones restantes a deuda de gobiernos. Casi el 80% de esta cifra se concentra en la deuda de las cuatro mayores economías de la UEM, a saber,

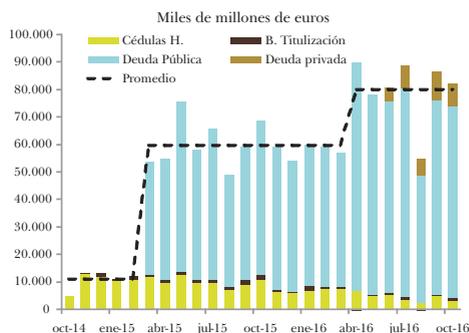
Alemania (acapara el 26,8% del total de títulos comprados), Francia (21,27%), Italia (18,50%) y España (13,27%) (ver gráficos 3 y 4).

GRÁFICO 1. DISTRIBUCIÓN POR ACTIVOS DEL QE



Fuente: Bloomberg.

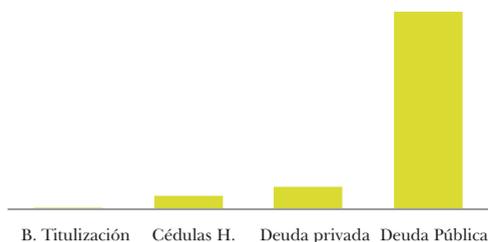
GRÁFICO 2. RITMO MENSUAL DEL QE DEL BCE
Miles de millones de euros



Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO 3. COMPRAS MEDIAS AL MES

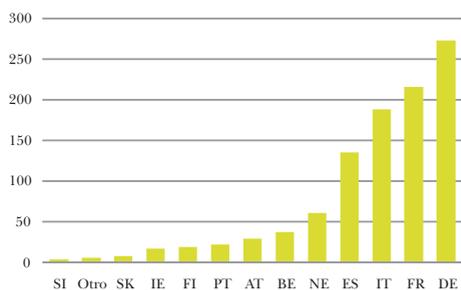
Con el objetivo actual de 50.000 mill/mes



Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO 4. COMPRAS ACUMULADAS POR PAÍSES

Miles de millones de euros (hasta oct/16)

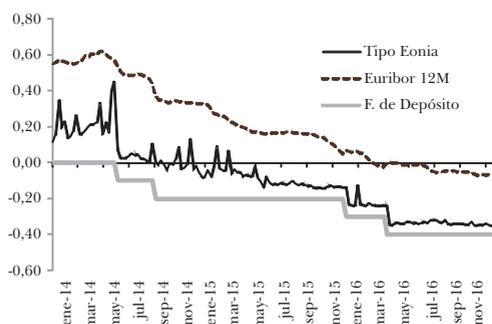


Fuente: Bloomberg.

4.2. EFECTOS DE LA POLÍTICA MONETARIA SOBRE LOS MERCADOS

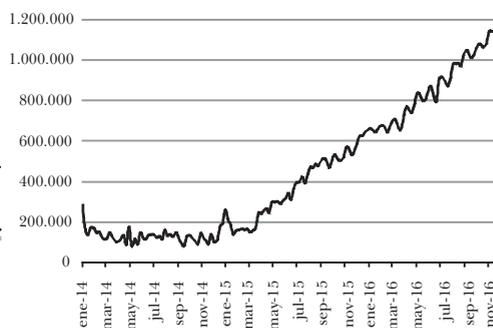
El BCE situó el tipo de la facilidad de depósito en niveles negativos por vez primera en junio de 2014, en el -0,10%, y lo redujo tres meses después hasta el -0,20%, convirtiéndose, de facto, en el nuevo tipo de interés de referencia de la política monetaria. Dos bajadas adicionales, hasta su nivel actual del -0,40%, han tenido un efecto incuestionable sobre el resto de la curva de tipos. Así, el tipo de interés a un día (Eonia), entró en niveles negativos por primera vez en la historia en septiembre de 2014 y no ha vuelto a niveles por encima del 0% desde entonces. Incluso, el Euribor a 12 meses marcó el hito histórico de entrar en territorio negativo en febrero de 2016, registrando un mínimo en el -0,079% (ver gráfico 5).

GRÁFICO 5. EONIA, EURIBOR A 12M Y FAC. DEPÓSITO



Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO 6. EXCESO DE LIQUIDEZ
Millones de euros



Fuente: Bloomberg.

Esta situación extraordinaria en cuanto a los tipos de interés guarda relación con los sucesivos recortes de los tipos de referencia del BCE, que situaron el tipo repo en el 0% en marzo de 2016. Aunque también se debe al extraordinario volumen de liquidez que ha inyectado al sistema mediante las operaciones TLTRO y las compras de activos. Tanto es así, que el exceso de liquidez del sistema se acerca a 1,2 billones de euros, habiéndose multiplicado por seis veces desde marzo de 2015, entendiéndose por exceso aquellos recursos suministrados por el BCE que superan las necesidades de las entidades para cumplir con el coeficiente de caja (ver gráfico 6). De esta manera, el balance del BCE se ha incrementado un 175% desde septiembre de 2007. Por tanto, hay dos partidas cuyo aumento sobresale sobre el resto. En el activo, la rúbrica de valores representa el 53% del total, mientras que en el pasivo, la rúbrica «depos de bancos» supone casi el 36% frente a un 15% antes del inicio de la crisis. En cuanto a la partida de valores, se reflejan las compras de activos llevadas a cabo, en tanto que en «depos de bancos» el incremento de los saldos depositados por las entidades en sus cuentas en el BCE (ver gráfico 7).

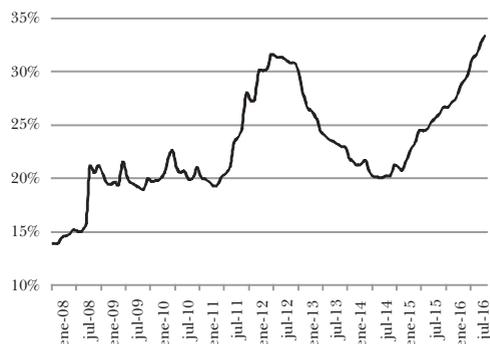
GRÁFICO 7. BALANCE RESUMIDO DEL BCE

ACTIVO		PASIVO	
Oro	412.634	Billetes y moneda	1.099.269
Valores	1.895.544	Depos de bancos	1.265.300
OPF	32.639	Depos de AAPP	270.607
OFLP	512.214	Otros pasivos	398.796
Fac. de Crédito	37	Cta. Revalorización	418.545
Otros activos	700.285	Capital y Reservas	100.836
Total =	3.553.353	Total =	3.553.353

Datos en millones de euros.

Datos del 21/11/16.

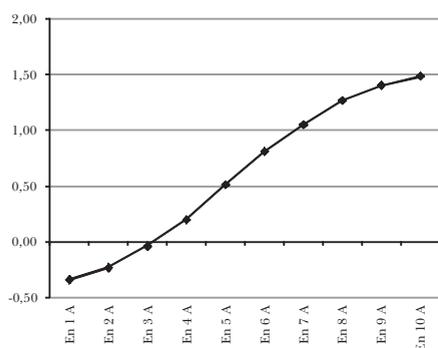
GRÁFICO 8. BALANCE DEL BCE s/PIB UEM



Fuente: Bloomberg.

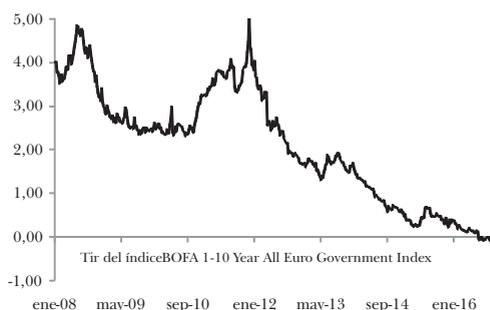
El esfuerzo llevado a cabo por el BCE también puede medirse en relación al producto interior bruto (PIB) de la UEM (ver gráfico 8). Actualmente, el tamaño de su balance representa casi el 34% del PIB comunitario, cifra récord que supera los niveles alcanzados en los peores momentos de la crisis de la deuda soberana de la región. Sólo el Banco de Japón, entre los grandes bancos centrales, ha hecho un esfuerzo mayor, al representar su balance el 90% de su PIB. En el caso de la Reserva Federal de Estados Unidos esta cifra es del 24%. Otra línea de actuación del BCE ha sido desarrollada a través de su política de comunicación con el propósito de influir sobre las expectativas de los agentes. El mensaje de que los tipos de interés permanecerán en niveles reducidos un largo periodo de tiempo se hace visible en la curva de tipos esperados a plazo por el mercado: no se espera que el tipo de interés a un día vuelva a situarse por encima del 0% hasta dentro de tres años, nada menos. En cuanto al tipo de la facilidad de depósito, el mercado cotiza que se mantendrá en -0,40% en 2017 y parte de 2018 (ver gráfico 9).

GRÁFICO 9. TIPO A 1D IMPLÍCITO EN CURVA OIS



Fuente: Bloomberg y Bankia Estudios.

GRÁFICO 10. TIR COMPUESTA DEUDA SOBERANA UEM



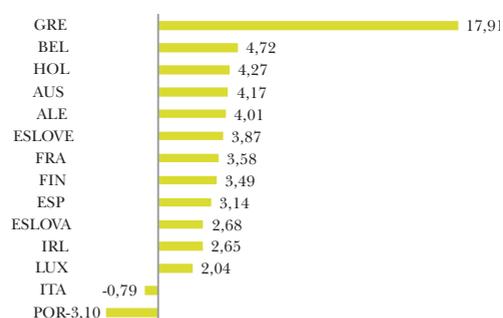
Fuente: Bloomberg.

Después del famoso «whatever it takes» de julio de 2012, el camino de las tasas de rentabilidad de la deuda pública (las “tires”) del área euro, salvo episodios puntuales como los provocados por la reedición de la crisis griega, ha sido a la baja (ver gráfico 10). Esto ha conducido a la misma anomalía comentada anteriormente sobre los tipos de interés de corto plazo: rentabilidades negativas en los títulos de un amplio grupo de países. Así, en 2016 se han visto tires negativas en Alemania hasta el plazo a 10 años (mínimo en el -0,20%) y, en el caso de España, han alcanzado hasta el plazo a cuatro años.

La combinación de la trayectoria bajista de las tires junto con una duración cada vez más elevada de la deuda en circulación, por el efecto de los cupones cada vez más bajos, ha convertido a la inversión en esta categoría de activos en una de las más rentables en 2016, superando claramente a la renta variable, si bien esta tendencia podría haberse agotado ya (ver gráfico 11).

La actividad desarrollada por el BCE ha tenido otros efectos negativos, como el apreciable impacto en la liquidez del mercado de deuda pública, aunque no es el único responsable ya que la reducción del papel de los *market makers*, por los límites regulatorios, también ha afectado. El volumen negociado se ha reducido un 50% en tan sólo dos años y su relación con el saldo vivo se sitúa en 0,7 veces. Este ratio es el más bajo desde el año 1989, cuando el mercado de deuda pública no estaba tan desarrollado como actualmente (ver gráfico 12).

GRÁFICO 11.
INDICES DE BONOS SOBERANOS
Rentabilidad en 2016



Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO 12. LIQUIDEZ DEUDA A LARGO ESPAÑOLA
Volumen total negociado/saldo total en circulación

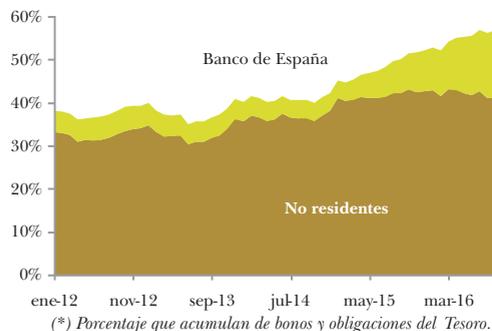


Fuente: Bloomberg.

Una consecuencia de las compras de deuda pública por el Banco de España, derivada de la implementación del programa aprobado por el BCE, ha sido que, en menos de dos años, su cartera de bonos y obligaciones representa cerca del 16% del saldo vivo, lo que significa un aumento de 10 puntos porcentuales (ver gráfico 13). Sólo el sector de entidades financieras (23%) y el de no residentes (41%) superan la cuota alcanzada por el Banco de España. El efecto sustitución que ha supuesto sobre el resto de inversores se manifiesta claramente en la moderación que empieza a observarse en la cuota de los inversores no residentes.

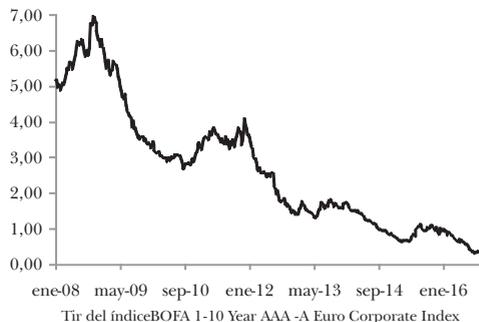
Al igual que en el caso de la deuda pública, las rentabilidades de los títulos de emisores privados han registrado una espectacular evolución a la baja, situándose a finales de 2016, de media en el área euro y para la categoría de inversión, por debajo del 1% (ver gráficos 14). Ello ha sido posible gracias a la intensa caída de las rentabilidades de la deuda pública, que actúan de referencia, y al notable estrechamiento de las primas de riesgo. La inclusión de la deuda no financiera en el programa de compras del BCE ha supuesto el último impulso dentro de esta larga trayectoria, el cual no sólo ha sido favorable para las referencias compradas.

GRÁFICO 13. CUOTA DE NO RESIDENTES Y DEL BANCO DE ESPAÑA (*)



Fuente: Banco de España.

GRÁFICO 14. TIR COMPUESTA DEUDA CORPORATIVA UEM



Fuente: Bloomberg.

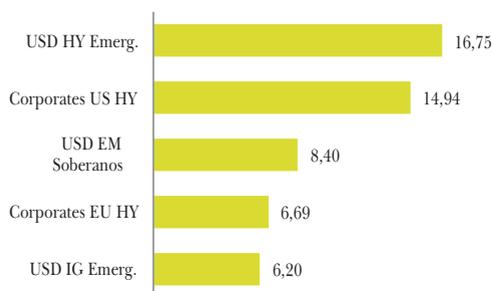
Unas rentabilidades cada vez más bajas, e incluso negativas, en los activos considerados tradicionalmente de menor riesgo, han empujado a los inversores hacia otros activos con rentabilidades positivas y mayores. Entre los beneficiarios de estos flujos están la deuda pública de Estados Unidos y los bonos corporativos con *rating* especulativo, conocidos como *high yield*. Además de ellos, subiendo en la escala de riesgo, se encuentra, como otra gran beneficiada, la deuda emergente, denominada en dólares y en moneda local, de emisores soberanos y también privados. La combinación de un fuerte interés inversor y de un entorno de bajísimos costes de financiación ha sido aprovechada por los emisores privados. En el mercado español, por ejemplo, las empresas han dado un mayor peso a la financiación vía mercados, en detrimento de la financiación bancaria. Por un lado, aquellas con una mayor tradición emisora han logrado emitir deuda en condiciones históricamente ventajosas, mientras que, por otro, el número de debutantes en el mercado ha sido notorio (ver gráficos 15 y 16).

Por tanto, la combinación de una caída de los tipos de interés de emisión a mínimos y de una mayor facilidad de las empresas para acudir al mercado en busca de financiación, incluso en aquellos casos en los que los bonos emitidos no son elegibles en el programa de compra del BCE por su elevado riesgo, demuestra que no se ha producido el temido efecto *crowding out*, es decir, un aumento de la preferencia de los inversores en invertir su dinero en deuda pública frente a la renta fija privada. Es más, se ha asistido a una tendencia bajista de las primas de riesgo de los bonos corporativos, por la presión de la demanda inversora con el fin de buscar mayor rentabilidad en un contexto de tipos de interés muy bajos.

En este contexto, una de las anomalías más notables que ha provocado la presión compradora en el mercado de renta fija ha sido que un buen número de activos ofrecen rentabilidades negativas. Ello significa, no sólo que los inversores no reciben rentabilidad por prestar su dinero que les compense por la renuncia temporal a este bien y por el riesgo asumido, sino que, incluso, pagan un importe superior del que finalmente recibirán cuando venzan los bonos. Para el conjunto de la deuda pública de la UEM, su volumen ha llegado a suponer el

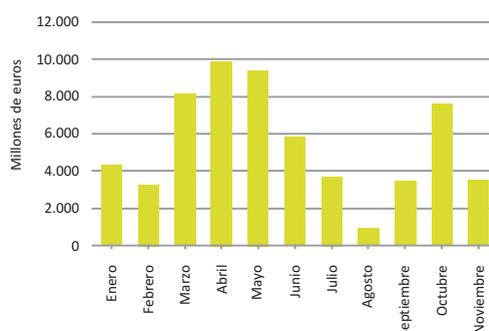
45% del total que, siendo elevado, no lo es tanto comparado con países como Alemania, que llegó a tener el 80% de sus bonos con rentabilidades negativas (ver gráfico 17).

GRÁFICO 15. OTRO TÍTULOS DE DEUDA
Rentabilidad en 2016



Fuente: Banco de España.

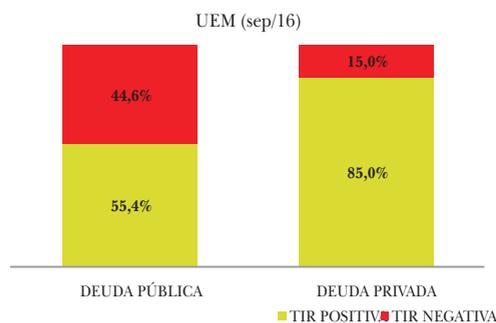
GRÁFICO 16. EMISIONES CORPORATIVAS EN ESPAÑA
2016



Fuente: Bloomberg.

El problema comentado de la pérdida de liquidez en el mercado de deuda pública, también existe en el de deuda privada y, probablemente, es más acusado por ser un mercado más heterogéneo (ver gráfico 18). Las causas son, también, las mismas, principalmente la menor presencia de los bancos desempeñando el papel de *market makers* debido a ciertos requisitos regulatorios. Por otro lado, la posibilidad de que el BCE pueda comprar hasta el 70% de una emisión es bastante elocuente de la menor liquidez posterior que pueden sufrir los títulos restantes, máxime si la vocación del BCE es mantenerlos hasta su vencimiento, algo que parece probable.

GRÁFICO 17. RENTABILIDADES DE LA DEUDA UEM (sep/16)



Fuente: Bloomberg y Bankia Estudios.

GRÁFICO 18. OBLIGACIONES RENTA FIJA PRIVADA
Volumen negociado en AIAF y mercado bursátil

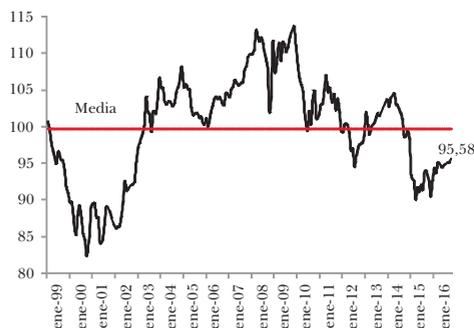


Fuente: Banca de España.

También es importante revisar la incidencia de la política monetaria sobre el tipo de cambio. Desde el inicio de la crisis, el euro, en términos efectivos reales, se ha depreciado un 17% (ver gráfico 19). Un movimiento así supone una ganancia de competitividad muy importante, aunque no es mérito que cabe atribuir en exclusiva a las medidas llevadas a cabo por el BCE. Hasta 2012 la pérdida de valor de euro se debió, principalmente, al cuestionamiento de su propia supervivencia. Es desde 2014 hasta finales de 2016 cuando sí se puede imputar a la estrategia del BCE una parte importante de los descensos del euro. Actualmente, cuando ya parece que se acerca el momento de un cambio de estrategia y a la vista de la infravaloración del euro, cabe plantearse si se ha producido el final de su tendencia de depreciación. Aunque también dependerá en buena parte de la combinación de política económica que nos pueda ofrecer la nueva administración americana.

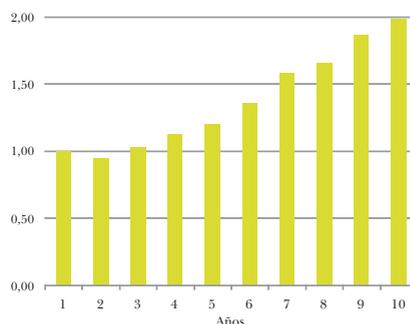
A pesar de todo lo anterior, el BCE no ha logrado que los agentes económicos confíen en el éxito de sus medidas para conducir la inflación cerca, pero por debajo del 2%. De hecho, a día de hoy, la inflación implícita cotizada por los *swaps* no supera el 1,5% antes de siete años, lo cual, posiblemente, refleja un exceso de pesimismo del mercado y le expone a un ajuste brusco si, en el futuro, el BCE tiene éxito en su objetivo (ver gráfico 20).

GRÁFICO 19. TIPO DE CAMBIO EFECTIVO REAL DEL EURO



Fuente: Bloomberg.

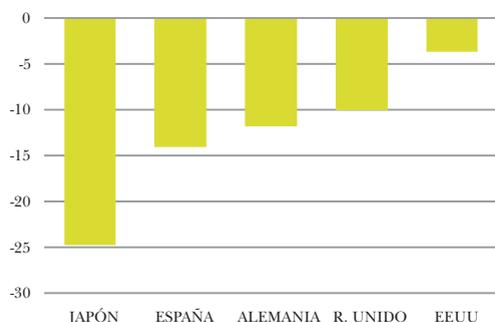
GRÁFICO 20. INFLACIÓN ANUAL DESCONTADA EN LA UEM
Tasas implícitas en la curva de los swaps de inflación



Fuente: Bankia Estudios.

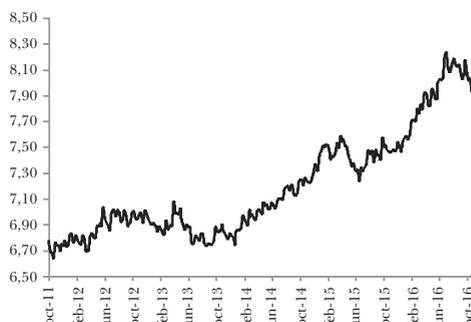
Finalmente, existe una amplia coincidencia de opiniones respecto a que las tires de la deuda pública han caído en exceso y, por tanto, los precios son demasiado elevados. La discusión gira, sobre todo, respecto a la magnitud de la desviación del precio frente al que sería su valor justo. Hay casos especialmente llamativos, en los que, incluso, las rentabilidades reales, deducida la inflación actual, son negativas. La pérdida teórica de los bonos a 10 años de varios países si sus respectivos bancos centrales alcanzaran su objetivo de inflación a largo plazo podría llegar, en media, a un 12% según algunas estimaciones (ver gráfico 21).

GRÁFICO 21. SIMULACIÓN DE PÉRDIDAS BONO 10A
Hipótesis bbcc alcanzar objetivos de inflación



Fuente: Bankia Estudios.

GRÁFICO 22. DURACIÓN MEDIA
Índice global de bonos de gobiernos



Fuente: Bank of América-Merrill Lynch y Bloomberg.

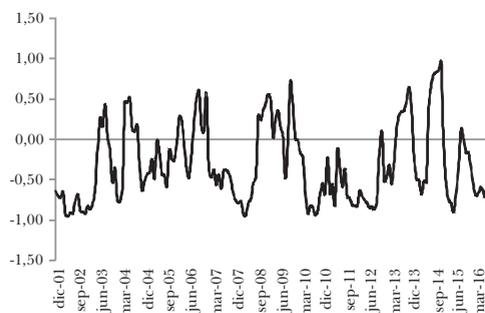
Cualquier subida de las tires daña el valor de los bonos, efecto que se ve amplificado cuanto mayor es la duración de los mismos (ver gráfico 22). Este parámetro, que mide la sensibilidad del precio de un bono a cambios en las tires de mercado, no ha dejado de aumentar en los tres últimos años. La explicación se debe a dos efectos: por una parte, la rebaja de los cupones de los bonos a medida que se han ido ajustando a las condiciones de mercado; y por otra, la ampliación de los plazos de emisión por parte de los emisores al tratar de aprovechar las favorables condiciones de financiación de mercado. Se llega, así, a una situación en la que la sensibilidad del mercado de deuda pública a un posible repunte de las tires es muy alta.

Si al riesgo de sobrevaloración se suma el riesgo de menor liquidez del mercado e, incluso, en algunos casos, el asociado a la menor solvencia de los emisores ya que se ha reducido el número de países con la máxima calificación crediticia, es lógico plantearse si se puede seguir hablando de activos libres de riesgo tal y como se conocen en el mundo financiero a los bonos soberanos (ver gráficos 23 y 24). Este hecho viene a complicar mucho, por ejemplo, la gestión de activos. La estrategia básica de diversificar carteras asignando pesos a la renta variable y a la renta fija puede haber perdido eficacia debido a la correlación positiva entre ambas categorías de activos observada en el último año (en los últimos 15 años el 61% del tiempo la correlación ha sido negativa).

En definitiva, algunas de las consecuencias que tendrá la extensión del programa de compra de activos decidida por el BCE en diciembre serán, por un lado, que las rentabilidades se mantengan demasiado tiempo en niveles excesivamente bajos y, por otro, una adicional reducción de la liquidez del mercado (nuestras estimaciones apuntan a que, si el BCE ejecutase su programa en tiempo y en volumen según lo decidido en su última reunión de 2016, acabaría poseyendo el 30% del total del saldo vivo de deuda pública). La solución a este problema sería aumentar la tipología de activos objeto de compra, aunque esta medida tendría que ser temporal pues extendería el problema a otros segmentos del mercado. Por tanto, dados los efectos negativos analizados y la mejo-

ra del contexto económico, no se puede descartar que el BCE acabe recortando su programa de compra, salvo en el caso de que asistiésemos a episodios intensos y prolongados de aversión al riesgo provocados, por ejemplo, por la negociación de un *Brexit* duro o por los temores de fragmentación de la zona euro, si en los comicios del año que viene en Francia, Holanda y Alemania vencen las formaciones políticas partidarias de su salida de la UEM. En estas circunstancias, el BCE podría recurrir a incorporar dentro de los activos comprados a la deuda regional (posibilidad que ha sido ya aprobada pero que aún no se han desarrollado sus aspectos operativos) y no debería descartarse la inclusión, incluso, de renta variable.

**GRÁFICO 23. CORRELACIÓN RV-
DEUDA PÚBLICA
S&P 500 vs Índice Barclays USA
Agg Total Return**



Fuente: Bloomberg.

**GRÁFICO 24. MOVIMIENTOS EN
RANTINGS SOBERANOS
Economías desarrolladas
entre 2007-2015**

	Nº Países	Rating medio	
		2007	oct-15
Total	28	AA+	AA-
Asia-Pacífico	5	AA+	AA+
America	2	AAA	AAA
Europa	20	AA+	A+
Resto	1	A-	A+

Fuente: BIS, Quarterly Review, Dic/15.

En cualquier caso, ahora mismo, todo apunta a que la subida de las expectativas de inflación, especialmente en EEUU, podría llevar a la Reserva Federal el año que viene a liderar un proceso global de normalización de las políticas monetarias.

4.3. EFECTOS DE LA POLÍTICA MONETARIA SOBRE EL SISTEMA BANCARIO

Los mercados bancarios de la UEM juegan un papel central en la transmisión de los estímulos monetarios debido a la alta dependencia de la economía europea de la financiación bancaria, especialmente evidente en el caso de las empresas, para las que el peso del crédito en sus balances se sitúa de media, en los últimos 14 años, en niveles superiores al 50% frente a algo más del 20% en Estados Unidos. Su función, no obstante, se ha visto deteriorada en los últimos años de crisis por el lento proceso de reparación y saneamiento de los sistemas bancarios de algunos países, que ha introducido restricciones graves (desapalancamiento, fragmentación, morosidad, solvencia, etcétera) a la hora de expandir el crédito que la economía real necesita para su reactivación. El paquete de medidas no convencionales del BCE ha tenido, desde su lanzamiento en 2014, un

impacto relevante en las condiciones de financiación de la UEM, contribuyendo a una significativa reducción del coste del crédito y a la mejora de las condiciones de la oferta.

Desde que a mediados de 2014 se pusieron en marcha las medidas no convencionales, el tipo medio sintético de nuevas operaciones de crédito a familias y empresas en la UEM ha experimentado una reducción significativa, de un punto porcentual, hasta situar el coste de la financiación bancaria al sector privado en niveles mínimos, sin precedentes en Europa. La reacción de las tasas de interés ha sido rápida e intensa, lo que contrasta con la baja sensibilidad mostrada durante los anteriores episodios de bajadas de tipos, cuando los problemas de fragmentación de los mercados mantuvieron el coste del crédito en niveles persistentemente altos en los países más afectados por la crisis, los periféricos. Precisamente, en esta ocasión, son estas economías las que se encuentran a la cabeza del ajuste de precios, destacando España, donde las referencias del crédito nuevo se han recortado en más de un punto porcentual desde mayo de 2014, si bien en algunas de las modalidades como nuevas operaciones con pymes (operaciones con empresas por importe inferior a un millón de euros) la caída ha superado los dos puntos porcentuales, alcanzando un nivel de 2,50% en septiembre de 2016, comparable al de economías como la alemana, con quien en abril de 2013 se llegó a alcanzar un diferencial de +242 puntos básicos (ver gráfico 25). Con esta reacción, la dispersión de los tipos bancarios entre los países del euro se ha reducido, recuperando un grado de convergencia similar al que existía en los años previos al inicio de la crisis, principalmente en los segmentos de empresas (ver gráfico 26). Esta significativa relajación de los costes de financiación también se ha trasladado a los tipos de interés de los saldos vivos, especialmente en las modalidades crediticias con precios vinculados a referencias del mercado, como ocurre en las carteras hipotecarias españolas, donde el tipo de interés, tras descender unos -80 puntos básicos desde mayo de 2014, se sitúa en el 1,33% en septiembre de 2016, uno de los más bajos de la UEM.

GRÁFICO 25. TIPOS DE INTERÉS DE NUEVOS CRÉDITOS. VARIACIÓN MAY 14-AGO16 puntos porcentajes

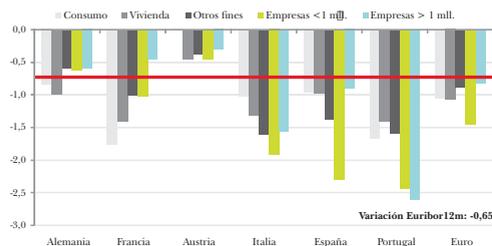
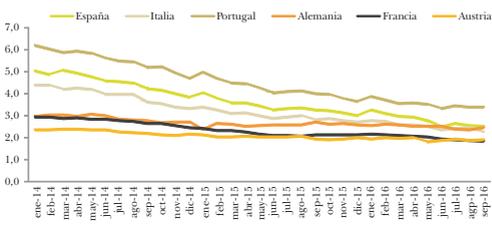


GRÁFICO 26. NUEVOS CRÉDITOS A PYMES Tipo de interés medio, %

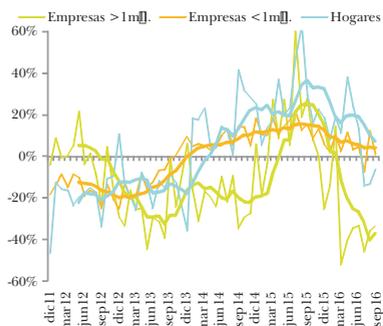


Fuente: Bankia Estudios y BCE.

Por lo que se refiere a los efectos esperados sobre el volumen de financiación, la reducción del coste del crédito debería servir de estímulo a la demanda al aumentar la

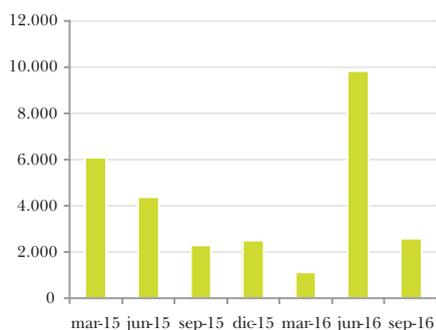
capacidad de endeudarse de familias y empresas al tiempo que sitúa un mayor número de proyectos en el umbral de la rentabilidad. Por otra parte, se incentiva la oferta con medidas de estímulo a la originación, directamente o a través de la titulización. Conforme a esta predicción, los flujos del crédito nuevo revelan un dinamismo creciente de la actividad de financiación en Europa desde mediados de 2014. En la UEM, al igual que en España, los importes de nuevas operaciones de hogares (vivienda, consumo y otras financiaciones) y de pymes vienen registrando tasas de variación interanual positivas desde 2014. Por el contrario, las nuevas operaciones con grandes empresas muestran una mayor variabilidad y, tras experimentar una rápida recuperación en el año 2015, han experimentado una corrección en 2016 (ver gráfico 27). Esta falta de estímulo se explica por diferentes causas, entre ellas, la disponibilidad de fuentes de financiación alternativas, tanto internas vía generación recursos propios, como externas en los mercados. En este último ámbito, la desintermediación se ha visto favorecida por el anuncio del nuevo programa de compra de deuda corporativa no financiera del BCE, que ha animado el proceso de sustitución de deuda bancaria por deuda corporativa bajo condiciones excepcionalmente favorables. En España se ha observado este fenómeno, de forma que mientras el flujo acumulado de crédito en operaciones de más de un millón de euros caía un tercio en el acumulado del año hasta septiembre (descenso de unos 57.000 millones de euros), en los mercados de deuda se disparaban las emisiones (algo más de 16.000 millones hasta octubre) (ver gráfico 28). La pérdida de negocio bancario no ha sido compensada por los mayores flujos a pymes y hogares, que aunque su importe acumulado entre enero y septiembre ha aumentado un +5% respecto al mismo período del año anterior, hasta los 185.000 millones de euros, sólo supone +9.000 millones más de financiación que el año pasado.

GRÁFICO 27. VARIACIÓN INTERANUAL DE NUEVAS OPERACIONES DE CRÉDITO EN ESPAÑA



Fuente: Bankia Estudios y BCE.

GRÁFICO 28. EMISIONES CORPORATIVAS EN ESPAÑA. VOLUMEN TRIMESTRAL
Millones €



Los indicadores cualitativos de la encuesta de préstamos bancarios confirman la mejora de las condiciones de la oferta de préstamos y la recuperación de la demanda.



De acuerdo con las respuestas de las entidades se constata que, desde 2014, tanto en el conjunto del área euro como en España, la aprobación de los préstamos a sociedades no financieras y a familias permanece sin cambios o se relaja ligeramente trimestre tras trimestre, con pocas excepciones por tipología de financiación. Las condiciones generales de los préstamos son progresivamente más laxas, especialmente en cuanto a márgenes medios aplicados y, por su parte, la demanda es percibida como expansiva la mayor parte de los trimestres, si bien en los primeros meses de 2016 se reconoce un retroceso en el segmento de grandes empresas en España, que se explica por la comentada desintermediación que el programa del BCE ha propiciado. Asimismo, la encuesta constata que la presión competitiva entre entidades bancarias se ha convertido en un estímulo importante a la hora de mejorar las condiciones de la oferta de crédito.

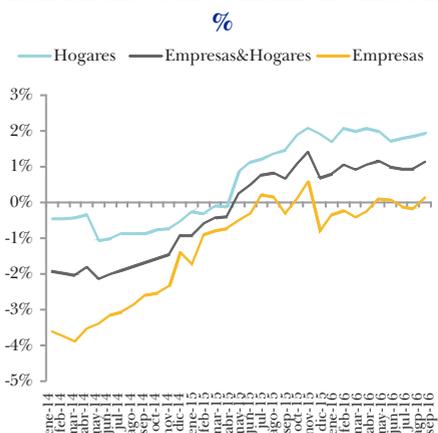
No obstante, a pesar del buen comportamiento observado de los flujos de crédito nuevo y de las condiciones de los préstamos desde las medidas monetarias de 2014, todavía se está lejos de conseguir una aceleración sustancial del nivel de actividad. El volumen del *stock* de crédito a familias y a empresas en el conjunto de la UEM empezó a recuperarse en 2014 y ha vuelto a tasas positivas de crecimiento a partir de mediados de 2015, de forma que el monto total de financiación aumentó en +150.000 millones de euros desde mayo de 2014, un +1,6% (ver gráfico 29). Sin embargo, esta evolución agregada recoge comportamientos diferenciados entre sectores y entre países. En cuanto a los sectores, el dinamismo del crédito se concentra en hogares, cuyo saldo ha aumentado un +3,7% desde mayo de 2014, básicamente por la expansión de la financiación a la vivienda (un +5% desde mayo de 2014) en algunos de los países principales como Alemania, Francia, Países Bajos y Bélgica. También ha sido decisiva la reactivación del consumo, con un avance de más del +7% desde el inicio de la actual fase monetaria. Por el contrario, el crédito a empresas no termina de mostrar una clara tendencia expansiva y mantiene saldos estables desde mediados de 2015 después de que consiguiera recuperarse de las caídas de años anteriores, cuando llegó a perder un -6% de saldo en términos interanuales a mediados de 2013.

Por países, la situación tampoco es homogénea. Frente al crecimiento de un +6% desde mayo de 2014 del crédito a empresas y hogares en el conjunto de países menos afectados por la crisis, el agregado *core*; en las economías periféricas, el *stock* ha continuado retrocediendo aunque a tasas cada vez ralentizadas (ver gráfico 30). En España, el saldo del crédito a empresas y hogares se ha reducido un -10% respecto al volumen de mayo de 2014, unos -130.000 millones de euros menos. La evolución a finales de 2016 todavía registra tasas de variación interanual negativas, aunque desacelerándose, del orden del -3% en septiembre, inferiores a la media de los países periféricos que se sitúa en -2%, y con caídas de volumen en todos los segmentos salvo en el consumo, que avanza un +10% interanual en septiembre de 2016.

El insuficiente impulso a la actividad crediticia observado en algunas partes del sistema se puede explicar, en parte, por factores de naturaleza estructural relacionados con el todavía alto grado de apalancamiento de algunas economías. Concretamente, en España, aunque el ratio de crédito privado sobre PIB se ha reducido de forma sustancial, desde el 170% de máximo alcanzado en 2010 hasta el 113% actual, el grado de endeudamiento se encuentra todavía por encima del promedio histórico y del prome-

dióde la UEM que marcan un *benchmark* del 90%, una referencia más sostenible a la que tenderá a converger en el medio plazo. Otro elemento de fricción lo constituye el proceso de desintermediación que se ha desencadenado en grandes empresas, al desplazar financiación bancaria por un fácil y barato recurso al mercado, en un entorno, además, en el que las necesidades de inversión empresarial tampoco son apremiantes.

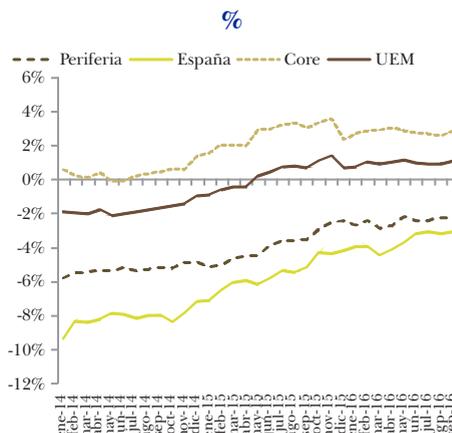
GRÁFICO 29. VARIACIÓN INTERANUAL DEL CRÉDITO A EMPRESAS Y HOGARES EN LA UEM



Fuente: Bankia Estudios y BCE

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

GRÁFICO 30. VARIACIÓN INTERANUAL DEL CRÉDITO A EMPRESAS Y HOGARES



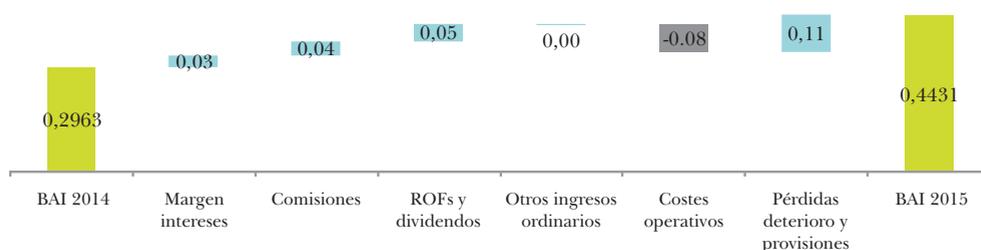
A pesar de estas limitaciones, la evidencia existente hasta el momento apunta a que, en general, las medidas de política monetaria han permitido condiciones financieras más holgadas en Europa que sirven de estímulo a la reactivación económica. No obstante, en los últimos meses, ha crecido la preocupación sobre la efectividad de tales medidas si se prolonga o se flexibiliza aún más el escenario actual de tipos bajos y negativos. En concreto, se discute si los efectos adversos que el contexto está produciendo sobre la rentabilidad de los bancos pueden llegar a limitar su capacidad de generar recursos propios y, consiguientemente, de dar crédito lo que reduciría la efectividad de la actuación monetaria.

Tras la crisis, los niveles de rentabilidad de la banca europea se han recuperado pero sin llegar a alcanzar todavía los niveles pre-crisis. En 2015, la rentabilidad en términos de recursos propios de la banca en la UEM se situó en el 4,5%, un nivel que supone una mejora respecto al 2,8% del año anterior pero que está muy lejos de igualar el coste de capital, estimado en torno al 8%. Las valoraciones del mercado, además, apuestan porque esta situación se prolongará un tiempo, situando los ratios de precio sobre valor en libros del sector sistemáticamente por debajo de la unidad.

Las razones que están detrás de estos exiguos niveles de rentabilidad extienden sus raíces en la crisis, que ha dejado un legado ingente de activos improductivos en los

balances de los bancos (un billón de euros en el conjunto de la UEM según el Fondo Monetario Internacional), al tiempo que ha impuesto exigentes requerimientos de capital regulatorio. A esta compleja situación, se ha añadido el factor cíclico de unos tipos de interés en niveles negativos. Por una parte, los tipos bajos ayudan a la reducción de los costes de financiación de los bancos, tanto en los mercados mayoristas como en los depósitos *retail*, y al mismo tiempo producen una revalorización de las carteras de activos generando ganancias de capital. El contexto también apoya la mejora de la calidad del crédito al aumentar la capacidad de los deudores para atender el servicio de sus deudas. En la parte negativa, a medida que el ajuste de precios se traslada a las carteras de crédito, la rentabilidad del activo cae sin que esta pérdida de ingresos se esté compensando, de momento, con una reacción lo suficientemente expansiva de la actividad. En el corto plazo, el efecto neto está siendo positivo en la UEM, ya que las cuentas de resultados se han beneficiado de la generación de mayores ingresos vía ganancias de capital y comisiones y por las menores pérdidas ocasionadas por la morosidad, que retrocede (ver gráfico 31). El margen de intereses, por su parte, también ha mejorado ligeramente en 2015, lo que se explica por la caída del coste del pasivo, tanto por el rápido ajuste en remuneración de los depósitos como por la recomposición del pasivo, sustituyendo depósitos a plazo por vista como ha ocurrido en España, donde entre mayo de 2014 y septiembre de 2016 la proporción de los depósitos a plazo sobre el total de depósitos de empresas y hogares ha pasado del 52% al 35%. Con estas estrategias, las entidades han podido defender sus márgenes de clientes de forma que, tanto en España como en la UEM, la diferencia entre la rentabilidad del crédito y el coste de los depósitos de saldos vivos, que son los que más afectan a la cuenta de resultados, se mantiene desde 2015 relativamente estable en el entorno del 2%.

GRÁFICO 31. EVOLUCIÓN DE LA CUENTA DE RESULTADOS CONSOLIDADA DE LOS BANCOS UEM 2014-2015 % sobre activos



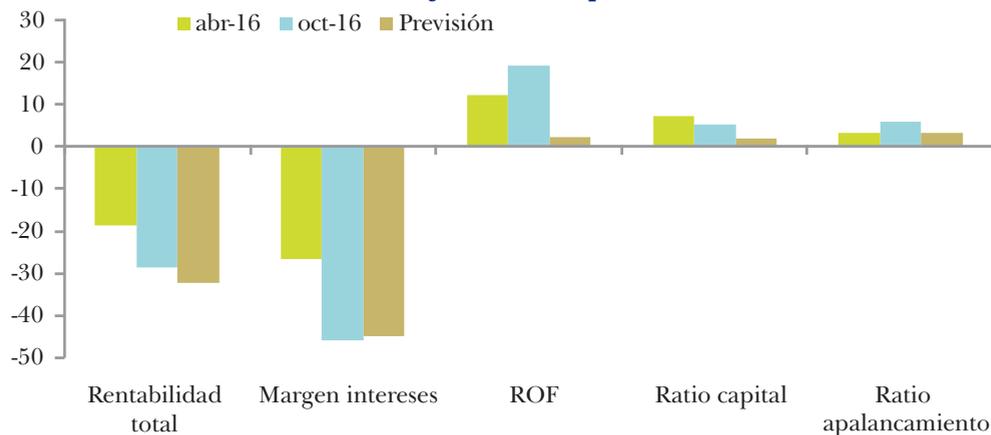
Fuente: Bankia Estudios y BCE.

Sin embargo, el margen de maniobra de la banca empieza a agotarse a medida que estas condiciones se prolongan en el tiempo. En el caso de España, durante el primer semestre de 2016, los resultados de la banca a nivel doméstico revelan un deterioro del margen de intereses de cerca del -10% interanual, en gran parte explicado por la caída más pronunciada de los tipos marginales del activo (tanto de las carteras de préstamos



como de renta fija) mientras queda menos recorrido para ajustar los de pasivo. En esta línea también apuntan las últimas encuestas de préstamos bancarios de la UEM, donde las entidades reconocen un fuerte impacto negativo, y creciente, de las medidas monetarias sobre la rentabilidad a través del margen de intereses, mientras los efectos positivos sobre la posición financiera de las entidades (capital, liquidez, apalancamiento, *funding*) se mantienen pero con mucha menor intensidad desde finales de 2016 (ver gráfico 32). Cabe esperar que la disposición de las ganancias de capital se agote, al ser un efecto *one off* que se aprovecha puntualmente, mientras el margen de los depósitos comienza a estar presionado por la proximidad de los tipos del ahorro al límite cero ante la resistencia de los bancos a aplicar tipos de interés negativos a los depositantes. A nivel teórico, es cierto que los tipos de los depósitos pueden ser negativos con un límite inferior marcado por el coste de mantenimiento del efectivo, pero la realidad es que las entidades son reacias a aplicar tipos negativos al ahorro, algo que sólo ha ocurrido puntualmente en algunos países y para aquellos segmentos donde el coste de mantenimiento de efectivo es muy elevado, como ocurre en grandes empresas, pero nunca sobre depósitos minoristas.

GRÁFICO 32. PROGRAMA DE COMPRAS DE ACTIVOS DEL BCE
Impacto sobre la rentabilidad y posición de capital de los bancos UEM
Porcentaje neto de respuestas



Fuente: Bankia Estudios y BCE

Nota: porcentaje neto de respuestas se calcula como la diferencia entre el porcentaje de respuestas que señalan algún incremento y el porcentaje de las que indican deterioro.

En la medida en que estos efectos empiecen a ganar peso, la rentabilidad de las entidades se verá muy presionada y, con ello, la capacidad de los bancos para generar capital necesario para asumir más riesgos y, en definitiva, para prestar. Algunos trabajos recientes han empezado a estudiar a partir de qué nivel de tipos de interés («*reversal rate*») los efectos negativos en la rentabilidad bancaria terminarían produciendo restricciones en el crédito. El nivel de tipos al que se produce esta reversión no es homogéneo y, teóricamente, parece depender de las características individuales de los bancos y de la



estructura de los mercados. Así, cabría esperar que aquellos sistemas bancarios de mayor dependencia de la financiación minorista y con mayor proporción de préstamos a tipos variables referenciados al mercado sufrirán más, y más rápidamente, el impacto negativo en los márgenes, especialmente si operan en mercados altamente competitivos. Por el contrario, un mayor peso de la financiación mayorista en el pasivo o la tenencia de grandes carteras de renta fija permiten atenuar el impacto en la rentabilidad. Esto significaría que los resultados a medio plazo de las medidas monetarias pueden no ser inoportunos para la estabilidad financiera con diferencias por países, mostrando algunos de ellos una sensibilidad mayor a los efectos menos deseados de las mismas.

En el caso de España, el modelo de negocio minorista y el peso de préstamos a tipo variable (un 70% del crédito) sitúan a la banca española entre las potencialmente más afectadas por una previsible prolongación del actual escenario de tipos. Existen, sin embargo, algunos elementos atenuantes como la elevada eficiencia del sector, mejorada tras la profunda reestructuración desencadenada por la crisis que ha reducido la sobre-dimensión del sistema en un 30%, lo que ha ayudado a compensar los niveles de morosidad todavía altos, en el entorno del 9%. De esta forma, se ha logrado mantener un nivel de rentabilidad sobre capital regulatorio que compara favorablemente con otras economías europeas, según se obtiene de los datos extraídos del último ejercicio de estrés llevado a cabo por la Autoridad Bancaria Europea en julio para los principales bancos. Partiendo de esta información, la proyección de la rentabilidad hasta 2018 bajo el escenario base, el más probable, mostraría niveles de rentabilidad dentro de dos años que apenas superan el coste de capital, tanto en España como en el resto de principales economías. Ante esta situación, no cabe duda que las autoridades monetarias deben mantener un estrecho seguimiento de los efectos potencialmente adversos del entorno actual sobre la rentabilidad de los bancos quienes, por su parte, deben mejorar su resistencia a través de la adaptación de los modelos de negocio, la gestión de los volúmenes de dudosos y una continua mejora de la eficiencia. Las entidades deben avanzar sin demora en estas líneas de actuación toda vez que los indicadores de algunos sistemas han empezado a mostrar en 2016 que se podría estar no muy lejos del nivel de tipos de interés de reversión.

4.4. CONCLUSIONES

Han pasado ocho años desde que, a finales de 2008, el Banco Central Europeo (BCE) iniciara un largo camino buscando compensar los efectos negativos de la crisis sobre la inflación, la actividad y la estabilidad financiera en Europa. Durante este tiempo, la autoridad monetaria europea ha tenido que utilizar una amplia batería de medidas, tanto convencionales como novedosas, además de asumir la nueva función de supervisión del sistema financiero europeo. En este marco de profusa actividad monetaria, las decisiones de los últimos doce meses han supuesto profundizar en la estrategia de años anteriores, ampliando los programas de compra de activos financieros, tanto en volumen objetivo como en tipología de activos, además de incidir, todavía con más intensidad, en los programas de inyección de liquidez en el largo plazo (TLTRO II).

El resultado, hasta el momento, es un aumento del balance del BCE, que se acerca a los 3,4 billones de euros (un 32% del PIB de la zona euro, frente al 25% del máximo



EEUU), con una cartera de valores que asciende a 1,8 billones de euros. Además, se ha producido un cambio en la estructura de la financiación al sector bancario, pues ahora predominan los préstamos a largo plazo (las OFLP ya superan los 500.000 millones de euros) mientras las tradicionales subastas de financiación a corto plazo han ido perdiendo importancia relativa (33.000 millones de euros en octubre de 2016). De esta manera, la vida media de la financiación concedida por el BCE a las entidades financieras se sitúa en alrededor de los tres años, cuando en 2007 estaba por debajo de un mes. Sin embargo, el exceso de liquidez no ha hecho más que aumentar, alcanzando en estos momentos un nivel cercano al billón de euros. Esto refleja la ausencia de normalización en el canal de financiación y aumenta la importancia del tipo de la facilidad de depósito dentro del marco operativo de la política monetaria.

Con este extenso conjunto de medidas se ha buscado complementar el mecanismo de transmisión bancaria, relajando las condiciones de crédito al sector privado y estimulando un incremento de la concesión del mismo. Pero, sobre todo, el objetivo principal ha sido contrarrestar el desplome que se produjo en las expectativas de inflación a partir de la primavera de 2015, a raíz de la intensa caída en los precios del petróleo. Es pronto para saber si los objetivos se han cumplido pues las expectativas de precios no han experimentado cambios apreciables hasta la victoria de Trump en las elecciones presidenciales. No obstante, aunque la inflación sigue todavía muy alejada del objetivo (0,5% en octubre), las previsiones para los próximos 24 meses han aumentado de forma perceptible, gracias a la estabilización de los precios del petróleo en la zona de 45/50 dólares, mientras los propios cálculos internos del BCE estiman que, en ausencia de las medidas extraordinarias, los precios en Europa estarían más de un punto porcentual por debajo de los niveles actuales.

El resultado de todo lo anterior ha tenido un impacto muy pronunciado en toda la curva de tipos, empezando por el Eonia que entró en zona negativa en septiembre de 2014, al que siguió el Euribor 12 meses que también marcó el hito histórico de entrar en territorio negativo en febrero de 2016. Todo ello ha terminado arrastrando a las rentabilidades de la deuda pública que, hasta la reciente corrección provocada por la victoria de Trump en EEUU, han mantenido un continuo goteo a la baja en rentabilidades. En algunos casos como el de Alemania, prácticamente el 80% de sus referencias de deuda pública han llegado a tener rentabilidades negativas. Y, de la misma manera, en el tercer trimestre de 2016 la rentabilidad de los emisores privados con grado de inversión llegó a situarse por debajo del 1%.

En el caso del sector bancario, las medidas no convencionales del BCE han tenido un impacto relevante en las condiciones de financiación, contribuyendo a la mejora de las condiciones de la oferta y a una significativa reducción del coste del crédito. Sin embargo, la recuperación de la actividad sigue siendo modesta y, además, heterogénea, tanto por sectores (mejor familias que empresas), como por países, ya que mientras en los países del norte el *stock* está creciendo, sigue cayendo en los periféricos, muy afectados por el proceso estructural de desapalancamiento de familias y empresas. Por tanto, parece que la eficiencia marginal de las medidas además de ser asimétrica, comienza a reducirse de forma apreciable. Y, además, las contraindicaciones de la medicina aplicada empiezan a ser importantes, sobre todo, si se analiza la rentabilidad del sector financiero. De



hecho, el riesgo es que estemos acercándonos al nivel de tipos de interés (*reversal rate*) a partir del cual los efectos negativos en rentabilidad bancaria terminan afectando negativamente al crédito.

En definitiva, seguir una estrategia tan agresiva tiene sus riesgos y sus costes, entre los que destacan las transferencias de renta desde los ahorradores hacia los deudores, el riesgo de correcciones en los mercados de bonos o el impacto negativo sobre los modelos de negocio de sectores tan importantes como el financiero y el de seguros. También, la propia operativa a veces puede tener efectos contrapuestos, pues la inclusión de bonos privados entre las medidas de expansión cuantitativa (*Quantitative Easing* o QE por sus siglas en inglés) ha terminado afectando negativamente a la financiación bancaria a grandes empresas, complicando el objetivo que deben cumplir los bancos para beneficiarse al máximo del TLTRO.

En este contexto y, teniendo en cuenta el aumento que se empieza a anticipar para la inflación en los próximos meses y el posible tono más expansivo de la política fiscal en los países anglosajones en los próximos años, parece que estaríamos acercándonos a un cambio en la combinación de políticas económicas a nivel global, que exigiría a los bancos centrales empezar a normalizar la política monetaria a partir de 2017: la Fed efectuó su segunda subida de tipos en diciembre y el BCE, aunque extendió el QE hasta finales de 2017, redujo su cuantía mensual. En el caso de este último, esto supone gestionar la retirada de estímulos evitando sobrerreacciones en los mercados de deuda, como primer paso de esa normalización. Desde luego, no va a ser un trabajo sencillo y la política de comunicación va a tener que esmerarse para minimizar los efectos potenciales negativos, pero cuánto antes se empiece, mejor.

BIBLIOGRAFÍA

- ARTETA, C., M.A. KOSE, M. STOCKER y T. TASKIN (2016). Negative interest rate policies: Channels and consequences, VoxEU, 26 de septiembre.
- BANCO CENTRAL EUROPEO (2015). Asset purchase programmes and financial markets: lessons from the Euro Area, Working Paper Series, 1864, noviembre.
- BANCO CENTRAL EUROPEO (2014). Global Corporate Bond Issuance. What Role for US Quantitative Easing?, Working Paper Series, 1649, marzo.
- BANCO CENTRAL EUROPEO (2013). The ECB's non-standard monetary policy measures. The role of institutional factors and financial structure, Working Paper Series, 1528, abril.
- BERNANKE, B. (2016). What tools does the Fed have left? Part 1: Negative interest rates, Brookings Institution Blog, 18 de marzo.
- BNP PARIBAS (2016). ECB preview: More QE on the menu, septiembre.
- BRUEGEL (2015). European Central Bank Quantitative Easing: The detailed manual, marzo.
- BRUNNERMEIER, M.K. y Y. KOBYY (2016). The «reversal interest rate»: an effective lower bound on monetary policy, version preliminar, 27 de agosto.



- COEURÉ, B. (2016). Assessing the implications of negative interest rates, presentación en Yale Financial Crisis Forum, New Haven, 28 de julio.
- DRAGHI, M. (2015). Las recientes medidas de política monetaria del BCE: eficacia y retos, conferencia Camdessus, FMI, Washington DC, 14 de mayo.
- FERNÁNDEZ MÉNDEZ DE ANDÉS, F. (2016). La política monetaria y la regulación prudencial en Europa, *Papeles FAES*, 193.
- FERNÁNDEZ MÉNDEZ DE ANDÉS, F. (2015). El BCE y los límites de la política monetaria, *Revista ICE*, 883, marzo-abril.
- JOBST, A y H. LIN (2016). Negative Interest Rate Policy (NIRP): Implications for Monetary Transmission and Bank Profitability in the Euro Area, IMF working paper, wp/16/172, agosto.
- MARTÍNEZ PAGÉS, J. y A. MILLARUELO (2016). La aplicación reciente de tipos de interés oficiales negativos en la UEM y en otras economías: motivación y evidencia preliminar sobre sus efectos, *Boletín Económico del Banco de España*, julio-agosto 2016, págs. 45-56.
- VIÑALS, J., S. GRAY y K. ECKHOLD (2016). A Broader View: The Positive Effects of Negative Nominal Interest Rates, *IMF direct*, 10 de abril.



5. WHAT IMPACT DOES THE ECB'S QUANTITATIVE EASING POLICY HAVE ON BANK PROFITABILITY?¹

MARIA DEMERTZIS AND GUNTRAM B. WOLFF, BRUEGEL

EXECUTIVE SUMMARY

- Quantitative easing (QE) affects banks' profitability in three main ways:
 1. First, as QE drives up bond prices, banks holding such bonds see their balance sheets strengthened.
 2. Second, QE reduces long-term yields and thereby reduces term spreads. With this, the lending-deposit interest rate spread falls, making it harder for banks to generate net interest income on new loans.
 3. Last, QE improves the economic outlook, which should help banks exposed to the economy find new lending opportunities and should reduce problems with non-performing loans. The effects of QE on bank profitability are therefore not one directional. If anything, the immediate effect should be positive.
- Banks themselves have been quite negative about the impact of QE on their net interest income, but they have also acknowledged its positive impact on capital gains (ECB Bank Lending Survey).
- We show that lending-deposit spreads for new lending have fallen significantly. Looking at actual bank profits, net interest income has been stable. Moreover, bank profitability has increased mostly as a result of efforts to clean balance sheets of impaired assets (at least until the end of 2015). This is consistent with a reduction in non-performing loans (NPLs), particularly in countries where NPL levels were abnormally high.
- Moreover, we show that bank profitability in some countries has been a concern for many years now, starting well before the QE programme. The main drivers of low profitability have been non-performing loans, legal risks and other problems unrelated to net interest income, which has remained fairly stable.
- Overall, we cannot yet see any major bank profitability issue arising out of the ECB's QE programme.

¹ We would like to thank Gregory Claeys for comments and suggestions and Justine Feliu and Konstantinos Efstathiou for excellent research assistance. All errors remain ours.



RESUMEN (EN CASTELLANO)

- La flexibilización cuantitativa (QE) afecta a la rentabilidad de los bancos de tres maneras principales:
 1. En primer lugar, el QE impulsa el precio de los bonos al alza y los bancos que mantienen bonos en sus carteras ven sus balances fortalecidos.
 2. En segundo lugar, el QE reduce los rendimientos a largo plazo y, por lo tanto, reduce la pendiente de la curva de rentabilidades. Con ello, el diferencial entre las tasas de interés sobre los préstamos y depósitos se reduce, lo que hace más difícil para los bancos generar ingresos netos por intereses en nuevos préstamos.
 3. Por último, el QE mejora las perspectivas económicas, lo que debería ayudar a los bancos expuestos a la economía a encontrar nuevas oportunidades de negocio y reducir los problemas con los préstamos morosos. Por lo tanto, los efectos de la QE sobre la rentabilidad de los bancos no son direccionales. En todo caso, el efecto inmediato debe ser positivo.
- Los propios bancos han sido muy negativos sobre el impacto del QE en sus ingresos netos por intereses, pero también han reconocido su impacto positivo en las ganancias de capital (Encuesta de préstamos bancarios del BCE).
- En este artículo mostramos que los spreads entre préstamos y depósitos para nuevos préstamos han disminuido significativamente. En cuanto a los beneficios bancarios reales, los ingresos netos por intereses han sido estables. Además, la rentabilidad de los bancos ha aumentado principalmente como resultado de los esfuerzos para limpiar los balances de activos deteriorados (al menos hasta finales de 2015). Esto es consistente con una reducción en los préstamos improductivos (NPL), particularmente en los países donde los niveles de NPL eran anormalmente altos.
- Además, mostramos que la rentabilidad de los bancos en algunos países ha sido una preocupación desde hace muchos años, iniciada mucho antes del programa de QE. Los principales factores de baja rentabilidad han sido los préstamos morosos, los riesgos legales y otros problemas no relacionados con los ingresos netos por intereses, que se han mantenido bastante estables.
- En general, no podemos ver todavía ninguna cuestión relevante de rentabilidad bancaria derivada del programa de QE del BCE.

5.1. INTRODUCTION

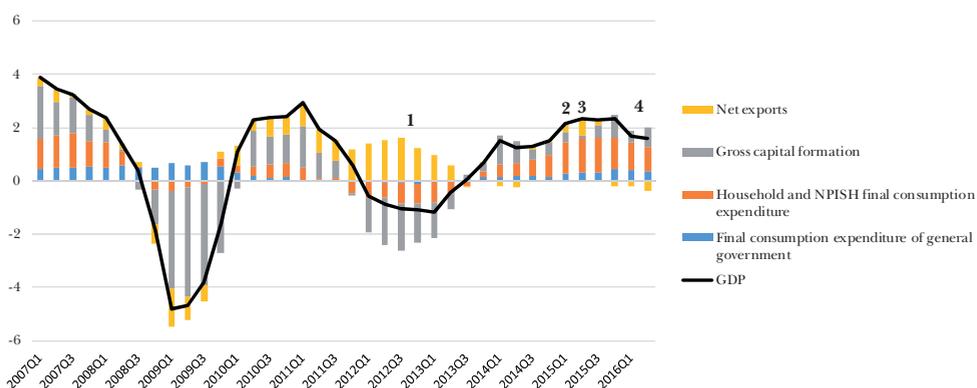
European Central Bank policy is and remains controversial. Since the start of the crisis, the ECB's balance sheet has doubled. The quantitative easing (QE) programme that started in the second quarter of 2015 increased the size of the ECB's balance sheet by just over 9 percentage points to 28 percent of GDP.

Beyond the risks arising from sovereign bond holdings, the debate on QE mainly centres on four aspects. The first is the question of whether the programme helps increase inflation. The second is the question of when is the right moment to end it, irrespective of its effects. Third, there is an important debate about whether QE unduly 'dis-

possesses' savers. Finally, there is the question of whether QE should be ended earlier because of its impact on financial stability and in particular the profitability of banks and insurers. Depending on the weight given to each of these four aspects and how they are assessed, different conclusions have been drawn regarding ECB policy. This paper focuses on the impact of QE on the profitability of banks.

There is a surprisingly broad consensus about the effectiveness of the ECB's QE programme on the macroeconomy. Studies have documented the positive impact on prices of assets and the reduction and flattening of yield curves, and have also cautiously found support for a positive impact on investment and consumption (see, for example, German Council of Economic Advisors, 2016; Praet, 2016; Draghi, 2016; Demertzis and Wolff, 2016)². And indeed, since the announcement and start of QE, growth has picked up, the main contributors being gross capital formation and household expenditure, shown in figures 1, 2. At the same time we observe a slow pickup in credit in figure 3. However, admittedly, it is very difficult to prove causality and there are several institutions like the BIS that are more sceptical. In any case, as the numbers in figure 2&3 show, the «acceleration» is still quite moderate.

**FIGURE 1. CONTRIBUTIONS TO REAL GROSS DOMESTIC
PRODUCT GROWTH
(growth contribution, %)**



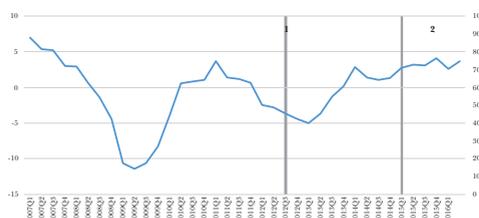
Source: Eurostat.

Note: 1) «Whatever it takes» speech 2) Announcement of PSPP 3) Start of PSPP 4) CSPP and expansion of PSPP.³

² See Marx *et al* (2016) for a comprehensive summary of the latest attempts to quantify the effects. Efforts to quantify the impact show that effects are material. Andrade *et al* (2016) estimate a maximum effect on inflation of 0.35 percent and 0.6 percent on the level of GDP (original APP only i.e. early PSPP). Cova *et al* (2015) are more optimistic, with the effects being 0.8 percent and 1.4 percent on inflation and the level of GDP respectively. Praet (2016) and Draghi (2016) evaluate all QE up to the time of writing to have had an impact of 0.5 percent on average annual inflation for the period between 2015 and 2018. The cumulative effect on GDP for the same period is 1.6 percent. See also Claeys and Leandro (2016) for an early assessment.

³ Refers to the speech given by Mario Draghi on the willingness of the ECB to act, now known as the «whatever it takes» speech. PSPP: Public Sector Purchase Program, CSPP: Corporate Sector Purchase Program.

FIGURE 2. EURO AREA GROSS FIXED CAPITAL FORMATION
(real year-on-year growth, %)



Source: Eurostat and European Central Bank.

Note: 1) «Whatever it takes» 2) PSPP Announcement 3) Start of PSPP 4) CSPP and expansion of PSPP

FIGURE 3. LOANS TO HOUSEHOLDS AND NON-FINANCIAL CORPORATIONS
(year-on-year growth, %)



There is less consensus on the right moment to exit the programme. The German Council of Economic Advisors (2016) argues that the ECB should taper its Asset Purchase Programme (APP) and that the current monetary policy position is no longer appropriate for economic conditions. Inflation measures such as the Harmonised Index of Consumer Prices (HICP) might provide an inaccurate picture because of volatile energy prices and, moreover, financial stability risks are high. By contrast, the latest CFM⁴ survey results show that 77 percent of macroeconomists disagreed or strongly disagreed with the view that «...exceptionally loose monetary policy by the European Central Bank is no longer appropriate». Figure 4 illustrates that HICP and core inflation remain very low compared to the ECB's inflation goal, so that further monetary support is warranted.

There is less of an academic debate on the «expropriation of savings»⁵ because this is a mostly politically driven issue. By its very nature, monetary policy will have an impact on the relative wealth of savers and investors. An unexpected decrease in the interest rate is an effective policy tool for the ECB because it does make savings less (and investments more) attractive. This question therefore ultimately becomes one of why nominal yields are relatively low and whether the ECB has reacted to that low-yield environment or is the primary driver of it.

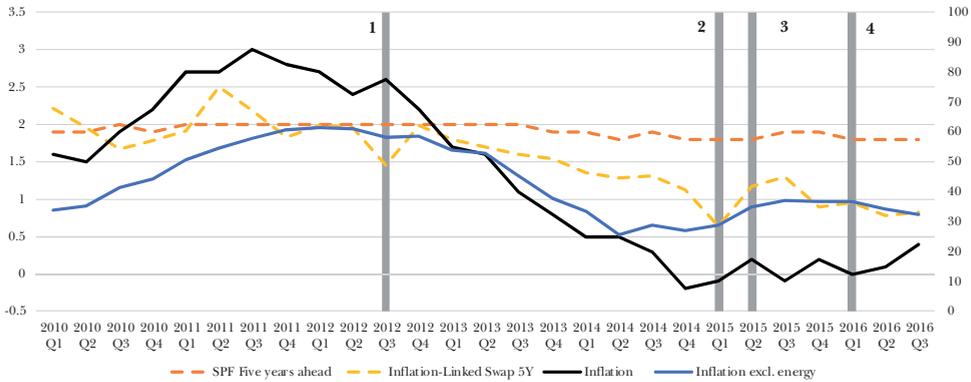
The recent increase in long-term yields is one sign that political decisions, the amount of public investment and the expectations of market participants can quickly increase long-term yields, despite continued central bank action. We have argued elsewhere that perhaps more important than continuous central banking activity are structural and investment policies that lift long-term growth prospects and thereby drive up real returns (Wolff, 2015; Claeys, 2016).⁶

⁴ <http://cfmsurvey.org/>. The latest thinking of European macroeconomists German Council of Economic Experts' view of ECB policy Monday, November 7, 2016.

⁵ Term used in German media (see for example Bindseil 2015).

⁶ <http://bruegel.org/2015/11/schriftliche-stellungnahme-bundestagsanhörung-niedrigzinspolitik-der-ecb/>. <http://bruegel.org/2016/09/low-long-term-rates-bond-bubble-or-symptom-of-secular-stagnation/>.

FIGURE 4. INFLATION AND INFLATION EXPECTATIONS (%)



Source: European Central Bank and Bloomberg. Measures of expectations: Survey of Professional Forecasters and 5-year Inflation Linked Swap rates.

Note: 1) «Whatever it takes» 2) Announcement of PSPP 3) Start of PSPP 4) CSPP and expansion of PSPP.

On the impact of monetary policy on bank profitability and bank balance sheets, there is an increasing literature on the channels at work and the empirical evidence⁷. Three theoretical channels can be identified: the impact of monetary policy on net interest income, on non-interest income and on loan loss provisions. There are good arguments that both the level and the shape of the yield curve can have a major impact on interest margins. In addition, QE has an immediate positive effect on bond prices, supporting banks that hold sovereign bonds. Finally, there are various macroeconomic feedback channels because QE should support the economy, thereby helping reduce NPL rates and the need for provisioning.⁸

In summary, we show that QE has improved the balance sheet of banks on impact, but it does jeopardise their ability to generate profits in the future. We do not see any immediate impact on profits but we acknowledge that such a risk remains and that it can only increase with the duration of QE. Finally, if QE can be considered to be effective in terms of stimulating demand (as indeed much of the literature suggests) then it does help growth and inflation which in turn provides a better environment for banks to make profits. Also, those banks that have still impaired assets in their balance sheets benefit indirectly from greater growth prospects.

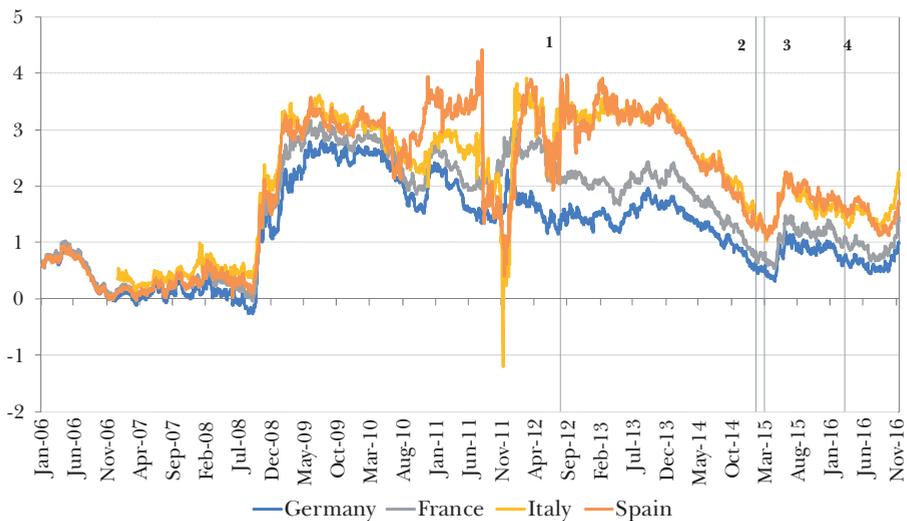
⁷ See for example, Agur and Demertzis (2015) for a summary of the literature; Alessandrini and Nelson (2012) for the overall effect of the yield curve on bank profitability; Borio *et al* (2015) also provide a detailed discussion of various channels.

⁸ See Krishnamurthy and Vissing-Jørgensen (2011) for a detailed discussion of all channels.

5.2. ASSESSING THE EFFECTS OF MONETARY POLICY ON BANK PROFITABILITY IN THE EURO AREA

The spread between long- and short-term bond yields is important for bank profitability as banks engage in maturity transformation. This spread should have narrowed following the start of QE (PSPP), but it should be acknowledged that it is also influenced by forward guidance and expectations of conventional monetary policy. Term spreads fell from very high levels in the periphery countries during 2013 and 2014 (Figure 5), but have increased since the announcement and start of QE⁹. Since the ECB announcement of the expansion of the PSPP and the March 2016 decision to include corporate bonds, term spreads have been on a declining, though volatile, path. However, in the latter part of 2016, term spreads have been increasing again. Broadly speaking they have regained the same level as at the start of QE. It is difficult therefore to discern a strong and lasting effect of QE on the term spread.

FIGURE 5. GOVERNMENT BOND TERM SPREADS (10 year yields – 1 year yields) (%)



FSOURCE: Bloomberg.

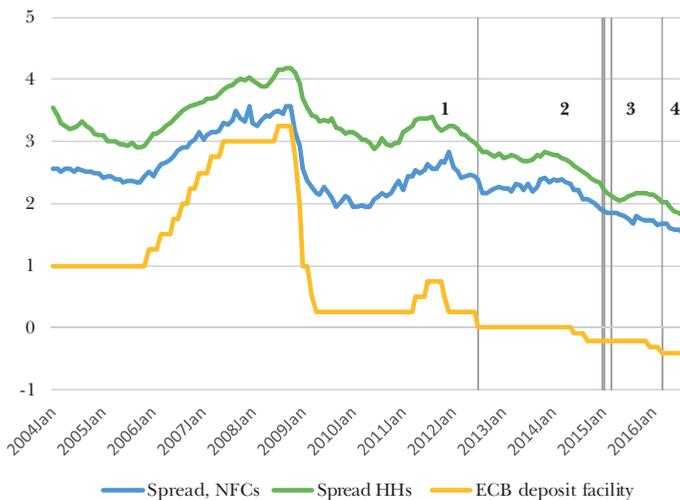
Note: 1) «Whatever it takes» 2) PSPP Announcement 3) Start of PSPP 4) CSPP and expansion of PSPP

Profits are affected when the lending-deposit rate spread narrows, as banks borrow short term (typically through deposits) to invest in long-term assets. The lending-deposit rate, and therefore the margin for banks to make profits, continues to decline. For the

⁹ The uncertainty relating to negotiations with Greece in the summer of 2015 may be the explanation for that.

euro area as a whole, this reduction in the lending-deposit rate is visible for new lending to households and the non-financial corporate sector (Figure 6). In terms of new lending, the lending-deposit spread in September 2016 amounted to 1.77 percent for households and 1.55 percent for non-financial corporations.

FIGURE 6. LENDING-DEPOSIT RATE SPREAD ON NEW CREDIT - EURO AREA BY SECTOR (%)



Source: European Central Bank.

Note: 1) «Whatever it takes» (see footnote 5) 2) PSPP Announcement 3) Start of PSPP 4) CSPP and expansion of PSPP. Spread NFCs: Loans other than revolving loans and overdrafts, convenience and extended credit card debt, Total initial rate fixation, Total amount, New business coverage, Non-Financial corporations (S.11) sector, denominated in euro; - Overnight deposits, Total original maturity, New business coverage, Non-Financial corporations (S.11) sector, denominated in euro. Spread HHs: Lending for house purchase excluding revolving loans and overdrafts, convenience and extended credit card debt, Total initial rate fixation, New business coverage, Households and non-profit institutions serving households (S.14 and S.15) sector, denominated in euro; Overnight deposits, Total original maturity, New business coverage, Households and non-profit institutions serving households (S.14 and S.15) sector, denominated in euro.

Nevertheless, the impact on total profitability depends also on the number of loans issued. Loans to households continue to grow at a rate of two percent and non-financial corporates also have a reluctant positive loan demand.

Quantitative easing also affects asset prices through what is known as the ‘portfolio balance’ channel. As banks sell these assets to the central bank, they reallocate the cash obtained to riskier assets to generate greater profits. But the immediate effect of quantitative easing on bank profitability is known as the «scarcity effect» (Montecino and Epstein, 2014). As securities of different maturities are imperfect substitutes, the increase in the central bank’s demand for long-term securities should



make them less available in the market and should therefore also increase their price (all things being equal). This effect is possible because the central bank is a large player that aims to use QE to shift bank incentives. Montecino and Epstein (2014) assessed the level of profitability of US banks that sold directly to the Fed as part of the *Large-Scale Asset Purchases* (LSAP) programme¹⁰. They found that by comparison to banks that were not part of LSAP, their profitability went up by 0.35 of a percentage point. This is economically a significant number in an era when profitability hovers around zero.

5.3. BANK PROFITABILITY: PERCEPTIONS AND FACTS

The arguments so far imply that the total effects of QE on bank profitability are threefold:

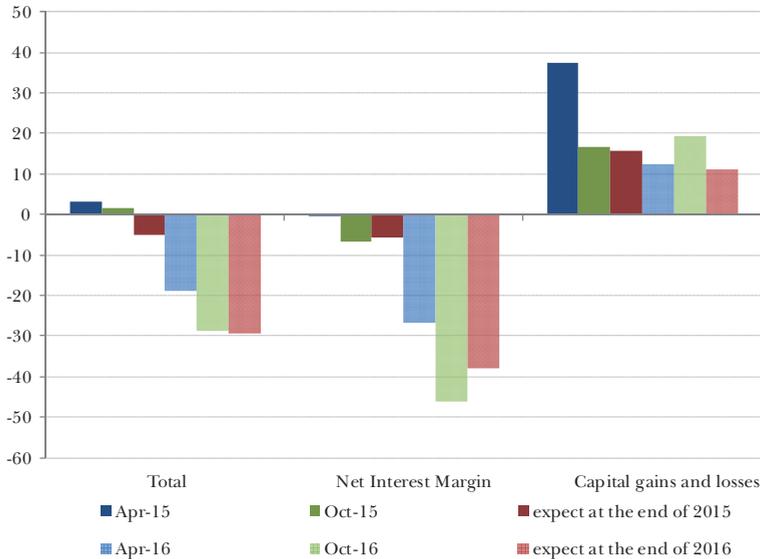
- Positive effect: scarcity effect through an increase in capital gains;
- Negative effect: lowering and flattening of the yield curve leads to lower opportunities for profits arising from the lending – deposit rate spread;
- Finally, an improvement in macro conditions increases the demand for credit and the quality of credit, benefitting banks.

But what does the data on bank profitability show and how do banks perceive the current situation?

In its regular Bank Lending Survey, the ECB asks banks how they perceive the impact of QE on their profitability. Figure 7 shows that since the end of 2015 banks in the euro area have on average taken an increasingly negative view about their ability to generate profits, because of QE.

The banks also acknowledge that capital gains are positive (the first effect) but consider this to be outweighed by the negative effect on net interest margins (thus the total is negative in Figure 7). It would be important to see whether these perceptions match reality.

FIGURE 7. IMPACT OF THE EXPANDED APP ON EURO AREA BANKS' PROFITABILITY



Source: Bank Lending survey, ECB (results for surveys on April and October, 2015, 2016).

Notes: The y-axis shows the difference between the share of «increase/improve considerably/somewhat» responses and «decrease/deteriorate considerably/somewhat» responses¹¹. Answer to the question 130: «Over the past six months, has the ECB's expanded asset purchase program led to a change in your bank's assets or affected (either directly or indirectly) your bank profitability? Is it likely to have an impact here over the next six months?» In the next section, we explore whether this perception is already visible in the actual data on bank profitability.

5.3.1. A CLOSER EXAMINATION OF BANK PROFITABILITY

On average, banks use deposits to fund their loans. Since deposits are short-term whereas loans mature over the long-term, banks rely on the term structure to generate profits. As we have shown, the term spread has narrowed and so has the loan-to-deposit spread. Accordingly, we would expect lower profits from standard bank lending.

The ECB publishes aggregate, consolidated data on banks' profitability, balance, sheets, asset quality, liquidity and solvency. Banks' total profits, as well as those relating to operations and strictly interest income-generating business, are the most relevant indicators. We consider two main profit indicators: i) total profit before tax; and ii) operating profit. The difference between the two indicators is that the former includes credit loss expenses and impair-

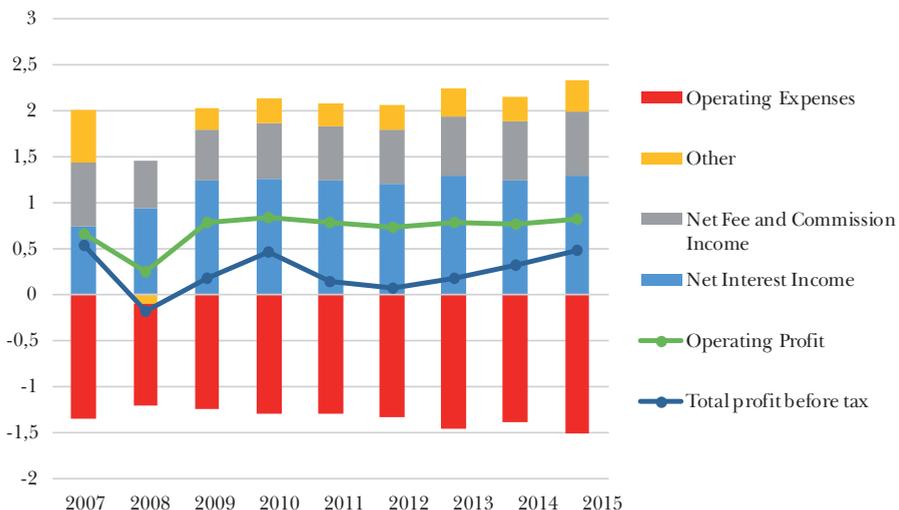
¹¹ The data used to compute the differences consists of weighted average frequencies of five responses based on the share of each country in the total loan outstanding amounts of the area aggregate and of each bank in the total loan outstanding amount of the BLS banks sample. The sample group comprises about 140 banks from all euro-area countries and takes into account the characteristics of each country's national banking system.

ment losses on financial investment, in addition to operating profit. Furthermore, we break down operating profit into its constituent parts (Figure 8), specifically net interest income, the main item relating to the lending – deposit spread, and other categories, namely, net commission and fee income, operating expenses and a residual. The difference between operating profits and total profits (allowances/provisions for credit losses arising from bad debts, ie an estimate of the debt that is unlikely to be recovered) is indicative of the deteriorating quality of credit that affected bank balance sheets during the crisis.

Figure 8 shows that net interest income and operating profits have been stable. Net interest income is the variable that should be directly affected by the documented decline in the term spreads. It is surprising that nothing is visible in the aggregate data. There could be two reasons for this. First, a falling term spread (and loan-deposit spread) only applies to new loans. Since loan growth is weak, this would mostly affect the rolling-over of existing loans. The low spread therefore only gradually feeds into net interest income. Moreover, it is possible that banks increasingly manage to compensate for the falling spread through fee increases (loan origination fees, net of loan origination costs, are recognised as interest). Second, banks have been able to successfully profit generation to the QE environment.

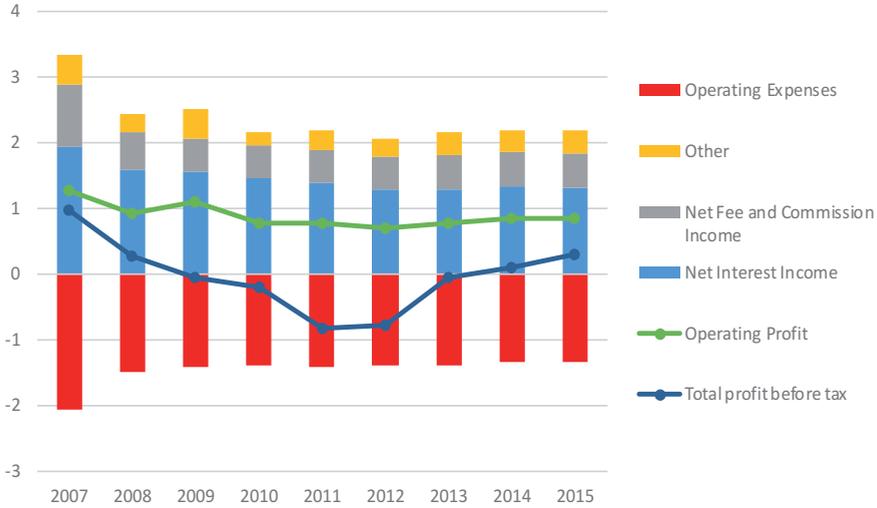
Nevertheless, total profits have been volatile and at times negative. Medium-sized banks appear to have been hit the hardest in this respect. The main drivers of this volatility and the losses have been losses arising from provisioning for non-performing loans, which accounts for the difference between the two types of profits shown. Legal costs are categorised as operating expenses and are therefore part of the operating profit. Figure 8 shows that euro-area banks, irrespective of size, have made progress in reducing the burden arising from loss provisioning. In the case of small banks, this gap has even been eliminated.

FIGURE 8. BANK PROFITABILITY: EURO AREA (% OF TOTAL ASSETS)
Large, Domestic

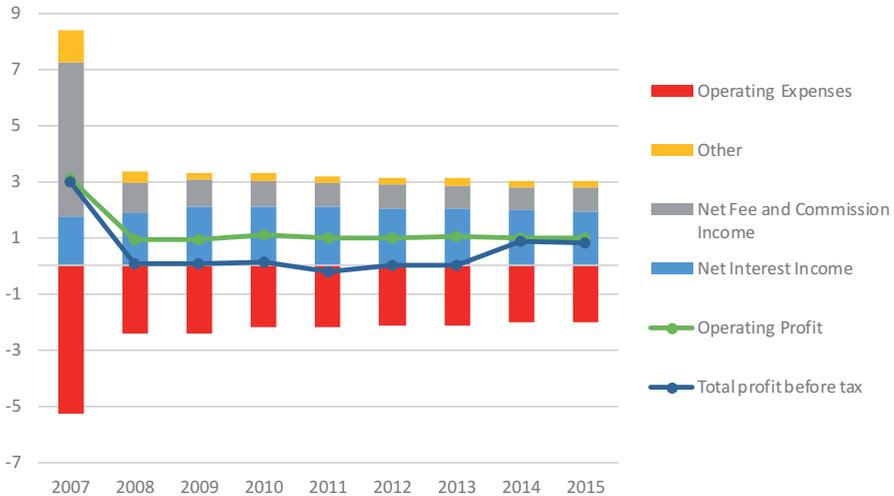




Medium-sized, Domestic



Small, Domestic

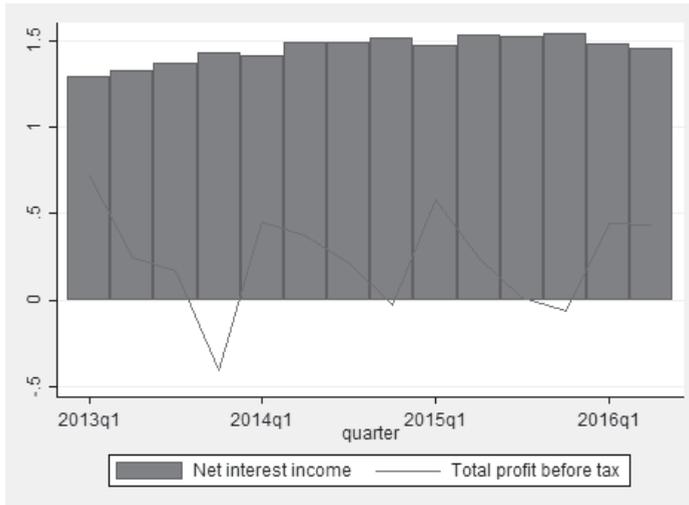


Source: European Central Bank, consolidated banking data

Note: Definition of Bank size based on assets as a percentage of total consolidated assets of EU banks – Large (Greater than 0.5%), Medium-sized (Between 0.5% and 0.005%), Small (Less than 0.005%).

The second quarter 2016 data on bank profitability¹² confirms that net interest income remains stable and total profits have even recovered (Figure 9). It is important to naturally monitor the development of profitability as new data becomes available.

**FIGURE 9. BANK PROFITABILITY: EURO AREA (% OF TOTAL ASSETS)
QUARTERLY PROFILE WITH LATEST DATA (UP TO 2016 Q2)**



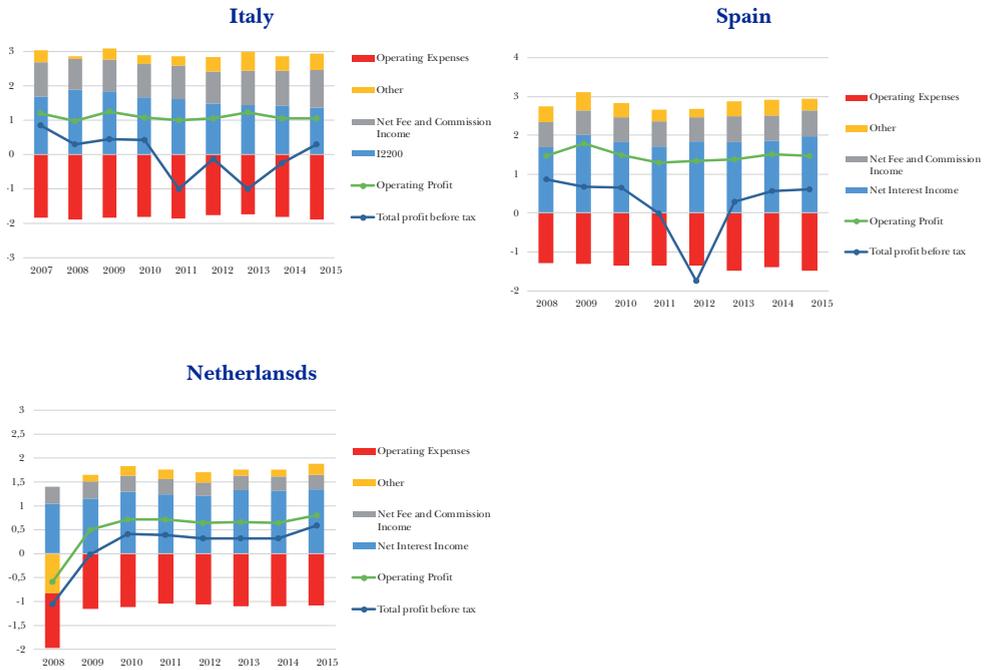
Source: SNL Financial, Bruegel calculations.

A closer look reveals some differences between countries in terms of total profits before taxes (Figure 10). In particular, the data confirms that profitability is particular low in Germany (0.34 percent of total assets in 2015) and Italy (0.29 percent). However, as already noted, net interest income (and operating profits) have remained very stable over time in all countries. What has changed is total profits over tax, which reflects the quality of credit on banks’ balance sheets. We see that Italy and Spain, the two countries among the five we consider that have the greatest number of non-performing loans.

¹² This data covers 36 of the 129 banks supervised by the ECB, representing 32 percent of consolidated euro-area banking assets in 2015. We look at a group of stable composition, even if incomplete, to ensure comparability.



FIGURE 10. BANK PROFITABILITY
(selected countries) (% of total assets)

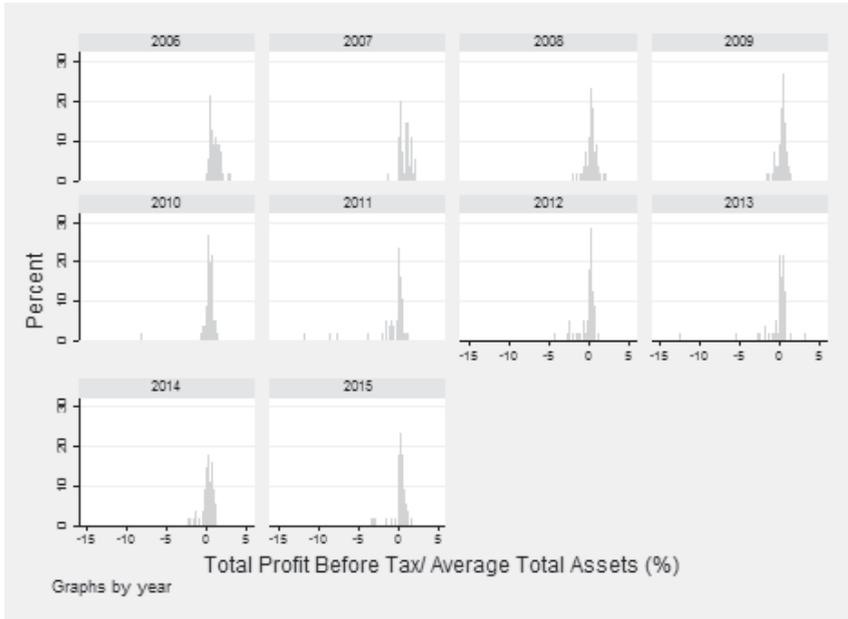


Source: European Central Bank, consolidated banking data.

The aggregate macroeconomic picture does not capture bank-specific developments. In Figure 11, we therefore examine the distribution of profitability of banks since before the financial crisis.¹³ We observe that during the years of the crisis the difference of profits between banks has expanded with an increasing number of banks reporting negative profits. This trend however is starting to reverse as the variability of profits is now decreasing and profits appear more concentrated again. There does not appear any sizeable shift of average profits over time.

¹³ 56 banks of the 129 supervised by the ECB which represents 70 percent of consolidated euro area banking assets in 2015. We look at a group of stable composition, even if incomplete, to ensure comparability.

FIGURE 11. BANK PROFITABILITY OVER TIME



Source: SNL Financial, Bruegel calculations.

5.4. CONCLUSIONS

- The ECB's policy has been heavily criticised for different reasons. One of the most frequently voiced criticisms is that its policy is undermining the profitability of banks. As a consequence, according to this argument, ECB policy itself would become less effective because weak banks will shy away from lending and will not engage in new lending if deposit-to-lending spreads are low.
- The lending-deposit spread has fallen significantly for new lending and is now as low as 1.55 percent and 1.77 percent for new lending to companies and households respectively. This corresponds to banks' replies to the ECB's bank lending survey, which finds that they consider that the APP is negatively affecting their net interest margins. However, there are also differences between countries.
- A look at the aggregate bank profitability figures, however, shows that banks' net interest income has been extraordinarily stable and has not (yet) fallen as a result of QE. Total profits in different countries vary significantly. Such differences are mostly explained by provisioning for non-performing loans. Anecdotal evidence suggests that banks also have been able to raise fees to compensate for falling interest margins.
- Finally, QE has overall positive macroeconomic effects and its announcement has lowered long-term yields and, correspondingly, increased sovereign bond prices. Both effects support bank balance sheets by improving the economic outlook.



- Overall, in our assessment, the effect of the ECB's QE programme on bank profitability has not yet had a dramatically negative effect on bank operations. In the future, the ECB might want to consider steps comparable to the Bank of Japan, which has aimed to increase the steepness of the yield curve to support long-term yields (above 10 and in particular 15 years and more). The ECB would have to evaluate the extent to which such higher long-term yields would deter current investment and benefit banks and insurers.

REFERENCES

- Agur, I. and M. Demertzis 2015. Will Macprudential policy Counteract the Monetary Policy Effects on Bank Behavior?, IMF Working Paper, WP/15/283.
- Alessandri P. and B. Nelson, 2012. Simple banking: profitability and the yield curve, Working Paper No. 452, Bank of England.
- Andrade P., J. Breckenfelder, F. De Fiore, P. Karadi and O. Tristani, 2016. The ECB's asset purchase programme: an early assessment, Working Papers Series, No. 1956, ECB, September.
- Bindseil, U., C. Domnick and J. Zeuner, 2015. Critique of accommodating central bank policies and the 'expropriation of the saver' A review, ECB Occasional Papers Series, No. 161, May.
- Borio, C., L. Gambacorta and B. Hofmann, 2015, The influence of monetary policy on bank profitability, BIS Working Papers No 514, October.
- Carletti, E. 2016. Low interest rates and implications for financial stability - A discussion, presentation at First ESRB Annual Conference, Frankfurt am Main, 22-23 September.
- Claeys, G. 2016. Low long-term rates: bond bubble or symptom of secular stagnation? Policy Contribution, Issue 15, Bruegel.
- Claeys, G and A. Leandro, 2016. The European Central Bank's quantitative easing programme: limits and risks, Policy Contribution Issue 4, Bruegel.
- Cova P., P. Pagano and M. Pisani M., 2015. Domestic and international macroeconomic effects of the Eurosystem expanded asset purchase programme, Temi di Discussione, No. 1036, Bank of Italy, September.
- Demertzis M. and G. Wolff, 2016. The effectiveness of the European Central Bank's Asset Purchase Program, Bruegel Policy contribution, June 23.
- Draghi M. 2016. Press conference (with questions and answers), ECB, 21 April 2016. <http://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2016/html/is160421.en.html>
- Hüttl, Pia and Silvia Merler (2016). An Update: Sovereign bond holdings in the euro area – the impact of QE. Bruegel Blog Post, Nov. 22. Available online <http://bruegel.org/2016/11/an-update-sovereign-bond-holdings-in-the-euro-area-the-impact-of-qe/>
- Krishnamurthy A. and A Vissing-Jorgensen, 2011. The Effects of Quantitative Easing on Interest Rates: Channels and Implications for Policy, Brookings Papers on Economic Activity, Fall.



- Montecino J.A. and G. Epstein, 2014. Have large scale asset purchases increased bank profits? PERI Working Paper 372, December.
- Praet P. 2016. The ECB's monetary policy response to disinflationary pressures, Speech forum «ECB and its watchers XVII», Center for Financial Studies, Frankfurt, 7 April.
- Marx, M., B. Nguyen, J-G. Sahuc, 2016. Monetary policy measures in the euro area and their effects since 2014, Rue de la Banque, No. 32, Banque De France, October.



6. EUROPEAN BANKING SUPERVISION AND PRUDENTIAL REGULATION IN THE GLOBAL CONTEXT

BY JOSÉ MANUEL CAMPA AND ALBERTO BUFFA DI PERRERO¹

RESUMEN (EN CASTELLANO)

El camino hacia la consecución de una Unión Bancaria plenamente operativa en Europa es un viaje sin retorno. Hasta ahora va por la senda correcta, pero aún queda mucho terreno por recorrer y el riesgo de tropezar en el camino es alto. Es importante mantener la velocidad y el impulso político.

La aceleración del proyecto de la Unión Bancaria es uno de los resultados positivos de una crisis financiera terrible. Crisis que ha dejado a la economía europea con niveles récord de desempleo y deuda pública y con un sistema bancario todavía frágil. Estos resultados de la crisis no son exclusivos de Europa y se han producido en mayor o menor medida en otros países de todo el mundo. La comunidad reguladora global reaccionó con una revisión en profundidad de la regulación en el sector financiero, liderada a iniciativa del Consejo de Estabilidad Financiera (FSB). Europa tenía sus propios retos adicionales. Como reacción al casi colapso del sistema bancario europeo en el punto álgido de la crisis en 2012, las autoridades han trabajado en la unión bancaria, alcanzando un conjunto común de normas de regulación, supervisión y resolución.

Los logros alcanzados hasta el momento merecen elogio. La agenda del FSB para aumentar la «resiliencia» del sector financiero ha traído consigo bancos mejor capitalizados y más transparencia en el mercado. En Europa, el recién creado Mecanismo Único de Supervisión (MUS ó SSM en inglés) está llevando a cabo una «revolución supervisora», gracias a la que todos los bancos de la zona euro están ahora sujetos al mismo tipo de seguimiento y vigilancia. Además, la Junta Única de Resolución (MUR ó SRB en inglés) facilita la rápida resolución de los bancos con problemas, minimizando el uso del dinero del contribuyente. Por lo tanto, tenemos hoy mejor regulación y mejores instituciones y herramientas para prevenir y responder a las crisis financieras.

Queda sin embargo, todavía mucho por hacer. En el ámbito de la regulación, la agenda está lejos de ser completa, y aún se han de definir aspectos importantes como el marco de Basilea y las normas de absorción de pérdidas de TLAC/MREL. Quedan por

¹ Respectively, Global Head of Regulatory Affairs, and Head of European Supervisory Relations, at Banco Santander.



superar importantes divisiones legales en las distintas jurisdicciones y minimizar los intereses locales, no sólo dentro de Europa, sino también entre Europa, Estados Unidos y otros países. La supervisión en todo el mundo sigue careciendo de una trayectoria (track-record) sistemática y predecible en la implementación del nuevo marco regulatorio.

Dentro de la zona euro, la Unión Bancaria tiene todavía un largo camino por recorrer. Existe un espacio claro para mejorar la forma en que el SSM lleva a cabo la supervisión cotidiana. Las nuevas autoridades de resolución (el MUR conjuntamente con las autoridades nacionales de resolución) todavía están en una fase primaria y se espera que apliquen reglas de resolución que aún no están perfectamente definidas. La ausencia de un sistema único de garantía de depósitos significa que los depositantes pueden seguir recibiendo un trato diferente entre los Estados miembros, dependiendo de la normativa local. Por último, pero no por ello menos importante, el número de instituciones europeas implicadas en la salvaguardia de la estabilidad del sistema financiero (EBA, MUS, MUR, etc.) ha aumentado sustancialmente y no parece que tengan una estrategia bien coordinada.

6.1. INTRODUCTION

The journey towards achieving a fully operational Banking Union in Europe is a trip with a one-way ticket. So far it is on the right track, but much ground still has to be covered, and the risk of stumbling blocks along the way is high. Therefore, momentum should not be lost.

The acceleration of the Banking Union project is one of the positive outcomes of an otherwise terrible financial crisis, which has left the European economy with record-high levels of unemployment and public debt, and with a still fragile banking system. These outcomes from the crisis are partially shared by other countries around the world. The global regulatory community reacted with a large overhaul of regulation in the financial industry, led by the initiative of the Financial Stability Board (FSB). However, Europe had its own additional challenges. As a reaction to the near collapse of the European banking system at the peak of the crisis in 2012, authorities have since then worked hard towards reaching a common set of regulatory, supervisory, and resolution rules.

The achievements so far deserve much praise. The FSB's agenda on increasing the resilience of the financial sector has led to better capitalized banks and more transparency in the market. In Europe, the newly created Single Supervisory Mechanism (SSM) is implementing a «supervisory revolution», whereby all banks in the Eurozone are now subject to the same set of supervisory scrutiny. Additionally, the Single Resolution Board (SRB) fosters prompt resolvability of troubled banks, minimizing the use of taxpayer's money. We therefore have better regulation, institutions and tools to prevent and manage financial crises.

However, much remains to be done. As far as the regulatory arena is concerned, the agenda is far from complete, with still considerable chunks of regulation such as the Basle framework and the TLAC/MREL loss-absorbing rules to be defined. Here, individual jurisdictions still have to overcome significant legal divides and local interests have to be narrowed down, not only within Europe, but also between Europe, the US and



other countries. Supervision worldwide is still lacking a proper track record in implementing the new regulatory framework.

Within the euro area banking union still has a long way to go. There is clear space for improvement in the way day-to-day supervision is conducted by the SSM. The new resolution authorities (the SRB jointly with the national resolution authorities) are still in their infancy and are expected to apply resolution rules which have not yet been finalized. The absence of a single deposit guarantee scheme means that depositors may still be treated differently across member states, depending on local regulations. Last but not least, the number of European institutions involved in safeguarding the stability of the financial system (EBA, SSM, SRB, etc) has increased substantially and they appear to lack a coordinated strategy.

This paper tries to elaborate on these issues, and is organized around three sections. The first one describes the progress made on the regulatory front, and the challenges ahead. The second one focuses on the new supervisory framework, and describes its functioning, methodology, and priorities, drawing a first balance of its activity. The third one highlights the steps ahead in the global regulatory agenda.

6.2. THE REGULATORY FRAMEWORK OF THE BANKING UNION: REGULATION, INSTITUTIONS AND CHALLENGES

The construction of the Banking Union in Europe, and of the single integrated banking supervision as a key component of this Union, is being done in a context of large regulatory changes in the banking framework. These changes were jump-started in 2008 by the G20 which initiated a comprehensive program of regulatory reforms to address the fault lines causing the largest financial crisis since the Great Depression. The financial crisis led to a global recession that resulted in a cumulative loss of output since the crisis, compared to its pre-crisis trend, in the order of 25% of one year's world GDP. These costs include much higher public debt, increased unemployment, and substantial output losses, particularly for advanced economies.

The reforms put forward by the Financial Stability Board (FSB) are designed to increase the resilience of the global financial system while preserving its open and integrated structure. This program of financial reform was structured along four key areas:

- Building resilient financial institutions – particularly through the full Implementation of Basel III capital and liquidity standards.
- Ending too-big-to-fail – by implementing higher loss absorbency capacity and more intensive supervision for global systemically important banks (G-SIFI), as well as enhancing the resolution regimes for banks.
- Making derivatives markets safer – by encouraging the trading and clearing of most derivative products through Central Counterparty Clearing Houses (CCPs), therefore declining the relative importance of over-the-counter (OTC) derivatives.
- Transforming shadow banking into resilient market-based finance.



The FSB assessment of the effects of the reforms implemented to date in the banking industry (mainly the first two points above) has been generally positive². The largest internationally active banks are now considerably more resilient than before the crisis; banks have built larger and better quality capital buffers, mainly through retained earnings; banks now also have significantly lower leverage and many have improved their funding profiles. All large internationally active banks meet the fully phased-in minimum risk-based capital and leverage ratio requirements, and 80% of these banks also meet or exceed the fully phased-in minimum liquidity requirements (the LCR and the NSFR).

However, banks are still adjusting their business models, and low market valuations persist for many of them. This is due in part to a number of challenges affecting banks beyond the regulatory requirements. The macro environment in developed markets, and particularly in the euro area, of low and persistent interest rates puts a very high pressure on the banks' interest margins. Low nominal GDP growth, and low growth of net credit to the economy also put downward pressure on lending. The monetary transmission mechanism is not working, as credit is not increasing despite the huge liquidity stimulus put in place by central banks. The relative increase in demands on capital and other regulatory requirements has lowered the profitability of certain businesses and banks have deleveraged by exiting certain activities. Finally, technological innovation and digitalization is putting additional pressure on certain businesses linked to financial intermediation. The impact that these profoundly transforming technological challenges will have in the industry is difficult to predict. Nevertheless the joint interaction of these three forces is putting extraordinary pressure on the performance of the banking industry.

6.2.1. INSTITUTIONAL CONSTRUCTION WITHIN THE EU – BANKING UNION

The large set of international reforms at the global level has had its mirror transposition at the European level. However, the European Union has transposed many of the international legislation at the same time that it dealt with a significant banking crisis in certain member states and it pursued the construction of a banking union for euro area member countries.

In the summer of 2012 the European Council took the political decision to create a banking union for the Euro area. The Banking Union implied the creation of a new institutional framework comprised of:

- A single integrated supervision for banks in the euro area coordinated through a new responsibility for the European Central Bank that, in cooperation with the national supervisory authorities, created a Single Supervisory Mechanism.

² See the FSB report: «Implementation and Effects of the G20 Financial Regulatory Reforms», 2nd Annual Report, 31 August 2016.



- A new resolution framework that included the establishment of national resolution authorities acting in cooperation with a newly created institution, the Single Resolution Board, and with the commitment to also create a Single Resolution Fund with private contributions from euro area banks.

This new institutional framework has been implemented over the last four years. The supervision authority started its direct supervision in November 2014 and the Single Resolution Board became operative and has implemented its first resolvability assessment during 2016. These new institutions working in conjunction with the corresponding national authorities and with other European institutions (mainly the EU Commission and the European Banking Authority) are shaping what is expected to become a fully integrated banking union.

In addition to the establishment of this institutional framework the banking union has progressed towards a more integrated supervision for its banks. This integrated supervision gets implemented through: (i) the establishment of a common supervisory methodology for all the banks (the SREP); (ii) the creation of Joint Supervisory Teams conformed of supervisory experts from the national authorities interacting jointly with supervisory experts from the new division of the ECB in charge of supervision; (iii) the establishment of horizontal policies on supervisory approaches and inspections that balanced existing national approaches and contributes to the development of a new euro area supervisory culture.

Next section covers in detail how euro area level supervision has evolved in the last two years. Nevertheless, it is worth noting that the SSM has launched a number of horizontal initiatives through the use of Thematic Reviews that aspire to provide a more level playing field in the application of supervision within the euro. These reviews so far have focused on: corporate governance, risk appetite, cybersecurity, sustainability of business models and the use of internal models in risk management, leveraged finance, and data quality. The selection of issues that the SSM has prioritized in these thematic reviews clearly points to the main areas of concern of the SSM. In addition, the SSM has done a large effort to identify national discretions in individual countries and put forward a plan to eliminate those that may suppose a burden on the effective application of a homogeneous supervision.

6.2.2. CHALLENGES TO THE EFFECTIVE WORKING OF THE BANKING UNION

As of today, the institutional framework of the banking union is mostly in place, although each of these institutions is in the process of developing its internal procedures, culture and staff to be fully effective. Needless to say, we are still far from a single homogeneous supervision. Current supervisory practices still contain a significant national imprint in the decisions, and focus of interest and weaknesses tend to be identified along national borders in Europe. These divergences are likely to be partially eroding in the coming years as we build more expertise from this new supervisory approach, but more ground needs to be covered in order to obtain a clear and homogeneous picture for the sector.



First, the institutional framework needs to be finalized. There is a broad agreement that a complete banking union requires three pillars: single supervision, coherent resolution, and a common deposit guarantee scheme within the euro area. There is still not a Common Deposit Guarantee Scheme and a number of countries still lack national deposit guarantee schemes that comply with the Deposit Guarantee Directive. The Commission has put forward a proposed regulation for a European Deposit Insurance Scheme (EDIS), with a transition phase that will imply passing from co-insurance, to re-assurance of the national deposit guarantee schemes to the final implementation of a euro area scheme. This proposal is still pending approval by the European Council and European Parliament and, according to the statements made by leaders of a number of member states, it is unlikely that it will be approved any time soon.

Second, important regulatory changes are still pending transposition and full implementation. On capital requirements and supervision, the European Commission has put forward a revision of the provisions of the Capital Requirements Regulation and Directive (CRR/CRD IV) at the end of last year. This proposal also includes the transposition of the capital requirements agreed at the G-20 regarding the Total Loss Absorbing Capacity (TLAC) that the large globally systemic institutions will have to comply and the interplay between these new requirements with the existing capital requirements and regulations for resolution in the European Union (MREL). These proposals require co-decision of the European Council and European Parliament and it is important that this process is accelerated. Finally, at the international level the discussion remains open on the additional adjustments that will be required on the prudential capital requirements established by the Basel committee (sometimes referred to as the new «Basel IV»).

Third, the institutional workings of the new banking union are still being tested. During 2016, the EBA jointly with national supervisors has performed a stress test exercise for 51 large banking institutions in the EU. This exercise has also become part of the supervisory process for banks performed by the SSM. The SSM has adapted its requirements of capital for banks to partially include more explicitly the outcome from these exercises in their analysis (through the introduction of what is now called the Pillar 2 Guidance). However, this application of the stress tests was partial and applied only to a subset of institutions. Work remains to clarify how these exercises will be performed in the future and extended to all supervised institutions. Furthermore, the interaction between resolution and prudential supervision authorities through the introduction of the resolvability assessment in the supervisory surveillance is still pending.

6.3. THE SINGLE SUPERVISORY MECHANISM: ITS FUNCTIONING, METHODOLOGY, AND PRIORITIES. A BALANCE OF ITS FIRST TWO YEARS

The ECB took responsibility of direct supervision for Eurozone banks on 4 November 2014, triggering an unprecedented series of organizational, methodological, and cultural changes across the European banking sector. During the last two years, much road has been covered by the ECB and the National Competent Authorities (together forming the Single Supervisory Mechanism, or SSM), while more is still to be achieved.



6.3.1. OPERATIONAL ASPECTS OF THE NEW SUPERVISORY FRAMEWORK

While, differently to other systems, supervisory functions have been kept directly under the umbrella of the ECB³, autonomy of supervision from monetary policy has been achieved by creating a separate Board (the Supervisory Board), responsible for the SSM's supervisory decisions, which in turn responds to the Governing Council, the ECB's highest decision-making body. As liaison between the two bodies, the Deputy Chairman of the Supervisory Board is also a member of the Governing Council.

A total of four new Directorates have then been created to specifically deal with supervision, reporting to the Chair of the Supervisory Board. Two of the DGs deal with the direct supervision of each of the about 130 banks under direct supervision, one monitors the smaller institutions, and the fourth one ensures the development and implementation of the methodology and other supervisory tools (for example, inspections). The total amount of ECB staff currently dedicated to supervision reaches about 1.000 people, and the SSM has communicated its will to further increase its staff in the coming years.

At a more operational level, daily supervision is carried out by Joint Supervisory Teams, which are dedicated teams of supervisors (one JST per each bank), grouping professionals belonging to both the ECB, and any European National Competent Authority (NCAs) where the bank is present. The JST is headed by a Coordinator, which belongs to the ECB and is based in Frankfurt. Effective coordination within the JST, and more generally between the ECB and the NCAs of the Eurozone, is of paramount importance. Also, coordination is key when it comes to coordinate joint supervisory efforts with non-Eurozone countries in the case of banks with presence overseas. In the case of Banco Santander, its College of Supervisors, which meets at least every year to discuss the group's most relevant supervisory issues, gathers more than 20 different national authorities.

To complete the SSM's organizational picture, while decisions taken by the SSM can be appealed by banks following the formal procedure through the European Court of Justice, an administrative body, the Administrative Board of Review (ABR), has been created in order to give banks a more informal, quick and specialized route to solve potential conflicts with their supervisors. The ABR is formed by four members, with strong central banking experience.

In order to ensure smooth execution of its supervisory functions, the SSM needs to coordinate with other European bodies, namely the EBA and the SRB. The SSM's role with regards to the EBA is to implement supervisory methodologies which are fully in line with the EBA's standards. Such standards are applied not only in the Eurozone through the SSM, but also by all the other European supervisors (for example, the PRA in the UK, or the KNF in Poland). Also, the SSM works in close cooperation with the EBA for the implementation of asset quality reviews and stress tests (here again, it is the

³ Different models exist elsewhere, with two different authorities exerting separately monetary and supervisory functions, for example in the UK (the Prudential Regulation Authority for supervision, and the Bank of England for monetary policy).



EBA's role to define the standards, and the SSM's to implement them). Cooperation with the SRB is vital in ensuring consistency between a bank's recovery plan (which falls under the SSM's competencies), and its resolution plan (the SRB's).

6.3.2. THE SSM'S METHODOLOGY AND TOOLS

Developing a supervisory methodology which could be applied to a large number of banks with different business and financial profiles, and subject to different national regulations, has probably been the highest effort of the SSM so far.

Following the EBA's guidelines on SREP (Supervisory Review and Evaluation Process), the SSM has defined a methodology whose aim is to perform a holistic assessment of an institution's viability, so to take any necessary supervisory measure to address eventual concerns. Drawing on leading supervisory practices, the SREP is a combination of quantitative and qualitative elements, with a strong forward-looking component. The SREP is creating a supervisory level playing field, where banks are evaluated according to a common methodology and a common process, and where a single institution –the SSM– has finally access to a wide database which allows for peer comparison and cross-analysis on a European scale.

The SREP methodology is based on four blocks:

- **Business model assessment.** When analyzing a bank's business model, a JST would focus on aspects such as a bank's main activities, the environment where it operates, its financial and strategic plans and, more generally, an assessment of its viability (1-year horizon), sustainability (3-year), and sustainability over the cycle (more than 3 years).
- **Internal governance and risk management.** Here, the methodology covers aspects related to a bank's internal governance framework, with a focus on the main control functions (risk management, internal audit, and compliance). Particular emphasis is put on the risk management framework, the risk culture, the quality of data, as well as the remuneration policies and practices.
- **Risks to capital.** The SREP methodology assesses a bank's risks to capital under three perspectives: the supervisor's, the banks and a forward-looking view. When analyzing the supervisor's perspective, focus is put on an analysis of the main risks (credit, market, operational, and interest rate). Then, the main tool to assess the bank's perspective is through an analysis of the bank's own Internal Capital Adequacy Assessment Process (ICAAP), where the robustness of its process, data, and scenarios is scrutinized by the JST. Lastly, a forward-looking component is added through the completion of specific stress tests, such as the one which was done in conjunction with the EBA, and published at end-July, 2016. The theoretical capital needs stemming from these exercises are then compared with the capital the institution holds, and its plans for the future.
- **Risks to liquidity.** A comparable methodology is followed to assess a bank's liquidity position. Here again, the supervisor's, the bank's, and a forward-looking



component are put together in order to quantify possible liquidity gaps. Several liquidity indicators (Liquidity Coverage Ratio, Net Stable Funding Ratio, etc.) are analyzed and benchmarked, while the bank's view is provided by the Internal Liquidity Adequacy Assessment Process (ILAAP).

The SREP outcome determines a minimum capital requirement which the bank must maintain during the following year. In addition, a bank might be subject to specific liquidity requirements, or any other supervisory measure which the SSM deems appropriate (for example, restrictions on business, the requirement to reduce risks, or more compelling requirement obligations).

The SSM has used a variety of tools to implement its SREP methodology. The supervisory dialogue has been very intense since the SSM inception, partly reflecting the ECB's need to gain a thorough understanding of each bank's business and risk profiles. First and foremost, JSTs have undergone bilateral meetings with banks' senior management, on a recurring basis. For example, in the case of Banco Santander, the JST meets at least every year with the Chairman of the Group, every quarter with the CEO and key corporate functions (CFO, CRO, AVAIT, etc.), and keeps constant dialogue with the technical teams in charge of managing and monitoring all the core functions of the notably, bank. In-depth inspections on selected topics are conducted extensively, as well as cross-sector thematic reviews on topics of special interest. Thematic the SSM has conducted an extensive nodding all content and direct support review on corporate governance and on risk appetite, which have culminated in a booklet resuming supervisory expectations on these topics⁴.

In terms of determination of the minimum regulatory capital ratio, the SSM has introduced during 2016 an important methodological change, which has consisted in splitting the Pillar 2 capital buffer into two separate elements, Pillar 2 Requirement (P2R) and Pillar 2 Guidance (P2G). The P2G, which is the cushion banks have to absorb shocks during stress times, has been sized mainly through the results of the stress test conducted by the EBA in 2016. The P2R has de facto lowered the minimum capital requirements, improving banks' flexibility to use earnings to pay dividends, bonuses, and coupons on hybrid debt instruments. At the same time, through the P2G, supervisors retain full discretionary powers to keep banks capitalized at a higher level than the one required under the P2R.

6.3.3. SUPERVISORY PRIORITIES

In order to coordinate its supervisory action across banks, the SSM has laid out the following priorities:

- **Business model and profitability risk.** In the context of low interest rates and high provisioning needs, the SSM has been focusing on the ability of banks to

⁴ https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm_supervisory_statement_on_governance_and_risk_appetite_201606.en.pdf



produce an adequate level of recurring income, without increasing their risk profile.

- Credit risk. Here, the SSM has been looking into the trend of NPLs, adequate reserve coverage, and the potential impact of IFRS9 on banks' provisioning practice.
- Capital adequacy. This has been, and will continue to be, one of the main areas of supervisory attention. In line with the SREP methodology, capital adequacy has been assessed against banks' ICAAPs, and the results of the EBA's stress test published at end-July, 2016. The SSM has also examined banks' quality of capital, in relations to options and national discretions which still have to be harmonized across the different Eurozone countries.
- Governance and risk appetite. Through dedicated thematic reviews, the SSM has assessed banks' functioning of board of directors, the equilibrium between executive and independent board members, and the mechanism of delegation of powers to the commissions. Also, the SSM is reviewing banks' risk appetite framework, and its consistency with the bank's risk profile. Aspects related to risk culture have also been examined thoroughly.
- Liquidity. Like for capital, also for liquidity the assessment has been performed against banks' own assessments through ILAAP.
- Revision of banks' internal models for risk weighting. This ambitious project (Targeted Review of Internal Models, or TRIM), will map, review and benchmark the models banks use for the calculation of risk weighting, under a multi-year scheduling.
- Cybercrime risk, with the objective of capturing the cyber risk profiles of the significant institutions and conducting a benchmarking exercise on the data gathered from banks.
- Outsourcing, to take stock of banks' outsourced activities and scrutinise how they are managing the associated risks (including IT risks).

6.3.4. A BALANCE OF ITS FIRST TWO YEARS

Much has been achieved since the SSM was created on 4 November 2014. The Eurozone can now count on a single institution which, in coordination with the national ones, applies a thorough methodology and watches over the stability of the largest banking sector worldwide by size of assets. Initial problems typical of a newly created institution, such as delays in responses and lack of clarity of processes and methodology, are being gradually overcome with time and experience. The cultural change required to adapt to the new supervisory environment has been truly impressive, both from the side of supervisors (confronted to an initial «melting pot» of supervisory approaches), as well as from the side of the banks (starting with basic aspects, such as the use of the English language for everyday interactions with the new supervisor). The whole Eurozone banking industry is starting to speak the same supervisory language.

This generally positive assessment has to be read in conjunction with some areas which still need improvement. In our opinion, the SSM should improve the following aspects:



- The SREP methodology related to the determination of minimum capital requirements should be kept stable over time, to allow for proper capital management. Since its inception, the SSM has progressively modified its methodology, with the result that the minimum capital required to banks has varied over time. We advocate for clear and stable rules, which are the prerequisite for a proper functioning of the system.
- A lot of emphasis has been put on converging on the definition of capital, while convergence of risk-weighted assets is still far to be achieved. This has created an asymmetry in the capital ratio (which is calculated as the ratio between the two magnitudes), and is penalizing those banks in geographies whose national supervisors have followed a more conservative approach on the use of internal models for capital assessments.
- Reaching a regulatory level-playing field is important, but not at the expenses of previously established transitional calendars. We agree with the SSM's view that discretions in the application of supervisory rules may distort the comparability among banks (for example, in terms of deductions of certain items from capital), however this reflects negotiations among Member States, whose legal validity should be respected.
- Attention should be warranted to cooperation between the SSM and non-Eurozone supervisors. Memoranda of Understanding should be promptly signed among authorities, in order to regulate basic bilateral relations such as exchanges of information. Priority should be given to the recognition of supervisory equivalence to third countries within the EU.
- Within the SSM, full coordination should be achieved between the JSTs, and the DG-IV in charge of horizontal issues. Horizontal policies are the only way to ensure uniformity of approaches and clarity of rules across the SSM.
- The level of supervisory dialogue should be stepped up. Currently, banks provide their JSTs a vast amount of information, but receive little feedback in exchange, often concentrated around the SREP process. More interaction, and faster feedback would help banks prioritize their actions on those who have more impact from a supervisory point of view. The SSM should also seek more feedback from banks on methodological aspects, before their implementation.
- Decision-making process for matters requiring supervisory approval should be clearly explained, and possibly accelerated. This can refer to issues where time-to-market is important, or to issues of particular relevance, such as validation of internal models, or approval of corporate transactions.
- Requests for information should be streamlined. Currently, there is a significant overlap between existing reporting requirements, and new ones introduced by the SSM.
- Coordination with the EBA and the SRB will be of paramount importance. This will require a constant dialogue, and uniformity of processes (internally) and messages (externally, to the banking industry).



6.4. CHALLENGES FOR AN INTEGRATED AND EFFECTIVE REGULATORY ENVIRONMENT IN THE BANKING UNION

Despite the progress so far, the challenges confronting a smooth implementation of the banking union should not be underestimated. Some of these challenges have already been highlighted in the previous sections, nevertheless it is worth developing further the most important and/or urgent.

In the short term, there is the need to clarify the resolution requirements for banks. The European Commission has put forward a reform of the legislation that harmonizes the existing requirements on MREL with the guidelines approved by the Financial Stability Board on TLAC for G-SIFIs. These new requirements will imply the issuance by banking institutions of new liabilities eligible to comply with these resolution requirements. Preliminary estimates indicate that the total issuance of these subordinated instruments will be substantial. A sufficient broad base of investors needs to be identified to assure financial markets can absorb these new issuances without disruptions. Legal clarity and transparency on where these instruments will stand in terms of seniority and how they will be treated in case of resolution is essential for the appropriate pricing of these instruments. Unfortunately, so far national regulations differ on how these subordinated instruments will be treated and there is not homogeneity within the Banking Union. The Commission proposal sets the basis for common criteria that should prevail across the union with an accelerated implementation period. It will be important that this harmonization happens at the European level within the first half of this year.

At the same time, the Single Resolution Board is expected to put forward its evaluation of the requirements of eligible bail-in instruments for all institutions in the Banking Union. The SRB will set these individual requirements and require that each institution puts forward a plan on how to comply over the medium term, with the final target date of 2019. Jointly with this target, the SRB is also required to perform a resolvability assessment of each institution. This assessment should identify any barriers to resolvability that the institution may currently have in its ongoing operations and demand that these barriers are dealt with by each bank so as to either eliminate, minimize or compensate for their existence to facilitate orderly resolution. The SRB will share its conclusions of this assessment with the SSM so as to guarantee that any identified significant barriers to resolvability are incorporated in the prudential supervision assessment and dealt with by the institution as soon as possible.

A second important issue in the regulatory agenda is to finish the transition toward the full implementation of the existing regulations. This implies within Europe the full completion of all the phase-in calendars on the implementation of Basle III and other regulatory requirements, a homogeneous implementation of the single rule book, and further deepening of the single rule book on insolvency and conduct. It also implies the completion of the final modifications of the Basle agenda, mainly the new standards for credit, operational, and market risks and the treatment of internal based models for risk. The Basle Committee has 2016 the mandate to finish the proposals on this front by year-end but it has postponed this dead lot of uncertain still remains on the final proposals and the overall impact they will have in terms of additional capital requirements for banks.



The third issue, already mentioned above, is the completion of the banking union. The establishment of the European deposit Insurance Scheme should take a pivotal role. Beyond Deposit Insurance, a lot of work still remains to ensure the appropriate functioning of the banking union. Progress in the integration of the banking union is being questioned by the adequate management of remaining existing legacy issues in the banking sector. These legacy issues may hinder the full development in the banking union. Authorities should make a strong effort in distinguishing between solving remaining legacy issues and building for the future a well-functioning, integrated banking union. Difficult decisions at the European, national and individual institutions need to be taken with sufficient foresight so as to preserve financial stability of the euro area.

The SSM has been taking a very active role on dealing with these legacy in the areas of NPLs, reliance on internal based models, and differences in structure and organizational governance. Nevertheless, progress has to continue while assuring the existence of a level playing field. Supervisory priority has focused on enhancing the comparability of solvency of banking institutions. This process has prioritized a homogeneous definition of the different components of capital in the banking union and the convergence on the level of capital ratios across institutions. However, much less progress has been achieved in ensuring the comparability of risk weighted assets across banks. To its credit, the SSM has launched an ambitious initiative to harmonize the assessment of RWA comparability in the Banking Union (the so-called TRIM: Thematic Review of Internal Models). Nevertheless, this review will take several years and its outcome is uncertain. In the interim competition and comparability among banks is hindered by the inexistence of a level playing field in this context.

The organizational challenges within the SSM remain large despite the progress achieved in the past two years. We have highlighted some of the most pressing operational ones in the previous section. Beyond this, the SSM still has to establish itself as the backbone for supervision in the euro area. This implies that it has to develop a strong internal culture, with a homogeneous methodology that guarantees appropriate discretion, while preserving a level playing field and overcoming national biases. A stable interaction between the ECB part of the SSM and national competent authorities needs to be created. Additionally, the SSM should act as a single entity in international fora and assure its appropriate representation and weight as the authority supervising the largest banking system in the world.

Finally, existing banking supervision worldwide is confronted with a major challenge: guaranteeing a stable, competitive, open, fair banking system that integrates in its operations the transformations implied by digital innovations. This challenge goes beyond the current existing regulatory agenda. Nevertheless, the way authorities deal with it in the near future may be the most determinant factor in shaping the future of the banking industry. There is a lot of focus on the development of the capital markets union in Europe and rightly so, given that good, deep financial markets are essential for economic development. However, more focus is needed in a better understanding of the role that innovations will play on the essential roles currently played by the banking industry: facilitating payments, liquidity, maturity transformation, and allocating savings into investments, mainly loans for households and small and medium corporates. These acti-



vities will be performed substantially differently as a result of technological innovations. Newcomers and existing banks may have different willingness to engage in these activities in the future. Clearly competition and innovation from newcomers will enhance quality and quantity of services to customers and they should be encouraged. Financial regulation should assure that a given activity subject a certain type of regulation and oversight, regardless of the institution providing a (incumbent/newcomer, bank/nonbank). This is a magnificent challenge to the existing regulatory system. Currently, banking services can only be provided by institutions that have been previously approved by the appropriate authorities, through the establishment of licenses for entry. However, a banking license allows institutions to perform a broad range of activities linked to financial services and implies vast amounts of supervisory oversight and controls. Future regulation will need to clarify which activities require to comply with what part(s) of the regulatory requirements while preserving a stable, safe, and competitive financial sector. So far, we are still in the early stages of confronting this challenge.



7. ¿UN SISTEMA EUROPEO DE GARANTÍA DE DEPÓSITOS?

GERARD ARQUÉ, ENRIC FERNÁNDEZ Y CRISTINA T. PLATA GARCÍA¹

EXECUTIVE SUMMARY

The sovereign debt crisis of 2012 highlighted the weaknesses of the Eurozone's financial system and made clear the perverse link between bank risk and sovereign risk. The banking systems of countries with a weak sovereign, the ultimate guarantor of the deposits of the system, were especially penalized, and this generated an excessive financial fragmentation among the different countries of the monetary union. In order to redress this unsustainable situation, member states committed themselves to build a banking union, supported by three pillars: the single supervisory mechanism (SSM), the single resolution mechanism (SRM) and the European Deposit Insurance Scheme (EDIS). The first two pillars are already operational and only the EDIS remains to be developed.

This article argues why an insurance scheme at the European level (EDIS) is needed to complete a banking union and analyzes the EDIS proposal made by the European Commission (EC) in 2015.

In general, deposit guarantee schemes (DGS) increase depositors' confidence in the banking sector, thereby reducing the risk of bank failures and fostering financial stability. All over the world, DGS have experienced a strong growth in recent decades (at present there are more than 120 countries with a DGS in place, while in 1980 there were only 16). Unlike national DGS, the EDIS would have the guarantee of all the countries of the monetary union (and not only the guarantee of a single sovereign). For this reason, the EDIS would contribute to reduce the link between the sovereign and the banks of the same country and would underpin the confidence of all depositors of the banking union, regardless of the country's location of their bank. The EDIS would also offer other advantages, such as scale (it is more efficient to offer insurance on a larger scale because risks are more diversified), or consistence with the functioning of the banking union (since supervision and resolution tasks are already developed at the European level).

¹ Gerard Arqué, economista, Área de Planificación Estratégica y Estudios de CaixaBank.
Enric Fernández, economista jefe y Director Corporativo de Planificación Estratégica y Estudios de CaixaBank.

Cristina T. Plata García, ayudante de investigación, Área de Planificación Estratégica y Estudios de CaixaBank.



The debate over the structure of the EDIS has led to different proposals which vary according to the degree of mutualization of risks between countries: reinsurance, co-insurance and full insurance. The EC's proposal to establish the EDIS, which would be mandatory for all the members of the monetary union, combines these three elements in different successive phases until 2024. Although most countries in the Eurozone support the EC proposal, others such as Germany and the Netherlands argue that there are significant differences in terms of quality among the balance sheets of the different European banking systems and would like to see a reduction in such differences before committing to any agreement on EDIS. On this matter, they demand, for instance, changes in the treatment of sovereign debt held by banks so as to reduce their weight in banks' balance sheets and the concentration of risks.

Despite these constraints, the implementation of a fully mutualized EDIS should be a matter of time. The deadlines proposed by the EC may need to be modified, but the point of arrival is clear.

7.1. INTRODUCCIÓN

El riesgo de desintegración de la eurozona en 2012 fue real. La fragmentación financiera entre los distintos países de la unión monetaria, reflejada en una fuerte divergencia en los tipos de interés de créditos y depósitos, era insostenible. El vínculo perverso entre riesgo bancario y riesgo soberano hacía estragos: los sistemas bancarios con problemas constituían una amenaza para la solvencia del soberano de su país; un soberano débil, garante último de los depósitos del sistema y uno de sus principales deudores, constituía una amenaza para el sistema bancario de su país. La historia había demostrado que estas dos amenazas, que se retroalimentaban, podían causar un daño irreparable a la confianza de inversores y depositantes y desembocar en un pánico incontrolable.

La situación se enderezó, fundamentalmente, gracias a dos medidas: el anuncio de Mario Draghi de que el Banco Central Europeo (BCE) estaba dispuesto a lo que hiciera falta para preservar la integridad de la eurozona² y el compromiso por parte de sus países miembros de crear la unión bancaria, un paso que profundizaba en la integración económica y financiera de la eurozona.³ La primera medida declaraba la voluntad del BCE de actuar, si fuera necesario, como algo muy parecido a un prestamista de última instancia. Por su parte, la unión bancaria tenía como objetivo principal mitigar el vínculo entre riesgo bancario y riesgo soberano.

Años más tarde, la unión bancaria ya es una realidad. El BCE tomó las riendas como supervisor único de todos los bancos de la eurozona en noviembre de 2014 y, a principios de este año 2016, el Mecanismo Único de Resolución (MUR) también echaba a andar. Queda pendiente, sin embargo, el tercer gran pilar de la unión bancaria: un sistema europeo de garantía de depósitos (SEGD). Por ahora, los depositantes de los ban-

² Discurso de Mario Draghi del 26 de julio de 2012 disponible en www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120726.en.html

³ Las resoluciones del Consejo Europeo en relación con la unión bancaria pueden consultarse en www.consilium.europa.eu/en/policies/banking-union/



cos de la unión continúan dependiendo de sistemas de garantía de depósitos (SGD) nacionales, armonizados en algunas dimensiones por una directiva de 2014. Pero, en ausencia de un SEG D, se mantiene un nexo de unión relevante entre riesgo bancario y riesgo soberano y no todos los bancos de la unión compiten en igualdad de condiciones.

Las negociaciones entre los países de la zona para establecer un SEG D avanzan muy lentamente. La Comisión Europea (CE) realizó una propuesta en noviembre de 2015 pero no ha suscitado suficiente consenso. Dicha propuesta contempla un periodo transitorio que debería desembocar en un SEG D plenamente mutualizado en 2024. Varios países, entre los que se incluyen Alemania y Países Bajos, se resisten a avanzar en la creación de un SGD supranacional si antes no se ha profundizado en la armonización de la normativa de solvencia de los distintos países (la directiva existente todavía permite mantener distintas especificidades nacionales) y si no se ha reducido la exposición de la banca a la deuda pública y la concentración de dicha exposición. Con estas medidas, y otras, declaran que quieren reducir el riesgo existente en los balances bancarios. Otra interpretación es que desean ganar tiempo para que pasen las distintas elecciones que tienen que celebrarse el año que viene (la mutualización de riesgos no es del agrado de determinados segmentos del electorado) y para que se resuelvan las dudas que aún planean sobre algún sistema bancario europeo, en particular el italiano⁴.

En la siguiente sección, explicamos brevemente los argumentos teóricos genéricos en favor de un sistema de garantía de depósitos y describimos la situación actual en EE. UU. y la eurozona. Posteriormente, en la sección 3, nos preguntamos por qué es necesario un sistema europeo de garantía de depósitos para completar la unión bancaria y qué inconvenientes puede acarrear. La sección 4 analiza las distintas modalidades de SEG D (reaseguro, coaseguro y seguro pleno) y la sección 5 explica cuál ha sido la propuesta de la CE que, de hecho, combina estas tres modalidades. La última sección concluye con un mensaje relativamente optimista: es una cuestión de tiempo que la lógica para la implantación de un SEG D se imponga. Si la unión bancaria desea que existan bancos europeos, el sistema de garantía de depósitos también debe serlo. Como ya lo son el mecanismo único de supervisión y el mecanismo único de resolución.

7.2. ¿POR QUÉ ES NECESARIO UN SISTEMA DE GARANTÍA DE DEPÓSITOS?

7.2.1. LOS SGD COMO UN PILAR DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Una de las funciones esenciales que realizan los bancos es la transformación de vencimientos o plazos: captan recursos a corto plazo (por ejemplo, depósitos) y los prestan a largo plazo (por ejemplo, créditos para la compra de una vivienda o de maquinaria para una empresa). En la medida en que los activos del banco (préstamos a largo plazo) no son perfectamente líquidos y los pasivos ofrecen liquidez inmediata (un depositante puede ele-

⁴ A finales de diciembre de 2016, las autoridades italianas aprobaron la creación de un fondo de 20.000 M€ para recapitalizar y proveer la liquidez a aquellas entidades que lo necesiten (este es el caso, por ejemplo, de Monte dei Paschi di Siena).



gir retirar sus fondos en cualquier momento), la transformación de plazos también puede entenderse como una actividad de creación de activos líquidos por parte de la banca –un banco compra activos ilíquidos (préstamos) y vende activos líquidos (depósitos)–.

Precisamente, esta disparidad en términos de liquidez entre activos y pasivos genera problemas cuando muchos depositantes desean redimir sus depósitos simultáneamente. Cuando ello sucede, un banco se puede ver obligado a vender sus activos para hacer frente a las demandas de los depositantes, pero, al tratarse de activos ilíquidos, el valor de estas ventas puede ser insuficiente para repagar a los depositantes. Por esta razón, si no existe un seguro de depósitos y muchos depositantes esperan, por el motivo que sea, que muchos otros correrán a retirar sus depósitos, ellos también tienen el incentivo de correr a retirar los suyos. Un pánico bancario o una corrida bancaria –cuando los depositantes, en masa, desean retirar sus depósitos– se produce porque los fondos disponibles por parte del banco a corto plazo no son suficientes para repagar a todos los depositantes. Nótese que el pánico puede producirse contra una entidad perfectamente solvente pero que, como consecuencia del propio pánico, puede quebrar. Se trata de una profecía autocumplida: la expectativa de su quiebra por parte de los depositantes es la que desencadena la fuga de depósitos y provoca, en última instancia, su quiebra. Cuando una corrida bancaria afecta a una entidad sistémica o varias entidades más pequeñas, se produce una interrupción del sistema de pagos y de los flujos de crédito, lo que impide el desarrollo normal de la actividad económica y puede provocar una recesión.

Antes de la introducción del seguro de depósitos, un simple rumor sobre problemas en una entidad podía desencadenar un pánico bancario. No es casualidad que, tradicionalmente, los bancos acostumbraran a tener multitud de puestos de caja en sus sucursales para evitar que se formaran largas colas en la calle, pues esta simple observación podía desencadenar un pánico.

La existencia de un sistema de garantía de depósitos puede evitar un pánico bancario como el que se describe más arriba. El artículo clásico de Diamond y Dybvig (1983), que desarrolla un modelo teórico sobre el papel de los bancos como creadores de activos líquidos y su propensión natural a sufrir pánicos, argumenta que un SGD es la forma más eficiente de evitar dichos pánicos. Su existencia hace aumentar la confianza de los depositantes en el sector bancario, lo que hace disminuir el riesgo de quiebras bancarias y promueve la estabilidad financiera. En EE. UU., entre octubre de 1929, tras el *crack* bursátil en Wall Street, y finales de 1933, cuando se creó el fondo de garantía de depósitos (la Federal Deposit Insurance Corporation) quebraron más de 9.000 bancos. En 1934, tras la introducción del SGD, quebraron menos de 10.⁵

La posibilidad de que un banco pueda recurrir a una línea de liquidez provista por el banco central también puede ayudar a evitar un pánico. Los bancos centrales, sin embargo, solo tienden a otorgar líneas de liquidez a entidades solventes, entre otras razones para evitar problemas de riesgo moral⁶. Por ello, una línea de liquidez puede

⁵ Para mayor detalle sobre el número de quiebras ocurridas durante el *crack* bursátil de 1933, véase la Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) en www.fdic.gov/bank/analytical/firstfifty/chapter1.html

⁶ Los incentivos a tomar un riesgo excesivo serían mayores si un banco central ofreciera liquidez a una entidad insolvente. Aunque quizás menos relevante, el soberano también tendría mayores incentivos



evitar un pánico si una entidad se enfrenta a problemas de liquidez, pero difícilmente lo conseguirá si existen problemas de solvencia. Se trata pues de dos instituciones –el SGD y la facilidad de descuento en un banco central– complementarias que, de hecho, coexisten actualmente en la mayoría de países del mundo.

Para ser efectivo, un SGD debe garantizar una mayoría de los depósitos y ser creíble. Poca confianza generaría un sistema que solo garantizara unos pocos miles de euros y en el que muchos depósitos no estuvieran cubiertos. Por otra parte, la credibilidad del sistema, que puede ser público o privado, se apoya en última instancia en una garantía pública, implícita o explícita: el Gobierno se compromete a aportar los recursos que sean necesarios para que el SGD pueda cumplir con sus compromisos. Por ello, un SGD será tan creíble como el soberano que lo soporta. La credibilidad también se verá reforzada si existe un sistema efectivo de supervisión bancaria, que promueve la confianza entre los depositantes de que las entidades están sanas.

A pesar de sus consecuencias positivas para la estabilidad financiera, un SGD puede provocar problemas de riesgo moral (incentivar una toma de riesgos excesiva). Por ejemplo, los depositantes tienen un menor incentivo a discriminar entre entidades a la hora de efectuar sus depósitos porque saben que, si algo va mal, serán compensados (véase, por ejemplo, Anginer, Demirguc-Kunt *et al.*, (2014). Esto beneficia a las entidades más arriesgadas, que pueden ofrecer mayores remuneraciones por los depósitos que captan... mientras todo va bien. Así pues, el riesgo moral puede afectar a los bancos, que pueden tomar más riesgos porque la existencia del SGD les ayuda a captar recursos, y también a los depositantes, que acuden a entidades que ofrecen mayores rentabilidades a sabiendas de que son más arriesgadas, pero con la confianza de que sus depósitos están garantizados. Como consecuencia de estos problemas de riesgo moral, normalmente los SGD no ofrecen una garantía ilimitada a los depósitos (en algunos casos tampoco la ofrecen porque no sería creíble).

7.2.2. MODELOS DE SGD EN EUROPA Y EN EE. UU.

La presencia de sistemas de garantía de depósitos en todo el mundo ha experimentado un fuerte crecimiento en las últimas décadas. En 1980, tan solo 16 países contaban con un esquema de garantía de depósitos explícito; en 1999 ya eran 68 países los que contaban con uno, y actualmente son más de 120 países⁷. En Europa y en EE.UU., la creación y la estructura de los SGD responden a factores diversos, ya sean estos de carácter financiero (como la existencia de estructuras bancarias dispares entre países, etc.), económico, político o incluso cultural. Por ejemplo, el desarrollo del SGD en EE.UU. se produjo en un momento histórico concreto, un periodo de crisis profunda (1933). En otros países, la implementación de un SGD se introdujo más recientemente y en circunstancias distintas. Estos hechos explican algunas de las diferencias entre distintos SGD, como el mecanismo

a no pagar su deuda porque anticiparía que el banco central compensaría a los depositantes de aquellas entidades afectadas por el impago.

⁷ Según Beck, T. (2002) e IADI (International Association of Deposit Insurers), disponible en <http://www.iadi.org/en/deposit-insurance-systems/dis-worldwide/>



de financiación o el límite de cobertura. En todo caso, como veremos más adelante, dichas diferencias se han reducido sustancialmente en Europa tras la adopción de la directiva de sistemas de garantía de depósitos (DSGD) adoptada por el Parlamento Europeo en 2014 y que ha supuesto una mayor armonización de los SGD domésticos (por ejemplo, en materia de depósitos e instrumentos garantizados, el importe cubierto, etc.).

Por lo general, la mayoría de esquemas de SGD se caracterizan por financiarse de modo obligatorio a través de contribuciones realizadas por el sector bancario. Este es el caso, por ejemplo, de Estados Unidos, Francia, Reino Unido, Italia o España. Alemania, en cambio, presenta un caso más singular: además de tener un SGD obligatorio para el sector (EdB, por sus siglas en alemán) creado en 1998, también existe la posibilidad de adherirse a un esquema de garantía de depósitos voluntario para bancos comerciales, *Sparkassen* (cajas de ahorro) y cooperativas. Cada uno de estos grupos cuenta con su propio SGD voluntario, que complementa al SGD obligatorio. En el caso de los bancos comerciales, el esquema de garantía de depósitos (ESF, por sus siglas en alemán) está financiado, administrado y supervisado íntegramente por vías privadas. En caso de desembolso, el EdB es quien aporta primero los fondos (hasta 100.000 euros) y, solo en el caso de que fueran necesarios más recursos, se acude al ESF⁸. Como documenta Beck (2002), la creación de este esquema de garantía voluntario por parte de los bancos comerciales surgió como respuesta a la desventaja comparativa que tenían respecto a las *Sparkassen*, que antes de 1974 ya contaban con garantías públicas.

En términos generales, el modelo estadounidense se asemeja al que actualmente es aplicable en Europa⁹. La Federal Deposit Insurance Corporation (creada en 1933 a raíz de la crisis financiera de 1929) es la autoridad que administra el fondo de garantía de depósitos y gestiona los desembolsos en caso necesario. Las aportaciones a dicho fondo son calculadas en función del perfil de riesgo de los bancos (es decir, sobre la base de los activos ponderados por riesgo). Todos los tipos de depósitos (cuentas corrientes, depósitos a plazo, certificados de depósito, etc.) quedan garantizados por la FDIC, que cuenta con el respaldo explícito del Tesoro americano.

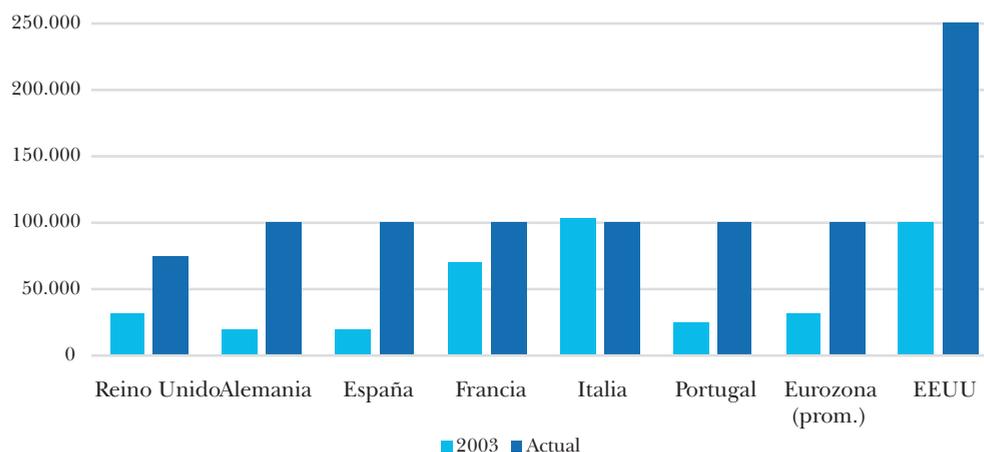
En la mayoría de países analizados, se observa una tendencia creciente de los importes de cobertura mínimos en los últimos años. El gráfico 1 muestra que, en 2003, en la eurozona estaban garantizados, en promedio, 25.000 euros por depositante. En la actualidad, la DSGD homogeneiza este importe situándolo en 100.000 euros por titular en el conjunto de la Unión Europea. En el Reino Unido, desde mediados de 2015, el importe cubierto por el SGD es de 75.000 libras esterlinas, equivalente a 100.000 euros al tipo de cambio que prevalecía a mediados de 2015. Al igual que en Europa, en EE. UU. también se ha producido un aumento sustancial del límite de cobertura en los últimos años, que actualmente es de 250.000 dólares (unos 237.000 euros a tipo de cambio de finales de 2016). En la mayoría de países, el peso de los depósitos garantizados por los SGD en porcentaje del

⁸ Para más información, véase la Asociación de Bancos Alemanes (Bankenverband), que representa a más de 200 bancos comerciales. En total, entre el EdB y el ESF queda garantizada una cantidad máxima por depositante equivalente al 20% de los fondos propios del banco (la cantidad mínima cubierta por depositante es de 1 millón de euros). Este porcentaje máximo se reducirá en 2020 al 15% y a partir de 2025, al 8,75%.

⁹ El SGD americano está regulado en la Federal Deposit Insurance Act.

PIB es muy elevado. Esto se debe justamente, en parte, al aumento progresivo de la cobertura mínima de los últimos años. Precisamente, el elevado peso de los depósitos garantizados en relación al tamaño de la economía hace imprescindible que los sistemas de garantía de depósitos cuenten con el respaldo de los gobiernos. El «Recuadro A: los SGD y el uso de fondos públicos como último recurso», analiza con más detalle esta implicación.

GRÁFICO 1. EVOLUCIÓN DE LOS IMPORTES CUBIERTOS POR LOS SGD (en moneda local; euros, libras esterlinas o dólares)



Fuente: Elaboración a partir de datos de Demirgüç-Kunt, A., Kane, E. J. y Laeven, L. (2014).

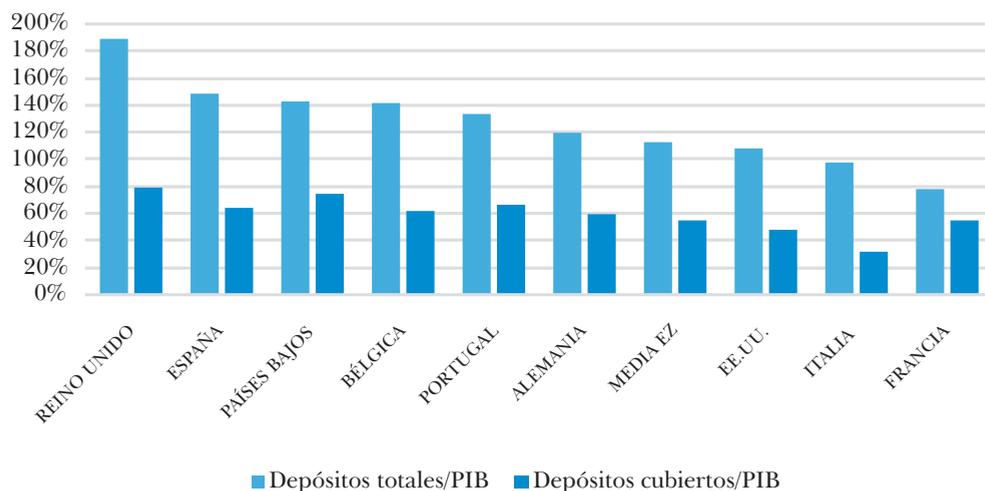
RECUADRO A: LOS SGD Y EL USO DE FONDOS PÚBLICOS COMO ÚLTIMO RECURSO

El gráfico 2 muestra el porcentaje de depósitos totales y depósitos cubiertos por los SGD nacionales en relación al PIB. Como se observa, estas magnitudes son generalmente elevadas para la mayoría de países. En particular, el peso de los depósitos totales sobre el PIB supera el 100% en muchos países europeos, como Reino Unido, España o Alemania, y en otros de menor tamaño como Países Bajos, Portugal o Bélgica. En cierta medida, esto se debe a que el sistema financiero está altamente bancarizado en Europa, aunque este porcentaje también supera el 100% del PIB en el caso de EE. UU., un país con un sector financiero no bancario mucho más relevante que el europeo. El peso de los depósitos garantizados también es muy significativo para todos estos países (superior al 50% del PIB en prácticamente todos ellos).

Estas magnitudes evidencian que los fondos de garantía de depósitos difícilmente podrían cubrir por sí solos, y sin apoyo de la autoridad fiscal correspondiente, la totalidad de los depósitos garantizados en caso de quiebra de un banco sistémico (o de varios bancos pequeños). Ello significa que el Estado y, por lo tanto, el contribuyente actúan, ya sea explícita o implícitamente, como mecanismo de financiación de último recurso (o backstop fiscal) del SGD de un país. Por ello, la confianza en el SGD y, por ende, en el sistema bancario de un país se ve condicionada por la fortaleza financiera de su soberano, dando lugar a un vínculo entre el soberano y el sector bancario (las quiebras bancarias pueden poner en peligro las finanzas públicas y, a su vez, las dificultades de la deuda soberana pueden des-

tabilizar a los bancos). Como detallamos en el siguiente apartado, uno de los objetivos fundamentales de la unión bancaria es debilitar dicho vínculo, en parte a través de un SGD paneuropeo que se vea apoyado por el conjunto de los soberanos de la eurozona.

GRÁFICO 2. PESO DE LOS DEPÓSITOS TOTALES Y GARANTIZADOS SOBRE EL PIB



Fuente: Elaboración a partir de datos de Cannas, G. et al. (2015), Getter, D. (2014) y FMI (2016).

7.2.3. LA DIRECTIVA COMUNITARIA DE SISTEMAS DE GARANTÍA DE DEPÓSITOS

En Europa, el funcionamiento de los SGD nacionales se reforzó con la aprobación de la directiva de sistemas de garantía de depósitos (DSGD)¹⁰ en 2014, previa propuesta legislativa de la CE en 2010. La DSGD ha supuesto una revisión profunda de la directiva anterior, que databa de 1994¹¹, y ha permitido armonizar importantes aspectos de los SGD nacionales que hasta ese momento quedaban bajo discrecionalidad de los estados como, por ejemplo, los importes cubiertos. Como se ha comentado, la DSGD ha unificado en 100.000 euros dicha cobertura¹². Además, la DSGD ha introducido aportaciones basadas en el nivel de riesgo de los bancos y se ha acortado el plazo de pago a los depositantes en caso de reembolso (desde 20 días en 2010 hasta siete días en 2014). También se ha esta-

¹⁰ Directiva 2014/49/EU del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014.

¹¹ Directiva 94/19/CE, de mayo de 1994. Esta normativa obligaba a unos mínimos comunitarios en cuanto a cobertura de depósitos (20.000 euros) y fue retocada posteriormente en 2009 (Directiva 2009/14/EC), aumentándose la cobertura mínima hasta los 50.000 euros.

¹² Se permite, de forma transitoria, que aquellos países que ofrecían una cobertura superior la puedan mantener y que también puedan ampliar dicho límite en casos concretos, como pagos por jubilación, indemnizaciones, fallecimientos, etc.



blecido que los SGD deberán acumular en 2024 un mínimo equivalente al 0,8% de los depósitos cubiertos a la vez que se les ha otorgado la capacidad de recaudar derramas extraordinarias. La DSGD también establece que los distintos SGDs podrán prestarse de forma voluntaria en caso de que se produzcan necesidades de liquidez. El sistema actual continúa basándose en el apoyo implícito de cada uno de los soberanos al SGD nacional.

La aprobación de la DSGD es un paso adelante en el camino marcado por el Consejo Europeo en 2009 hacia la aplicación del llamado marco normativo único (o *Single Rulebook*) para el sector financiero en Europa. El objetivo del *Single Rulebook* es el de proporcionar un conjunto de normas prudenciales armonizadas que deben aplicarse en toda la UE (ya sean, por ejemplo, normas de solvencia, de resolución de entidades o de sistemas de garantía de depósitos, como refleja la DSGD). Esto debe contribuir a mejorar el funcionamiento del mercado único (*Single Market*) de los Estados Miembros.

Tras la aprobación de la DSGD, prácticamente todos los estados ya han transpuesto dicha directiva al derecho nacional, aunque todavía queda alguno por hacerlo a pesar de que la fecha límite era julio de 2015¹³.

7.3. ¿POR QUÉ ES NECESARIO UN SISTEMA EUROPEO DE GARANTÍA DE DEPÓSITOS?

7.3.1. ARGUMENTOS A FAVOR DE UN SISTEMA EUROPEO DE GARANTÍA DE DEPÓSITOS: COMPLETAR LA UNIÓN BANCARIA

La creación de la unión bancaria en la eurozona constituye uno de los grandes hitos en la historia de la moneda única. El proyecto de unión bancaria surgió a raíz de la crisis de deuda soberana de mediados de 2012 provocada, en buena medida, por el vínculo existente entre los bancos y los soberanos de sus países. Desligar este vínculo se ha convertido en el objetivo fundamental de la unión bancaria y, con este objetivo en mente, se idearon tres pilares básicos: el mecanismo único de supervisión (MUS), el mecanismo único de resolución (MUR) y, por último, el sistema europeo de garantía de depósitos (SEGD).

Tanto el MUS como el MUR ya están operativos. El MUS comenzó a funcionar en noviembre de 2014, momento desde el que el BCE ejerce el rol de supervisor único de todos los bancos de la eurozona, una tarea que realiza coordinadamente con las autoridades nacionales competentes. A través de un análisis prospectivo para cada entidad de su modelo de negocio, gobernanza y gestión del riesgo, estructura de capital y de liquidez, el MUS establece sobre cada banco requisitos de capital y liquidez adicionales (los denominados requisitos de Pilar II) a los mínimos comunes (Pilar I).

A su vez, la implementación del MUR supuso establecer un marco normativo (la directiva de recuperación y resolución de entidades de crédito o BRRD¹⁴, por sus siglas

¹³ Bélgica solo ha transpuesto la directiva parcialmente. Véase Comisión Europea (2016), *Monitoring implementation and enforcement of Directives*, para más detalle.

¹⁴ Directiva 2014/59/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de mayo de 2014.



en inglés) con potestades e instrumentos específicos para intervenir las entidades financieras con problemas de forma ágil y con el menor coste posible para el erario público. Una de las piedras angulares del marco de resolución es la recapitalización interna o *bail-in*, que ha entrado en vigor este 2016 y que extiende a los acreedores del banco la obligación de absorber pérdidas. Así, se establecen los pasivos que serán susceptibles de amortizarse o convertirse en capital para recapitalizar el banco, siguiendo un orden de prelación predeterminado: los accionistas absorben pérdidas primero, seguidos de los tenedores de híbridos y de pasivos subordinados, etc.

La BRRD solo permite otorgar ayudas públicas en condiciones excepcionales, cuando la estabilidad financiera está en riesgo, siempre siguiendo la normativa sobre ayudas de estado de la Comisión Europea. A pesar de que existe esta cláusula de escape, varias voces han criticado la rigidez del nuevo marco de resolución en cuanto a la aplicación del *bail-in* y la dificultad de acogerse a esta cláusula (el FMI (2016) o el gobernador del Banco de Italia, Ignazio Visco, se han manifestado en estos términos). La aplicación del *bail-in* tampoco está exenta de riesgos jurídicos que pueden menoscabar su efectividad en la práctica, sobre todo cuando los pasivos potencialmente *bailinables* se encuentran en manos de inversores minoristas (en España, por ejemplo, los tribunales han determinado que algunos pasivos no fueron correctamente comercializados y parte del *bail-in* que se había realizado se ha revertido posteriormente). Se trata de un temor que actualmente afecta a Italia. En este sentido, para prevenir riesgos legales ligados a la comercialización de bonos subordinados, el Gobierno italiano ha previsto un mecanismo de compensación para inversores minoristas de Monte dei Paschi di Siena (entidad que ha solicitado una recapitalización preventiva del Estado). El esquema contempla la posibilidad de que los inversores afectados por el *burden-sharing* (conversión de bonos subordinados en acciones) puedan cambiar sus acciones por bonos senior (no subordinados).

En el marco del MUR, las entidades también deben realizar contribuciones a un fondo único de resolución (FUR) y acumular a principios de 2024 un importe equivalente, al menos, al 1% de los depósitos cubiertos (aproximadamente unos 55.000 millones de euros). En la aplicación de un proceso de resolución, tras recurrir a un *bail-in* mínimo del 8% del balance, las entidades podrán utilizar el FUR para completar sus necesidades de recapitalización hasta un máximo del 5% de su balance. Si fueran necesarios más fondos, se continuaría aplicando el *bail-in* siguiendo la secuencia de prelación preestablecida. En el caso improbable de que se llegara a los depósitos garantizados, sería el FGD quien asumiría el coste. El FUR tiene la capacidad de endeudarse para hacer frente al coste de resoluciones bancarias y está previsto desarrollar un *backstop* (mecanismo de financiación de última instancia) común que entre en vigor, a más tardar, en 2024. Hasta entonces, el FUR cuenta con líneas de crédito de los países miembros por un total de 55.000 millones de euros. En cualquier caso, se prevé que cualquier aportación que realice el *backstop* del sistema sea devuelta mediante futuras contribuciones de la industria. Es preciso recalcar que el hecho de que un proceso de resolución requiera primero un *bail-in* mínimo del 8% del balance, y que puedan utilizarse los recursos disponibles del FUR, hacen muy improbable que se acabe utilizando dicho *backstop*. En caso de que se utilizara, el periodo de devolución de los fondos públicos sería suficientemente largo para facilitar las devoluciones futuras por parte de la industria.



El tercer y último pilar de la unión bancaria es el SEGD, cuyo objetivo fundamental es garantizar que todos los depósitos de la unión bancaria gocen de un mismo nivel de protección con independencia de la entidad en la que estén depositados y del país de procedencia. Este sistema ya no contaría con la garantía del soberano de un país miembro sino que, potencialmente, contaría con la garantía del conjunto de países de la unión. De esta manera, un SEGD contribuiría a reducir el vínculo entre el soberano y los bancos de su país y apuntalaría la confianza de todos los depositantes de la unión bancaria, independientemente del país donde estuviera ubicado su banco. En este sentido, reduciría la desventaja para competir en una unión bancaria que tienen los bancos de países con soberanos más débiles. Si bien es cierto que las reglas de *bail-in* y la existencia del FUR hacen más improbable que los depósitos deban ser rescatados por el FGD, la probabilidad de que esto suceda no es nula y, por ello, el mantenimiento de los SGD a nivel nacional mantiene un vínculo entre bancos y soberano de un mismo país, y la confianza que inspira un SGD continúa estando ligada a la calidad crediticia del soberano.

Otra ventaja de un SEGD sería la escala. En general, es más eficiente ofrecer un seguro a mayor escala porque los riesgos están más diversificados. Esto último es especialmente importante para países pequeños con sistemas bancarios muy concentrados en los que una crisis bancaria sería sistémica casi por definición (porque en el sistema solo existen unos pocos bancos, todos sistémicos).

Un SEGD también otorgaría una mayor coherencia al funcionamiento de la unión bancaria. En la medida en que la supervisión se desarrolla a nivel europeo por el BCE, es más difícil justificar que un SGD local (o, en última instancia, el contribuyente de este país) tenga que hacer frente a los problemas originados por una supervisión europea que no ha podido evitar la quiebra de un banco. De la misma forma que se ha decidido unificar y mutualizar el FUR, tiene todo el sentido hacer lo mismo con los SGD.

Finalmente, aunque se trata de un argumento de segundo orden, también se ha alegado que un SEGD facilitaría la reestructuración de la deuda de un soberano si ello fuera necesario para restablecer su solvencia (Wolff, 2016). La ausencia de un SEGD dificulta plantear la posibilidad de reestructurar la deuda pública de un país porque podría provocar un pánico bancario que aumentaría las obligaciones financieras del soberano con problemas, garante del SGD nacional. La existencia de un SEGD mitigaría el riesgo de un pánico en estas circunstancias.

Así, entonces, las principales ventajas de un SEGD son claras: aumento de la estabilidad financiera por la mayor confianza de los depositantes en el sector bancario europeo, y debilitamiento del vínculo entre riesgo bancario y soberano. Asimismo, equilibrar el terreno de juego entre los bancos de distintos países beneficiaría la competencia a nivel europeo y facilitaría las expansiones transfronterizas de aquellas entidades más eficientes y que actualmente pueden encontrarse en desventaja porque su soberano no es de los más fuertes.¹⁵

¹⁵ La creación de entidades paneuropeas también se ve dificultada por otro tipo de barreras, regulatorias, económicas y culturales, que limitan las economías de escala a nivel europeo.



7.3.2. CRÍTICAS Y RESISTENCIAS A UN SEGD

A pesar de las ventajas que ofrecería un SEGD, también puede provocar problemas de riesgo moral. Por una parte, los gobiernos pueden tener menos incentivos a disciplinar sus finanzas en la medida que saben que un eventual impago de su deuda no afectará tanto a los depositantes de los bancos domésticos, que estarán protegidos por un SGD supranacional. Por otra parte, un banco que tome más riesgos se aprovechará de un SEGD, que genera más confianza que un SGD nacional, para no tener que pagar una prima de riesgo a sus depositantes. Este último es un riesgo moral que afecta a los bancos, que pueden tomar más riesgos, pero también a los depositantes, que no tienen en cuenta el perfil de riesgo de la entidad donde realizan sus depósitos.

A pesar de la lógica teórica de estas fuentes de riesgo moral, su relevancia práctica es probablemente muy limitada. Los factores que contribuyen a disciplinar (o indisciplinar) las finanzas públicas de un gobierno son múltiples y, entre ellos, la naturaleza del SGD con el que cuente el sistema bancario doméstico parece secundario. A pesar de que exista un SEGD, el coste de la indisciplina fiscal y una eventual reestructuración de la deuda pública sobre la población de un país es igualmente enorme, en términos de prima de riesgo país, pérdida de valor de la deuda pública en manos de residentes a través de fondos de pensiones, huida de inversiones, etc. Por la parte de los bancos, se supone que los mecanismos de supervisión deberían evitar una gestión de riesgos que ponga en peligro la solvencia de la entidad y, además, las contribuciones a los SGD se basan en su perfil de riesgo. Aunque ello no elimine por completo el riesgo moral de los bancos, claramente lo mitiga.

Junto al argumento del riesgo moral, también se ha alegado que continúa habiendo diferencias significativas de calidad entre los balances de los diferentes sistemas bancarios europeos y que, por lo tanto, la implantación de un único SEGD supondría subsidiar a aquellos sistemas más débiles. Parte de estas diferencias se deberían a la presencia de *legacy assets*, o un legado de activos de baja calidad, que se originaron en los años de crisis, y parte se debería a diferencias entre la calidad de las instituciones de los distintos países (por ejemplo, de las leyes de insolvencia, las reglas contables o el sistema judicial). Obviamente, ambos factores pueden estar relacionados. En este contexto, Alemania ha liderado las reticencias a implementar un SEGD (y compartir el riesgo entre países) sin antes reducir el riesgo existente en los balances bancarios y tomar las medidas que limiten una nueva acumulación de riesgos en un futuro.

Entre las propuestas que se han realizado para reducir y homogeneizar el nivel de riesgo entre los diferentes sistemas bancarios, se incluyen: una mayor armonización del marco de solvencia entre países mediante la reducción de las denominadas opciones y discrecionalidades nacionales que se contemplan en la directiva comunitaria de requerimientos de capital (CRD IV, por sus siglas en inglés)¹⁶ la implementación del MREL (un requerimiento mínimo de fondos propios y pasivos admisibles ligado al *bail-in*), una armonización de las leyes de insolvencia de los Estados Miembros y, de manera destacable, una revisión del tratamiento regulatorio del riesgo soberano.

¹⁶ Directiva 2013/36/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, relativa a la supervisión prudencial de las entidades de crédito y las empresas de inversión.



Actualmente, las tenencias de deuda pública denominada en moneda doméstica están exentas de requisitos de capital y no están sujetas a límites de exposición (otras exposiciones tienen como límite el 25% del capital de una entidad). En consecuencia, los balances de los bancos acostumbran a estar muy expuestos a la deuda soberana (ello también es el resultado de los requisitos mínimos de liquidez que se imponen sobre las entidades bancarias). Por cuestiones de inercia histórica y de apoyo al soberano propio, estas exposiciones, además, acostumbran a estar fuertemente concentradas en la deuda pública doméstica (véase el «Recuadro B: el peso de la deuda pública doméstica en los balances bancarios»). Las propuestas para modificar este tratamiento supondrían la introducción de ponderaciones por riesgo y/o la aplicación de algún tipo de límite a la concentración de riesgos, lo que también conseguiría reducir significativamente el vínculo entre riesgo bancario y soberano.

El debate central está en si estos cambios deben constituir una precondition para establecer un SEGD o si ambos objetivos pueden avanzar en paralelo. Tal y como ha argumentado Fernández de Lis (2016), el *quid pro quo* que propone Alemania parece tener una lógica más política que técnica. A Alemania le preocupa la unificación de los SGD nacionales en un SEGD porque duda de la voluntad política de utilizar las nuevas reglas de resolución basadas en el *bail-in*, que, al fin y al cabo, son las que minimizan la necesidad de que deba activarse el seguro de depósitos. De todas formas, cabe subrayar una vez más que la utilización del seguro de depósitos en el marco de la BRRD exigiría antes la aplicación de un *bail-in* mínimo del 8% del balance y la utilización de recursos del FUR por hasta un 5% del balance. Si fueran necesarios más fondos, se continuaría aplicando el *bail-in* siguiendo la secuencia de prelación preestablecida. Solo en el caso improbable de que se llegara a los depósitos garantizados, el sistema de garantía de depósitos asumiría el coste. Un reflejo de la baja probabilidad de que esto suceda es que en España ninguna de las entidades nacionalizadas por el Estado tuvo unas pérdidas suficientemente elevadas como para que hubieran activado el sistema de garantía de depósitos. Tan solo una entidad tuvo unas necesidades ligeramente superiores al 13% del balance (suma de un 8% de *bail-in* más 5% de recursos del FUR).

En definitiva, parece que tiene poco sentido bloquear el avance hacia un SEGD a la espera de cambios en el tratamiento de la deuda pública, que está analizando desde una perspectiva global el Comité de Basilea, y cuando el riesgo en los balances bancarios ya está bajo el control de un supervisor único.

RECUADRO B: EL PESO DE LA DEUDA PÚBLICA DOMÉSTICA EN LOS BALANCES BANCARIOS

El peso de la exposición soberana de los bancos europeos ha tendido a aumentar en los últimos 10 años, especialmente en los países de la periferia. A mediados de 2016, la banca española tenía expuesto un 10% de su balance a deuda pública de distintas administraciones domésticas y extranjeras, unos 7 p. p. más que a finales de 2007. Este peso es similar al que tiene la banca portuguesa y ligeramente inferior al de la banca italiana. En todos los casos, el sesgo doméstico de estas tenencias es muy significativo: más del 70% de la deuda es doméstica en el caso de Portugal y alrededor del 90% en Italia y España. En Alemania y Francia, el peso de la deuda pública en los balances bancarios se sitúa en torno al 3%-4% y el sesgo doméstico también está presente (el 70% de la deuda es del propio soberano).

El aumento de la exposición soberana se debe a varios factores: la caída de la deuda privada en balance como consecuencia del proceso de desapalancamiento del sector privado, el aumento del endeudamiento público (combinado con la persuasión moral de los respectivos gobiernos o la propia iniciativa de la banca por facilitar una financiación estable de su propio soberano), el atractivo del carry trade financiado con liquidez proveniente del BCE (este factor ha perdido importancia con la disminución de las primas de riesgo de la periferia) y la necesidad de aumentar los activos líquidos para cumplir con las nuevas ratios de liquidez exigidas al sector. Desde el punto de vista del regulador, esta situación supone una concentración excesiva de riesgos y unos de los principales potenciales canales de contagio entre soberanos y bancos. Por este motivo, el Comité de Basilea está estudiando cambiar el tratamiento regulatorio de la deuda soberana.

GRÁFICO 3. PESO DE LA DEUDA SOBERANA EN LOS BALANCES BANCARIOS POR PAÍSES

	Exposición deuda soberana (Julio 2016)			Sesgo doméstico (%)
	Millones €	% Activos	Var. 16' - 07' (p.p.)	
Eslovenia	7.012	17%	5,9	80%
Eslovaquia	11.063	15%	1,2	89%
Italia	463.761	12%	5,5	92%
España	285.861	10%	7,1	87%
Portugal	43.690	10%	8,4	72%
Bélgica	81.507	7%	-2,5	62%
Austria	53.406	6%	3,5	64%
Irlanda	59.555	6%	2,4	29%
Alemania	351.886	4%	0,6	68%
Grecia	13.873	4%	-3,3	98%
Holanda	96.078	4%	-0,5	45%
Francia	256.336	3%	-1,8	68%
Finlandia	16.537	3%	1,7	35%

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

7.4. MODALIDADES PARA UN SEG: REASEGURO, COASEGURO Y SEGURO PLENO

El debate en torno a la estructura que debería tener un SEG ha dado lugar a distintas propuestas que se distinguen por el grado de mutualización de riesgos (*risk-sharing*) que ofrecen. Una de las modalidades propuestas (véase Gros (2013) y Verón (2012)) consiste en un esquema de reaseguro, una opción que comporta un nivel bajo de *risk-sharing* entre países y que pretende vencer las reticencias políticas de algunos países a una mayor mutualización de riesgos. Esta propuesta consiste en la creación de un fondo europeo de garantía de depósitos como soporte a los SGD locales, pero serían estos últimos quienes se encargarían, en primera instancia, de aportar los fondos necesarios para garantizar los depósitos de un banco doméstico en problemas. Solo cuando un SGD local hubiera agotado todos sus recursos podría acceder al fondo europeo. Bajo este modelo,



el recurso al fondo europeo prácticamente solo sería necesario ante eventos de carácter sistémico (cuando las pérdidas para el sector bancario de un país fueran relativamente elevadas). Este modelo presume implícitamente de que los factores de riesgo moral son importantes y/o que los gobiernos nacionales todavía cuentan con un amplio margen de maniobra para influir significativamente, a través del marco jurídico nacional, en la calidad de los activos de la banca de su país. Su principal desventaja es que no mitiga en exceso el vínculo bancos-soberano y no crea un terreno de juego equilibrado para la banca de los distintos países (obviamente, cuanto menor sea la aportación que debe hacer un SGD nacional, mayor será el nivel de *risk-sharing*).

Otra alternativa sería la de un sistema de coaseguro. A diferencia del modelo anterior, este esquema permitiría que los SGD nacionales accedieran al fondo europeo desde un inicio, sin necesidad de tener que agotar antes los recursos del SGD nacional. Así, ambos fondos (tanto el SGD nacional como el europeo) se repartirían los costes, por ejemplo, a partes iguales desde el primer euro, cuando hubiera que reembolsar a los depositantes. Este esquema conseguiría un mayor grado de distribución del riesgo entre los sistemas nacionales.

Finalmente, existe el modelo que supondría una distribución del riesgo mayor entre sistemas nacionales, el de mutualización plena o seguro pleno. Bajo este modelo, el SEGD aseguraría completamente a todos los depositantes de la unión bancaria. Este modelo es, por supuesto, el que más contribuiría a reducir el vínculo entre bancos y soberanos y el que más equilibraría las condiciones para que los bancos de distintos países pudieran competir entre ellos. Se trataría del modelo más coherente con los mecanismos de supervisión (MUS) y resolución (MUR) centralizados como los actuales.

7.5. LA PROPUESTA DE SEG D DE LA CE

La propuesta legislativa de la CE sobre la implementación de un sistema europeo de garantía de depósitos (SEG D) combina las tres modalidades descritas en el apartado anterior (reaseguro, coaseguro y seguro pleno), que se introducirían en etapas sucesivas hasta 2024¹⁷.

En la primera fase, durante tres años y hasta 2019, se establecería un régimen de reaseguro de los SGD nacionales, por el cual los sistemas nacionales podrían acceder al fondo europeo una vez hubiesen agotado sus recursos, con un límite del 20% de los fondos europeos o 10 veces los recursos del fondo nacional. Durante esta fase, también se iniciaría el trasvase de los fondos acumulados por los sistemas nacionales hacia el fondo europeo de modo progresivo (véase el gráfico 4). Así, en los primeros tres años de vida se produciría un traspaso de fondos hacia el SEG D equivalente al 20% del total de recursos.

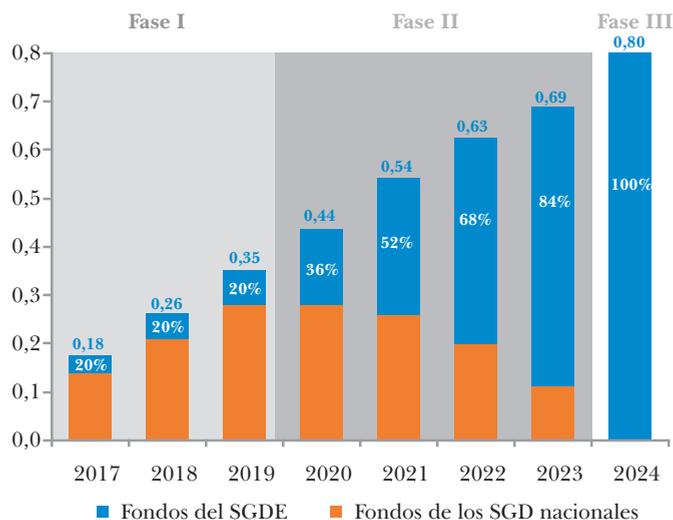
En la segunda fase, en los cuatro años desde 2020 hasta 2023, se iniciaría una mutualización progresiva en régimen de coaseguro, con lo que se conseguiría un mayor grado de distribución del riesgo entre los sistemas nacionales. En esta fase, ambos fondos se

¹⁷ Véase Comisión Europea (2015/0270), *Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo por el que se modifica el Reglamento (UE) n° 806/2014 a fin de establecer un Sistema Europeo de Garantía de Depósitos*.

responsabilizarían de los costes a partir del momento en que hubiese que reembolsar a los depositantes, con una participación progresivamente mayor del sistema europeo, desde un 36% en 2020 hasta un 84% en 2023. En 2024 se alcanzaría la última fase, en la que se conseguiría la mutualización completa y el SEGD aseguraría plenamente a todos los depositantes europeos.

La propuesta de la CE contempla que la participación en el SGDE sería de carácter obligatorio para todos los miembros de la zona euro. También estaría abierto a otros miembros de la Unión Europea que quisieran adherirse a la unión bancaria. En cuanto a su financiación, el fondo estaría financiado mediante las contribuciones *ex ante* de los bancos partícipes y llegaría a cubrir hasta el 0,8% de los depósitos de la región en 2024¹⁸. En ninguna de las fases del SEGD, los costes totales para el sector bancario aumentarían respecto a las obligaciones actuales estipuladas en la DSGD aprobada en 2014. Esto significa que se produciría un trasvase de fondos de los SGD nacionales hacia el SEGD (las contribuciones de los bancos al SEGD se restarían de sus contribuciones a los SGD nacionales, reduciéndose progresivamente estas últimas).

GRÁFICO 4. ACUMULACIÓN DE LOS FONDOS DEL SEGD
(% de depósitos asegurados)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Comisión Europea.

En cuanto a la gestión y administración del SEGD, la CE prevé que se otorgue a la autoridad de resolución europea (la junta única de resolución o JUR, que actualmente ya se encarga de gestionar el fondo único de resolución). La JUR decidiría, entre otras

¹⁸ Además de recibir aportaciones *ex ante*, el SEGD puede obtener recursos *ex post* extraordinarios de los bancos y otras fuentes de financiación adicionales, como solicitar un préstamo de los SGD de los Estados Miembros no participantes.



medidas, las contribuciones de cada banco ajustadas al riesgo y gestionaría los casos de desembolso (determinación de las pérdidas del SGD participante, supervisión de la utilización de los fondos proporcionados por los desembolsos, etc.). En principio, que la JUR gestionase el presupuesto del SEGD debería aportar sinergias y economías de escala entre dos vehículos (FUR y SEGD) que, en la práctica, son complementarios. Así, al centralizar en una misma autoridad la gestión de crisis bancarias, esta propuesta tendría, teóricamente, la ventaja de acelerar el proceso de toma de decisiones y facilitar una gestión más rápida, minimizando los riesgos para la estabilidad financiera. En todo caso, como destaca la propuesta de la Comisión, la estructura de gobierno corporativo de la JUR debería adecuarse para evitar posibles conflictos de interés entre las funciones de resolución y de garantía de depósitos. Bajo esta propuesta, los SGD nacionales no dejarían de existir, sino que su función se adaptaría para focalizarse, sobre todo, en ayudar a coordinar con el SEGD la gestión de los desembolsos a nivel doméstico.

Esta propuesta de la CE debe entenderse como un compromiso entre las distintas sensibilidades de los países miembros y un objetivo claro de mutualización plena a largo plazo. La gradualidad en la implantación del SEGD es fruto de este compromiso. De todas formas, varios países de la eurozona, entre ellos Alemania y Países Bajos, insisten en supeditar cualquier acuerdo para el establecimiento de un SEGD a cambios en el tratamiento de la deuda pública en los balances bancarios, una armonización de los sistemas de insolvencia nacionales, la plena aplicación de la directiva de resolución (MREL, etc.) y otras condiciones que difícilmente pueden cumplirse a corto plazo. De otro lado, la mayoría de países de la eurozona apoyan la propuesta de la CE, entre ellos Francia, Italia y España. El Banco Central Europeo también la apoya y ha subrayado la importancia de que el SEGD sea operacional tan pronto como sea posible. Todo parece indicar, sin embargo, que las negociaciones van para largo.

En este sentido, a finales de 2016, el Parlamento Europeo publicó un «*draft report*» enmendando la propuesta de SEGD de la CE (ver Parlamento Europeo, 2016). Esta enmienda se aleja sustancialmente de la propuesta de la CE, y dificultaría el objetivo de debilitar el vínculo entre soberano y bancos, ya que minimiza el grado de mutualización de riesgos. Además, esta mutualización queda supeditada a la implementación de medidas de reducción del riesgo en los balances bancarios de los países miembros (algunas de ellas difíciles de introducir a corto y medio plazo), a pesar de la recomendación del BCE de avanzar en esta materia paralelamente al SEGD.

7.6. CONCLUSIONES

La unión bancaria de la eurozona constituye, sin duda, uno de los principales hitos en la historia de integración de la Unión Europea. Su culminación, sin embargo, todavía requiere pasos importantes como la creación de un SEGD plenamente mutualizado y que cuente con un *backstop* fiscal paneuropeo.

Las resistencias en determinados países de la eurozona a completar este paso responden, por una parte, a lógicas de política interna. El año próximo, varios países de la eurozona, entre ellos Alemania y Países Bajos, celebrarán elecciones y la mutualización



de riesgos con los países de la periferia europea (más Europa) no vende bien entre los electorados. La percepción de que la banca italiana cuenta con un problema de morosidad que todavía no está bien resuelto tampoco ayuda. Las dudas acerca de la voluntad y capacidad política de utilizar el nuevo marco de resolución en futuras crisis también generan resistencias a la creación de un SEGD. La falta de confianza entre los países de la unión provoca que algunos países quieran condicionar esta negociación a otras reformas que creen necesarias para mejorar la calidad institucional (y la disciplina fiscal) de sus socios en el proyecto del euro. Precisamente, esta falta de confianza es la que parece verse reflejada en la enmienda realizada por el Parlamento Europeo.

A pesar de estos condicionantes, la implantación de un SEGD que permita una mutualización sustancial de los riesgos debería ser cuestión de tiempo; el que sea necesario para superar las importantes citas electorales del año próximo, apuntalar la confianza en el nuevo mecanismo de resolución y acercar posiciones en torno a algunas reformas que están encima de la mesa, como el tratamiento de la deuda pública. Deberán modificarse los plazos propuestos por la CE y adaptar la estructura del SEGD tras la enmienda del Parlamento Europeo, pero el punto de llegada debería estar claro. La unión bancaria persigue básicamente dos objetivos: mitigar al máximo el vínculo entre soberanos y bancos, y reducir la fragmentación de los mercados bancarios en la eurozona, entre otras vías, mediante la creación de bancos paneuropeos. La mejor estrategia para conseguir estos objetivos incluye un SEGD que ofrezca la misma confianza a un depositante de un banco italiano, portugués, alemán, francés o español y que esta confianza sea total.

BIBLIOGRAFÍA

- Anginer, D., Demirgüç-Kunt, A. y Zhu, M., (2014), «How does deposit insurance affect bank risk? Evidence from the recent crisis». *Journal of Banking & Finance*, 48, 312-321.
- Beck, T., (2002), «Deposit insurance as private club: is Germany a model?». *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 42(4), 701-719.
- Cannas, G. et al. (2015), «Updated estimates of EU eligible and covered deposits». *Joint Research Centre. Technical Report*.
- Comisión Europea, (2015), *Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo por el que se modifica el Reglamento (UE) nº 806/2014 a fin de establecer un Sistema Europeo de Garantía de Depósitos*. Estrasburgo.
- Comisión Europea, (2016), *Monitoring implementation and enforcement of Directives*. http://ec.europa.eu/finance/enforcement/directives/index_en.htm#deposit-guarantee-schemes
- Demirgüç-Kunt, A., Kane, E. J. y Laeven, L., (2014), *Deposit insurance database*. No. w20278. National Bureau of Economic Research.
- Diamond, D. W. y Dybvig, P. H., (1983), «Bank runs, deposit insurance, and liquidity». *The Journal of Political Economy*, 91, (3), 401-419.



- Draghi, M., (2012), *Speech by Mario Draghi, President of the European Central Bank at the Global Investment Conference in London*. [En línea]. <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120726.en.html>
- Fernández de Lis, S., (2016), «Seguro de depósitos y riesgo soberano: dos debates diferentes». *Diario Expansión*. [En línea]. www.bbva.com/wp-content/uploads/pdf/67403_123473.pdf
- Fondo Monetario Internacional (FMI), (2012), *World Economic Outlook Database*.
- Fondo Monetario Internacional (FMI), (2016), *Global Financial Stability Report*. Abril de 2016, capítulo 1, página 37.
- Getter, D., (2014), *Federal Deposit Insurance for Banks and Credit Unions*, Congressional Research Service.
- Gros, D., (2013), *Principles of a Two-Tier European Deposit (Re) Insurance system*. CEPS Policy Brief 287.
- Parlamento Europeo, (1994), *Directiva 94/19/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 30 de mayo de 1994, relativa a los sistemas de garantía de depósitos*. Diario Oficial de las Comunidades Europeas
- Parlamento Europeo, (2009), *Directiva 2009/14/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de marzo de 2009, por la que se modifica la Directiva 94/19/CE relativa a los sistemas de garantía de depósitos, en lo que respecta al nivel de cobertura y al plazo de pago*. Diario Oficial de las Comunidades Europeas
- Parlamento Europeo, (2016), *Draft Report on the Proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council amending Regulation (EU) 806/2014 in order to establish a European Deposit Insurance Scheme*. Committee on Economic and Monetary Affairs.
- Parlamento Europeo y Consejo Europeo, (2014), *Directiva 2014/49/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014, relativa a los sistemas de garantía de depósitos*. Diario Oficial de las Comunidades Europeas
- Parlamento Europeo y Consejo Europeo, (2014), *Directiva 2014/59/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, por la que se establece un marco para la reestructuración y la resolución de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión*. Diario Oficial de las Comunidades Europeas
- Véron, N., (2012), «Is Europe ready for Banking Union?», VoxEU. [En línea]. <http://voxeu.org/article/europe-ready-banking-union>
- Visco, I., (2016), *Asset quality and the new framework for managing banking crises, Keynote speech from the Governor of the Bank of Italy, at the «Workshop on Stability of the Banking System», BIS central bankers' speeches*.
- Wolff, G., (2016), «European Parliament testimony on EDIS», Bruegel. [En línea]. www.bruegel.org/wp-content/uploads/2016/05/EDIS-EP-statement.pdf



8. EL BCE: GOBERNANZA Y MODELO DE NEGOCIO

ALBERTO CALLES Y ÁLVARO BENZO¹

EXECUTIVE SUMMARY

In the recent history of the banking industry, regulation and deregulation stages have occurred one after another. Nowadays the trend is marked by an unprecedented increase in regulatory requirements, derived from authorities' reaction to the crisis.

The crisis brought to light the need to reconsider the supervisory model. Financial institutions which were, a priori, fundamentally sound, held adequate capital levels according to the supervisors and complied with regulatory requirements, required financial assistance or even failed. The analysis of the causes revealed weaknesses in business strategy, excessive risk taking, grave deficiencies in terms of governance and underestimation of risk.

Regulator's response to this problem materialized in a full overhaul of the existing prudential framework (so called Basel III agreements) and subsequently, in the creation of a Banking Union in the Euro Area with a single supervisor (the Single Supervisory Mechanism), a single resolution authority (the Single Resolution Board) and common regulatory framework with a significant reduction in national discretions. In addition to the perhaps expected increase in capital requirements, the authorities embraced a deep change in supervisory standards, adding to the more traditional oversight of solvency and asset quality, a particular focus and a much more intrusive approach on strategy and business model, governance, internal management and risk taking.

The depth of the new requirements and supervisory expectations indicates that authorities seek fundamental changes to existing governance frameworks. The main focal points of such changes are the role of banks' Boards in the oversight of risk, including by challenging the business strategy on the grounds of its impact from a risk appetite perspective as well as a comprehensive rethinking of banks' risk control function. For this purpose, on the one hand, banks are being asked to redefine their control functions following the model of three Lines of Defense (3 LOD), along with the redesign of the incentive and remuneration mechanisms which must incorporate much more prominently, factors which affect banks' risk profile. On the other, banks are being required to perform a comprehensive review of the Board's role, strengthening its supervisory functions, adding to its organization specialized consultative committees, reviewing the suit-

¹ Unidad de Regulación Financiera, PwC.



ability of its members, increasing their time commitment to risk control, entrusting new and more specific tasks and ensuring all Boards approve and regularly monitor a Risk Appetite Framework in order to set the risk strategy of the bank and embed it in the decision making processes of banks.

As if this were not enough, as a result of the challenges posed by the current economic environment for banks' business models –characterized by a cocktail of low interest rates, balance sheets scarred by high non-performing loan levels inherited from the crisis, and growing competition fueled both by high liquidity levels and new competitors from the shadow banking and fintech space–, the supervisor has flagged the risks to banks' profitability as one of the key priorities for 2016 and has set in its agenda, a thematic review on profitability and business models.

This regulatory avalanche is not exempt of criticism. First, institutions find new requirements as overwhelming in volume, excessively intrusive for banks' management of their business strategies as well as very costly and time consuming since it requires distracting resources from their core responsibilities to address regulatory requests. Also, the aggressive harmonization of standards in Europe is being criticized for ignoring the diversity of business and governance models up to the point where some identify a «supervisory risk» derived from a blind application of standardized criteria to institutions with very different realities, generating potentially strong collateral damage. Lastly, in the current moment of considerable difficulties arising from the economic environment, there is great concern that both the direct and indirect costs stemming from the increase in regulatory requirements will not help but rather aggravate what some supervisors believe is an incipient profitability crisis for the banking industry.

8.1. INTRODUCCIÓN

8.1.1. NUEVO MODELO DE SUPERVISIÓN

Como no puede ser de otra manera, la supervisión bancaria ha ido evolucionando de la mano de la industria, reaccionando ante los nuevos retos que el tiempo traía. Se podría decir que hasta ahora siempre había mantenido un mismo enfoque: el supervisor se centraba en asegurarse de que las entidades realizaran una valoración de los riesgos más importantes –fundamentalmente centrada en la calidad de activos– y que cumplieran con unas exigencias de niveles mínimos de capital con el que hacerles frente, y se mantenía, en cierta medida, al margen de la gestión y de las decisiones internas de las entidades.

Sin embargo, la crisis financiera de 2008 puso de manifiesto la necesidad de replantearse la regulación y supervisión bancaria. Entidades a priori financieramente sólidas, que cumplían con los requerimientos regulatorios y que a ojos del supervisor contaban con buenos niveles de capital devenían en entidades fallidas. Los riesgos que había asumido una parte significativa del sistema bancario habían sido infravalorados o mal gestionados. ¿Cómo era posible que un problema tan grande se hubiera pasado por alto?

Las autoridades entendieron que la crisis fue causada o agravada por carencias en la estrategia de negocio, una toma excesiva de riesgos y grandes deficiencias en materia de



gestión y control. A modo de ejemplo, numerosas entidades apostaron por un crecimiento de la actividad pero no midieron adecuadamente los riesgos que incurrían –con el caso español de concentración en el sector promotor, que además es un sector de alto apalancamiento y muy alta sensibilidad al entorno económico– los controles de riesgos no existían, funcionaban deficientemente o habían sido desactivados intencionadamente; los esquemas de remuneración e incentivos fomentaban una toma de riesgos excesiva; la información no fluía adecuadamente con lo que las decisiones no eran tomadas con el fundamento suficiente y algunos Consejos de Administración estaban compuestos por individuos sin la preparación suficiente que en no pocas ocasiones actuaron negligentemente cuando no en otras eludieron sus responsabilidades como veladores de la salud de la entidad a la que servían.

Si el capital mínimo que se exigía no fue suficiente, ¿la solución era exigir más? La respuesta de las autoridades reguladoras y supervisoras a esta problemática se materializó en los acuerdos de Basilea III² y los sucesivos pasos dados hacia la Unión Bancaria, en particular el nacimiento del MUS³ (Mecanismo Único de Supervisión). Además del quizá esperado incremento de exigencias de capital, las autoridades adoptaron un profundo cambio de enfoque en su relación con las entidades. Al habitual enfoque de vigilancia de la solvencia y de la calidad de activos se sumó una nueva visión de la gobernanza que vino acompañada de una extensísima y profundísima lista de requerimientos y exigencias –que alcanzaron, por ejemplo a la agenda del Consejo, a la estructura organizativa, a los incentivos y remuneraciones o a la toma de decisiones– y se amplió el alcance de la supervisión incluyendo ámbitos novedosos como el análisis del modelo de negocio.

El nuevo modelo demuestra que el supervisor ha dejado de conformarse con vigilar la actividad de las entidades y ha pasado a vigilar y opinar también sobre su modelo y su estrategia de negocio y a asegurarse de que la propia entidad se gestiona, conoce sus riesgos y se controla según su criterio supervisor.

Por otro lado, es indudable que la crisis impactó de lleno en el sector bancario, con efectos tan importantes como la práctica desaparición en España del modelo de Cajas de Ahorro⁴, que contaba con más de un siglo de existencia o como también las ingentes cantidades de fondos públicos que se inyectaron para recapitalizar las entidades en apuros⁵. Sin embargo, la mayor preocupación actual del sector no es que se pudiera repetir una crisis como la anterior, sino nuevas amenazas que han emergido recientemente.

Cambios en los hábitos de consumo y la emergencia de nuevos competidores no bancarios –Shadow Banking, Fintech y otros gigantes de internet– que además, al no nece-

² Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems - June 2011

³ REGLAMENTO (UE) No 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

⁴ En la actualidad persisten únicamente dos cajas de ahorros, habiéndose transformado las demás en fundaciones en base a la Ley 26/2013, de 27 de diciembre, de cajas de ahorros y fundaciones bancarias.

⁵ Reino de España. Memorando de entendimiento sobre condiciones de política sectorial financiera. 20 de julio de 2012.



sitar licencia bancaria para operar, juegan con ventaja ya que no tienen que hacer frente a los mismos requerimientos regulatorios, están atacando diferentes eslabones de la cadena de valor, erosionando las cuentas de resultados de las entidades y transformando el negocio. A diferencia de las crisis anteriores de solvencia o calidad de activos, cuyos efectos son medibles y sus soluciones conocidas, esta nueva amenaza es mucho mayor, ya que viene para quedarse y nadie se atreve a estimar cuán profundo puede llegar a ser su impacto.

Debido a ello y unido a algunos efectos de la crisis que aún persisten y al entorno económico, se han encendido todas las alarmas en el supervisor, que ha situado el análisis del modelo de negocio como primera prioridad en su agenda. ¿Qué papel debe asumir el supervisor ante cambios en el modelo de negocio?, ¿interferir?, ¿mantenerse vigilante?

Por último, debido a su magnitud y significancia, no es de extrañar que todos estos nuevos requerimientos hayan recibido el calificativo de «avalancha regulatoria». Las entidades han visto como la supervisión se ha metido a evaluar, opinar y dictar sobre ámbitos que siempre han estado reservados al criterio de las entidades. Sin embargo a pesar de las opiniones en contra la apuesta del MUS es firme: las dos revisiones temáticas RIGA (por sus siglas en inglés, Risk and Internal Governance Assessment) y BMA (por sus siglas en inglés, Business Model Analysis), que se marcó como prioridades en su primer año de andadura, han sido toda una declaración de intenciones.

8.1.2. LA HERRAMIENTA DE SUPERVISIÓN: SREP

El elemento que mejor representa el cambio en el modelo de relación de las entidades con las autoridades es la metodología de supervisión del MUS, denominada Proceso de Revisión y Evaluación Supervisora (SREP, por sus siglas en inglés Supervisory Review and Evaluation Process). Entre los retos que se tuvieron que afrontar en el nacimiento del MUS, cuyo arranque tuvo lugar el 4 de noviembre de 2014, estaba el asegurarse de que la supervisión prudencial fuera implementada de una forma coherente, homogénea, armonizada y efectiva; lo cual ha venido a denominarse «Single Rulebook» – y que todas las instituciones crediticias europeas estuvieran sujetas a los mismos estándares de supervisión. Para ello, el MUS adoptó y puso en práctica esta metodología común SREP⁶.

Basada en una combinación de análisis cualitativos y cuantitativos, valiéndose de los datos y del juicio experto restringido del supervisor, la metodología SREP sigue un enfoque de riesgos y un esquema similar a la metodología americana CAMELS: Capital, Assets, Management, Earnings, Liquidity and Sensitivity.

¿Qué peso le da el supervisor a la gobernanza y al modelo de negocio? La propia estructura del SREP muestra la importancia que la supervisión confiere a estos dos ámbi-

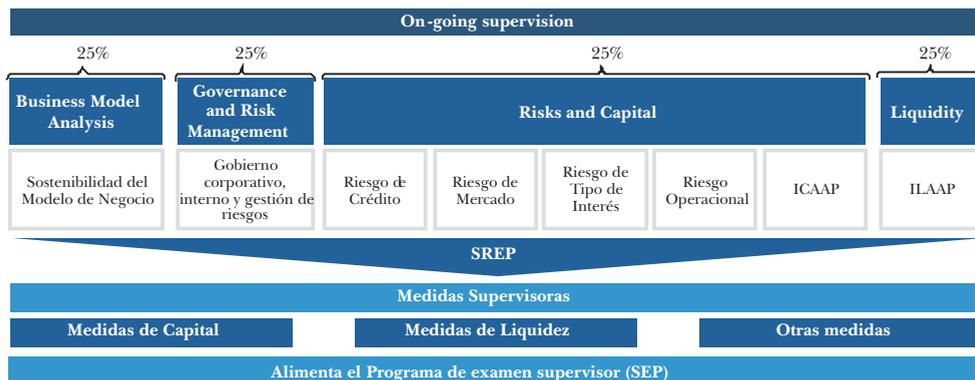
⁶ Guidelines on common procedures and methodologies for the supervisory review and evaluation process (SREP).

tos, pues representan cada uno de ellos un 25% de la nota del SREP, junto a los riesgos del capital y la liquidez, que representan el 50% restante.

Los cuatro bloques del SREP:

- 1) El bloque de BMA (Business Model Analysis), que se analiza en detalle más adelante, consiste en el análisis del modelo del negocio y de la rentabilidad. Para ello se analiza la viabilidad del modelo de negocio, evaluando la capacidad de generar beneficios en los próximos 12 meses, así como su sostenibilidad, evaluando la capacidad de generar beneficios en los próximos tres años.
- 2) El bloque de Governance and Risk Management, cuyos aspectos más relevantes son tratados más adelante, representa la evaluación del gobierno interno de la entidad y de la gestión del riesgo. Para ello se analiza el marco de gobierno interno de la entidad (funciones clave, auditoría interna, etc.), el marco de apetito al riesgo, la cultura de riesgos, el reporting interno y la infraestructura de riesgos.
- 3) El bloque de Risks and Capital comprende la evaluación de los riesgos que afectan al capital. Entre ellos se encuentran aquellos riesgos de Pilar 1 –como son el riesgo de crédito, riesgo de mercado y riesgo operacional– así como los riesgos de Pilar 2 –aquellos no cubiertos por el Pilar 1, como el riesgo de tipo de interés estructural de balance–. Estos riesgos son evaluados bajo escenarios de normalidad y estresados a través del Proceso de Evaluación de la Adecuación del Capital Interno (ICAAP, por sus siglas en inglés Internal Capital Adequacy Assessment Process) que realizan las entidades.
- 4) El bloque de Liquidity abarca la evaluación de los riesgos de liquidez y financiación. Para ello, se evalúa el análisis hecho por las entidades bajo diferentes escenarios en el Proceso de Evaluación de la Adecuación de la Liquidez Interna (ILAAP, por sus siglas en inglés Internal Liquidity Adequacy Assessment Process).

ILUSTRACIÓN 1. ESQUEMA DE ESTRUCTURA DEL SREP





Del SREP el supervisor pretende obtener tres principales resultados: El primero de ellos es una visión integral y a largo plazo de la viabilidad de la entidad. El segundo, una decisión sobre el requerimiento de capital y liquidez que debe mantener una entidad (determina el Pilar II de Basilea), así como otras medidas supervisoras. El tercero y último, el SREP facilita la decisión del nivel mínimo de supervisión para cada entidad como parte de su Programa de Examen Supervisor (SEP, por sus siglas en inglés Supervisory Examination Programme).

8.2. GOBERNANZA

8.2.1. ANTECEDENTES, LECCIONES DE LA CRISIS

Nadie le negará a la última crisis, al menos hasta que venga otra, el ser la que más información ha ofrecido a analistas y la que más y en mayor detalle ha sido estudiada. Se han escrito incontables análisis de sus causas y consecuencias desde planos económicos, sociales, políticos; de por qué unas entidades se vieron más afectadas que otras, el papel de reguladores y supervisores, de responsabilidades y responsables y de decisiones bien y mal tomadas o que debieron haberse tomado, etc. No han sido pocas las voces que han asegurado que una de las causas fundamentales que condujeron al nefasto resultado fueron fallos en la gobernanza de algunas entidades. Existe consenso en torno a señalar ciertas disposiciones de control y gobernanza mal diseñadas o que no funcionaron adecuadamente y que no impidieron o directamente contribuyeron al empeoramiento de la situación. Estos fallos se encontraban en toda la cadena de gestión y control de riesgos, desde la gestión diaria en la oficina y los canales con el cliente hasta en el papel de los Consejos de Administración.

En los años de gestación de la burbuja inmobiliaria se pusieron en práctica esquemas de incentivos y remuneraciones que la alimentaron enormemente. En numerosos casos se recompensaba la consecución de resultados a corto plazo, basados en volúmenes de concesión, sin tener en cuenta los riesgos que se estaban asumiendo.

Los esquemas de control de riesgos y límites se vieron en ocasiones sometidos a la política comercial. En algunas entidades no existían controles o límites adecuados, como por ejemplo límites de exposición al sector promotor; en algunos casos estos controles o límites estaban definidos deficientemente o su cumplimiento no era supervisado, resultando ineficaces; e incluso, no fueron pocos los casos en los que los controles o límites eran ignorados, o directamente anulados.

La independencia de la función de control y supervisión de riesgos no estaba suficientemente protegida. La figura de director de control de riesgos sin atribuciones de negocio existía en contadas ocasiones. Normalmente, ésta dependía de la dirección ejecutiva y se incentivaba bajo los mismos criterios que los directores de negocio. Esto anulaba su eficacia –es evidente que el controlador no puede depender del controlado– haciendo muy complicado incorporar su criterio prudente en todas las decisiones.

El funcionamiento de la función de control de riesgos en algunos casos no era el adecuado. No incluía en su alcance, o lo hacía sin el debido tratamiento, riesgos que más tarde revelaron su importancia, como el riesgo reputacional o el riesgo de conducta. En ocasiones esta función estaba segmentada y no se disponía en la entidad de una visión



holística. La información no fluía adecuadamente y las alertas que se lanzaban desde los niveles inferiores de la organización no se elevaban suficientemente.

La función de auditoría interna, en ocasiones, no contaba con el estatus suficiente, el alcance de su revisión no era el adecuado y sus conclusiones no eran tenidas en la consideración suficiente.

Y por último, se identificaron grandes deficiencias en el funcionamiento de los Consejos de Administración de algunas entidades. En primer lugar, se encontraron Consejos de Administración cuyos miembros, tanto individualmente como en conjunto, no contaban con la formación, competencias profesionales y conocimientos suficientes. Las composiciones de los Consejos, con fuerte presencia de ejecutivos, no facilitaban su función de control y supervisión. Se identificaron miembros de los Consejos con fuertes conflictos de intereses, que se valían de su posición para obtener recursos de las entidades. Hubo Consejos que eludían sus responsabilidades, y estaban convertidos en meros aprobadores de las propuestas de los ejecutivos, sin aportar la visión crítica necesaria.

8.2.2. LA RESPUESTA DE LAS AUTORIDADES

El cambio más sensible para las entidades que trae el nuevo modelo de supervisión es su nueva visión de la gobernanza. Las autoridades entienden que la primera medida para evitar futuros problemas es asegurarse de que las disposiciones de gobernanza estén diseñadas de tal manera que las entidades se autocontrolen. Principalmente, los supervisores apuestan por alinear los incentivos de los empleados con los objetivos a largo plazo de la entidad, evitar la concentración de poder, dotar de capacidad y proteger las funciones de control y reforzar el papel supervisor del Consejo. ¿En qué se traduce el nuevo enfoque para las entidades?

8.2.2.1. Modelo de las tres líneas de defensa

Una de las iniciativas por la que la apuesta de las autoridades ha sido más fuerte y que más significativamente está incidiendo en las estructuras organizativas de las entidades ha sido la implantación del denominado «modelo de tres líneas de defensa en el control de riesgos». Este modelo, propuesto desde el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea BCBS⁷, potencia las funciones de control de riesgos, las separa de las funciones de asunción y protege su independencia.

Con estos objetivos, define una distribución de funciones en distintos niveles denominados líneas de defensa:

- 1) La primera línea de defensa o línea de negocio es responsable de la asunción de riesgos, por lo que acepta y gestiona el riesgo que asume durante el transcurso de sus actividades.

⁷ BCBS Guidelines, Corporate governance principles for banks. Julio de 2015.



- 2) La segunda línea de defensa o línea de control del riesgo es responsable de la posterior identificación, medición, seguimiento y comunicación del riesgo de toda la entidad, de forma independiente de la primera línea. Incluye asimismo a la función de cumplimiento normativo.
- 3) La tercera línea de defensa o línea de auditoría interna, que es responsable de llevar a cabo revisiones basadas en riesgos y asegurarse de la efectividad del marco de control de riesgos y de la efectiva implantación de las políticas y procedimientos.

Asimismo, el modelo establece la independencia de las funciones de segunda línea con respecto a la primera, y de la tercera línea con respecto a la segunda y a la primera.

La apuesta por este modelo ya se ha hecho notar. Por un lado, quizá el papel de la tercera línea de defensa –auditoría interna– como revisor independiente estaba ya interiorizado en las entidades. En cambio, el rol que el modelo le confiere a la segunda línea, tanto el ámbito de control de riesgos como de cumplimiento normativo, ha llevado a muchas entidades a tener que redibujar su organigrama. Las entidades se han visto empujadas a redefinir una función de control de riesgos dedicada únicamente a este cometido e independiente de las funciones de asunción, a dotarla de capacidad, y a auparla al Director de Control de Riesgos (CRO) a un papel preponderante como responsable de ésta, circunscribiendo sus atribuciones e incentivos a la materia de supervisión y control de riesgos.

8.2.2.2. Incentivos y remuneraciones

Con la idea de alinear los objetivos individuales de los empleados de la entidad con los objetivos a largo plazo de la misma, las autoridades han impulsado la transición hacia un modelo de remuneraciones que incorpore el componente riesgo y, en particular, esté alineado con la declaración de apetito al riesgo. Este modelo propone diferentes mecanismos, que afectan principalmente a la parte variable de la retribución, como el uso de retribuciones variables diferidas –que a su vez se limitan en forma y volumen–, *bonus malus*, pago en acciones, etc.⁸

Además, las autoridades esperan que la remuneración variable se alinee con la consecución de objetivos relacionados con sus funciones –por ejemplo, en el caso de las labores de control, independiente de los resultados de las áreas a las que controla–, que se subrogue a las necesidades de solvencia de la entidad y que esté equilibrada con respecto a la retribución fija.

Otra medida es el establecimiento de una Comisión de Remuneraciones que se encargue de la fijación de la retribución de la Alta Dirección, y reciba apoyo de la Comisión de Riesgos.

⁸ EBA Guidelines on sound remuneration policies under Articles 74(3) and 75(2) of Directive 2013/36/EU and disclosures under Article 450 of Regulation (EU) No 575/2013. Junio de 2016.



Las entidades ya han comenzado a aplicar este tipo de medidas en sus políticas de remuneraciones, si bien la correcta adaptación a las mismas no se podrá verificar hasta que se den las circunstancias bajo las que deberán aplicarse.

8.2.2.3. Consejo de Administración

No es exagerado decir que el Consejo de Administración se ha situado en ojo del huracán regulatorio. Las autoridades entienden que éste representa el papel protagonista del nuevo modelo y, además, reconoce muchos intereses compartidos por ambos.

A pesar de que las autoridades explícitamente han reconocido que entre los modelos de consejo dual o consejo único no hay un modelo preferido, los sucesivos pasos que se han dado desde la introducción de la Comisión consultiva de riesgos en la CRD IV⁹ hasta los criterios incluidos en la reciente guía EBA de gobierno corporativo¹⁰ han apuntado siempre en la dirección de diferenciar y reforzar las funciones supervisoras del Consejo de las funciones ejecutivas o gestoras.

Con el objetivo de que el Consejo tenga capacidades suficientes para realizar esta función supervisora y efectivamente la lleve a cabo, las recomendaciones y expectativas de las autoridades han transformado tanto su composición como su funcionamiento.

Ahora se exige demostrar la idoneidad –regla conocida por el término inglés *fit and proper* (apto y apropiado)– en base a conocimiento y experiencia individual de los nuevos consejeros. También el Consejo en su conjunto debe tener los conocimientos y habilidades necesarios. El Consejo debe contar con una presencia notable de independientes y de no ejecutivos, que lideren la función su supervisión. Se han definido criterios muy específicos sobre su estructura, fomentando la especialización en funciones de control a través de la creación de comisiones consultivas. Además debe contar con un plan de sucesiones.

El Consejo ahora no sólo debe funcionar bien sino también demostrarlo. El MUS ha propiciado un alto grado de formalización y de organización del Consejo: agendas, actas, calidad de la documentación tratada, etc. Se quiere debate de calidad y cuestionamiento crítico de las propuestas de los ejecutivos. Se han visto incrementados el número de temas técnicos que el Consejo debe tratar – para los cuales debe recibir formación continua –, como pruebas de estrés, planificación de capital, planificación de liquidez, cultura de riesgo, políticas de riesgos, etc. y significativamente, los relativos a riesgos, entre los que sin duda destaca el Marco de Apetito al Riesgo (RAF, por sus siglas en inglés Risk Appetite Framework).

Las autoridades ven al Consejo como la primera figura necesaria para que las entidades se autocontrolen. Y se van a asegurar de que así sea, ya que además de que el Consejo va a ser responsable de su autoevaluación, va a ser evaluado por los supervisores, a través tanto de los soportes documentales como de la presencia física de supervisores en sesiones del Consejo.

⁹ DIRECTIVA 2013/36/UE DEL PARLAMENTO EUROPEO Y DEL CONSEJO de 26 de junio de 2013 relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a la supervisión prudencial de las entidades de crédito y las empresas de inversión, Artículo 76.

¹⁰ EBA. Consultation Paper Draft Guidelines on internal governance. Octubre de 2016.



8.2.2.4. RAF

El MUS ha entendido que un RAF efectivo, tal y como lo ha definido el FSB¹¹, es una necesidad fundamental en la gestión y gobernanza de riesgos, por lo que lo ha adoptado como uno de los ejes fundamentales de la revisión de la gobernanza¹². Adicionalmente, el supervisor pretende también a través de la implantación del RAF que tanto el Consejo de Administración como la Alta Dirección de las entidades aumenten su noción de la situación de la entidad en cuanto al perfil de riesgo.

Se podría definir el RAF como el conjunto de disposiciones a través de las cuales el Consejo de Administración: (i) establece la estrategia de riesgos –equiparándola a la estrategia de negocio– y la declaración de apetito al riesgo; (ii) formaliza el mecanismo de supervisión y vigilancia de los riesgos, de manera que se asegure el cumplimiento de la apetito al riesgo, (iii) introduce el componente riesgo y el cuestionamiento desde el punto de vista de riesgos de todas las decisiones de negocio y (iv) refuerza la cultura de riesgos de la entidad.

El RAF debe cubrir todos los riesgos a los que la entidad se expone en el ejercicio de su actividad, incluyendo tanto riesgos financieros como no financieros. Estos riesgos deberían surgir de un ejercicio de identificación de riesgos llevado a cabo de forma regular por la entidad.

El RAF se debe articular en un conjunto de declaraciones cualitativas que determinen qué riesgos se desean asumir y qué riesgos se desean evitar y en un conjunto de indicadores cuantitativos que caractericen el perfil de riesgos capturando tanto la situación de riesgos como su evolución. Para éstos, se define el nivel de apetito –que se corresponde con el nivel de riesgos que la entidad está dispuesta a asumir para conseguir sus objetivos de negocio– y el nivel de tolerancia –que se corresponde con un nivel de riesgos que no se desea superar. En torno a estos umbrales se deben establecer procedimientos de gobernanza de manera que se detecten y gestionen con la suficiente antelación posibles deterioros del perfil de riesgos.

El RAF debe diseñarse siguiendo la metodología de semaforización (conocida por el término en inglés *traffic-light approach*). Bajo ésta, los niveles fijados en los indicadores deben servir para identificar el nivel de deterioro del perfil de riesgos de la entidad, y actuar en consecuencia. Para ello, los niveles diferencian una serie de estadios graduales que traen acompañados medidas automáticas que se activan al rebasar el umbral. Esta metodología, además, sirve para reforzar la consistencia de todos los procesos relacionados con la gestión de riesgos, como el Plan de recuperación, los Planes de contingencia, el ICAAP, el ILAAP el Marco único de stress-test y el propio RAF.

Los tres elementos más destacados que lo componen son (i) el marco general, donde se definen los principios que rigen el RAF, su alcance, la gobernanza y su integración en la gestión, (ii) la declaración de apetito al riesgo, que contiene, riesgo a riesgo, las declaraciones cualitativas e indicadores cuantitativos junto con sus umbrales y (iii) el conjun-

¹¹ FSB. Principles for An Effective Risk Appetite Framework, noviembre de 2013.

¹² SSM supervisory statement on governance and risk appetite, junio de 2016.



to de políticas de riesgos que deben estar alineadas con la declaración de apetito al riesgo y desarrollarla. Estos elementos deben estar formalizados, aprobados por el consejo y revisados al menos anualmente.

ILUSTRACIÓN 2. TRAFFIC-LIGHT APPROACH

Estado	Normalidad	En deterioro	Deteriorado	En crisis (going concern)	En resolución (gone concern)
Finalidad	Gestión de riesgos	Regreso a normalidad	Prevención de crisis	Gestión de crisis	Posible reestructuración
Características	Definir estrategia Definir apetito de riesgo e indicadores clave Mantener gestión de riesgos sólida	Implementar acciones para regresar a la situación de riesgos deseada	Considerar acciones de gestión de capital y liquidez	Considerar acciones más ambiciosas debido a la situación delicada, más drásticas, potencialmente dañinas y con implicaciones estructurales permanentes	Asegurar la continuidad de funciones con importancia sistémica Ejecutar el cierre de otras partes del negocio de forma ordenada
Indicadores	Objetivo / Apetito Otros indicadores para la gestión diaria	Alerta Temprana	Límite / Tolerancia	Indicador de Recuperación	Punto de no viabilidad / Indicador de Resolución
Medidas	Gestión diaria	Comunicación Interna	Planes de contingencia (capital liquidez)	Medidas de recuperación	Medidas tomadas por autoridad de resolución

Adicionalmente, el RAF debe ser seguido a través de cuadros de mando que recojan sus indicadores por el Consejo de Administración de forma global y por las diferentes divisiones de gestión según su ámbito, y tenido en cuenta en todas las decisiones de negocio.

Durante los dos primeros ejercicios del MUS, las entidades han comenzado la adopción del RAF llevando a cabo una primera fase que les ha dotado de un marco de indicadores y límites que permite al Consejo fijar y seguir el apetito al riesgo a nivel global. Sin embargo, las autoridades esperan que las entidades concluyan su implantación y, a través de la revisión temática de gobernanza y riesgos, han señalado la necesidad de que los criterios del apetito al riesgo sean trasladados a la gestión diaria del negocio.

8.3. MODELO DE NEGOCIO

Históricamente, la banca comercial ha sido uno de los sectores que mejor ha resistido el paso del tiempo. Apoyada siempre en una omnipresente red de sucursales que le ha permitido tratar de forma personalizada y cercana a sus clientes, ha sabido estar a la vanguardia tecnológica, incorporando para su negocio avances de todo tipo y ha sido capaz de adaptarse a la evolución de las demandas del mercado. Este esfuerzo constante de mejora la ha convertido en un sector muy competitivo y, a su vez, robusto. Incluso los altos requerimientos regulatorios han contribuido a limitar la llegada al mercado de



competidores. Sin embargo, en el momento actual, tanto la red de sucursales como la regulación, que tradicionalmente han servido para proteger su negocio, representan debilidades que otros están sabiendo aprovechar.

El modelo de negocio bancario como lo conocemos se encuentra amenazado por diversos y complejos factores. De un lado del mercado, los hábitos de consumo están cambiando: el consumidor está perdiendo fidelidad por su entidad habitual, cada vez requiere mayor inmediatez y cada vez depende menos de la red de sucursales. Del otro lado del mercado emergen nuevos competidores que atacan diferentes eslabones de la cadena de valor. Entre ellos encontramos agentes de todo tipo que se engloban dentro del Shadow Banking o banca en la sombra y que compiten principalmente en la concesión de crédito; más específicamente encontramos los Fintech, que atacan cualquier actividad valiéndose de un uso intensivo de tecnología e incluso existe la amenaza de que otros operadores globales de internet como Facebook, Apple, Amazon o Google se lancen a prestar servicios financieros con su incuestionable capacidad basada en su penetración, valor de marca, dominio de canales móviles y número de clientes. Estos competidores juegan principalmente con la ventaja de que, al no requerir de licencia bancaria, no tienen que hacer frente a los extensísimos requerimientos regulatorios a los que están sometidos las entidades autorizadas.

Estas amenazas al modelo de negocio bancario de por sí ya suponen la principal preocupación del sector y, sumadas a secuelas de la crisis que aún perduran y a un entorno económico particularmente agresivo con el negocio bancario, han hecho que el MUS haya señalado al modelo de negocio como la más importante de las cinco prioridades de su agenda para 2016.

8.3.1. AMENAZAS AL MODELO DE NEGOCIO DE LAS ENTIDADES

8.3.1.1. El lastre de la crisis

Aunque ya queda lejos el estallido de la crisis allá por septiembre de 2008 con la quiebra de Lehman Brothers, sus efectos todavía no han sido superados por completo.

Por un lado, durante la fase de expansión de la burbuja de crédito e inmobiliaria, las entidades aumentaron su estructura para adecuar su capacidad a un mercado de crédito que crecía con dobles dígitos. Si bien es cierto que el sector en su conjunto ya ha pasado por un proceso de concentración que ha reducido el número de entidades a través de operaciones de fusiones y adquisiciones, e individualmente numerosas entidades han emprendido planes de reducción de costes y de capacidad –la banca española cuenta con los mejores niveles de eficiencia de entre las grandes economías de la zona euro–, las autoridades, tanto en privado como en público, han lanzado el mensaje de que el esfuerzo por reforzar la eficiencia debe seguir. A nadie le va a sorprender si próximamente se anuncia una nueva operación corporativa o un nuevo plan de reducción de costes.

Por otro lado, el estallido de la burbuja dejó en los balances de las entidades unos niveles de activos improductivos altos. Es cierto que este nivel se ha venido reduciendo paulatinamente y las entidades han llevado a cabo medidas de distinta índole, como ven-



tas de carteras a fondos de inversión, mejoras en la gestión de recobros, etc., para mitigar su impacto. Sin embargo, el efecto sigue y, aunque la media del sector va alcanzando niveles moderados, individualmente hay diferencias importantes y existen entidades que aún arrastran problemas significativos.

8.3.1.2. Entorno económico y de tipos de interés bajo

El entorno económico actual, con crecimientos moderados afecta, como no puede ser de otra manera, a la industria financiera. En el caso del sector financiero español, aunque el crédito del conjunto del sector crece, éste proviene fundamentalmente de las actividades desarrolladas en el extranjero ya que el crecimiento del crédito doméstico no termina de arrancar.

Adicionalmente, la política monetaria expansiva emprendida por el banco central europeo, con tipos de interés excepcionalmente bajos, está erosionando los márgenes de la banca¹³. Por ejemplo, el margen entre la rentabilidad del activo y del pasivo del negocio doméstico se encuentra en niveles cercano a mínimos históricos.

Las entidades han ido afrontando las sucesivas bajadas de tipos de interés trasladándolas a su principal fuente de financiación, que son los depósitos. Sin embargo, la capacidad de esta medida se está agotando por encontrarse los niveles cercanos al límite natural del 0%.

8.3.1.3. Shadow banking

El FSB define al «Shadow Banking» o Banca en la Sombra como el sistema de «intermediación crediticia que involucra a entidades y actividades total o parcialmente fuera del sistema bancario regulado»¹⁴. O lo que es lo mismo, la actividad prestamista ofrecida por entidades no bancarias. Las formas jurídicas constan principalmente de instituciones financieras y monetarias, corporaciones de seguros, y fondos de inversión, entre otros.

En su último informe, el FSB estima que las actividades clasificadas dentro de Shadow Banking alcanzaban aproximadamente el 40% de los activos del sistema financiero de las jurisdicciones del G-20, siendo la tendencia creciente.

El Shadow Bank está articulado de manera que los beneficios se dirigen hacia los inversores, los cuales también deben soportar las pérdidas que pudieran producirse. El Shadow Bank simplemente gestiona la cartera de préstamos en beneficio de éstos y les cobra una comisión. Es por tanto un agente intermediario que canaliza la inversión, sin exposiciones en el juego.

Debido a las dificultades sufridas por la banca tradicional con la crisis financiera, los Shadow Banks han atacado de parte de su negocio y beneficios. Sus actividades se están

¹³ Joint committee report on risks and vulnerabilities in the EU financial System, agosto de 2016.

¹⁴ FSB Global Shadow Banking Monitoring Report, noviembre de 2015.



expandiendo en áreas donde la banca tradicional está retrocediendo, dados los mayores requerimientos de capital y liquidez por la regulación creciente (i.e. préstamos a largo plazo a entidades no financieras, facilidades de crédito *revolving*, depósitos corporativos a corto plazo, etc). Además, los sistemas de pagos, y préstamos personales y pymes; son los ámbitos donde los Shadow Banks buscan aprovecharse de las restricciones impuestas sobre la operativa bancaria.

8.3.1.4. Fintech

Se conoce como Fintech a las empresas de nueva creación que ofrecen todo tipo de servicios financieros y que se apoyan fundamentalmente en las tecnologías de comunicación e internet. También suele usarse el término para hacer referencia a servicios financieros que den o puedan dar las grandes empresas tecnológicas como Google, Facebook o Apple. Suelen contar con estructuras sencillas pero de gran alcance, debido al canal tecnológico que emplean para prestar el servicio. En ocasiones posibilitan la economía colaborativa, favoreciendo la desintermediación. Aunque puede incluirse dentro de la categoría de Shadow Banking, por sus características particulares suele estudiarse de manera separada.

La banca siempre ha sido un sector resistente a las disrupciones tecnológicas. Los bancos han sido capaces de construir un negocio robusto en torno a la alta presencia física de sus oficinas, a un trato cercano y personalizado y a un conocimiento profundo de la actividad. Esto a su vez ha sido valorado por los clientes, que han respondido mostrando fidelidad y confianza en su entidad habitual. Sin embargo, la penetración que la tecnología ha tenido en muchos sectores del consumo como el turístico, los seguros, los medios de comunicación, la moda o el transporte, está educando al consumidor y cambiando sus hábitos de consumo. Éste cada vez opera más a través del móvil e internet y requiere mayor inmediatez, haciendo que las ventajas de la alta presencia física de la red de oficinas de la banca, con el alto coste que conlleva, sea cada vez menos efectiva.

Que el conjunto de Fintech está apostando fuerte es un hecho, cada vez existen más recursos económicos y humanos que persiguen sustituir al sector bancario en algunos puntos de la oferta de servicios. Los grandes negocios de banca minorista más amenazados son financiación al consumo, hipotecas, préstamos a pymes y pagos minoristas. Hay pronósticos que estiman que una parte sustancial de los ingresos y beneficios bancarios podrían estar en riesgo. Sin embargo, las entidades también saben contraatacar estratégicamente para mantener su negocio, y hacen valer sus fortalezas, evolucionan y generan nuevas ideas. Por ejemplo, los principales bancos españoles han conformado recientemente una alianza defensiva al lanzar Bizum^{15,16}, un servicio de pagos móvil unificado, invirtiendo 100 millones de euros en el proceso.

¹⁵ http://economia.elpais.com/economia/2016/10/05/actualidad/1475695362_309603.html

¹⁶ <http://www.economiadigital.es/es/notices/2016/10/la-banca-lanza-bizum-la-aplicacion-que-planta-cara-a-apple-86489.php>



8.3.1.5. Impacto de la regulación

No hay que pasar por alto el impacto, tanto directo como indirecto, que esta avalancha regulatoria ejerce sobre el modelo de negocio de las entidades. Las partes afectadas son tantas que resultaría imposible estimarlo con ciertas garantías. En todo caso, es indiscutible que cada nuevo requerimiento aumenta la presión sobre la cuenta de resultados. Los mayores requerimientos de capital con respecto a activos ponderados por riesgo o con respecto a exposición; las necesidades de contar con activos líquidos, que conllevan un coste de oportunidad por sus bajas rentabilidades; mayores costes de explotación debidos al gasto en recursos destinados a las funciones de control; restricciones a ciertas actividades, etc. son ejemplos de este impacto.

La propia EBA proporciona su juicio experto acerca de los impactos sobre el modelo de negocio resultantes de la implementación de las medidas regulatorias desde la crisis financiera¹⁷:

- Nuevos requerimientos de capital: Las líneas de negocio que podrían verse más afectadas negativamente son aquellas para las que los nuevos APRs prudenciales son relativamente más severos.
- Requerimiento sobre el ratio de apalancamiento: Las entidades pueden verse motivadas a incrementar su base de capital, reducir su tamaño de balance y/o decantarse por activos con mayor riesgo.
- Requerimientos de liquidez: Las nuevas regulaciones en términos de liquidez pueden llevar a incrementar los depósitos, a reducir la dependencia de la financiación mayorista a corto plazo y a la apreciación de activos líquidos de alta calidad (HQLA – High Quality Liquid Assets) en detrimento de otros activos menos líquidos.
- Reformas estructurales (i.e. ring-fencing): Pueden llevar a un impacto adverso sobre la rentabilidad de las actividades de banca de inversión y trading debido al mayor (i) coste de financiación, (ii) complejidad operativa, y (iii) gastos administrativos.
- EMIR: El cambio hacia la liquidación central de derivados OTC puede llevar a las entidades (especialmente bancos de inversión) a afrontar mayores costes de liquidez como consecuencia de su actividad en estos mercados de derivados.

El debate entre la industria y los reguladores no es nuevo, pero en los tiempos actuales de enormes dificultades provenientes del exterior, la industria reclama a las autoridades que no añadan más desde dentro.

Dos asuntos que han suscitado gran debate recientemente son los nuevos requerimientos de MREL y el efecto de la deducción de intangibles que fija la regulación prudencial en Europa junto con la contabilización como tal de los activos derivados de las inversiones en software.

¹⁷ EBA Overview of the potential implications of regulatory measures for banks' business models. Febrero 2015.



8.3.1.5.1. MREL

Durante la última crisis, para proteger a los depositantes, y en el caso español, también a los acreedores, algunos gobiernos se vieron obligados a inyectar en entidades quebradas o al borde de la quiebra enormes cantidades de fondos públicos. Estas medidas, conocidas como rescate público bancario o *bailout*, han tenido un coste político y social de grandes proporciones.

Con la llegada en 2014 de la regulación europea sobre recuperación y resolución de entidades (BRRD, por sus siglas en inglés Bank Recovery and Resolution Directive), se introdujeron una serie de medidas para evitar futuros rescates públicos. Entre otras, se definió una denominada *bail-in*, que podría definirse como rescate interno, que permitiría recapitalizar entidades en quiebra sin necesidad de aportación de fondos públicos.

Para que sea posible llevar a cabo el *bail-in* en una entidad en problemas, es necesario que ésta cuente en su balance con un nivel mínimo de instrumentos de capital o de deuda con capacidad de absorber pérdidas y convertirse en capital. Los instrumentos que cumplen estas características se denominan instrumentos elegibles y el nivel mínimo requerido se denomina MREL.

Aunque el requerimiento mínimo de MREL no está todavía completamente definido por las autoridades, va a tener un coste significativo para las entidades. Estas últimas lo ven como otro paso más en la espiral de inflación de requerimientos de capital que se inició Basilea III que les va a obligar a emitir unos instrumentos de capital o deuda con características especiales que, al tener mayor riesgo para el inversor que emisiones tradicionales como la deuda senior, van a suponer un coste mayor.

8.3.1.5.2. Deducción de inversión en software del capital

Sin ninguna duda, los sistemas y servicios ICT (Information and Communication Technology) representan actualmente una parte significativa de los costes e inversiones de las entidades. La innovación tecnológica juega un papel clave desde un punto de vista estratégico como fuente de ventaja competitiva, ya que es una herramienta fundamental para el desarrollo de nuevos productos y servicios y permite organizar y optimizar toda la actividad bancaria.

Así lo entienden las propias autoridades¹⁸, que presionan a las entidades para que realicen desembolsos importantes en desarrollar y mejorar sistemas, bien para aumentar la seguridad y fiabilidad de éstos y reducir así el riesgo operacional, bien para mejorar la competitividad y productividad de la entidad y reforzar así su modelo de negocio.

Sin embargo en la Europa Comunitaria, a diferencia de otras jurisdicciones como Suiza o EEUU, la confluencia de su normativa contable y de su normativa prudencial da un tratamiento a los activos derivados de la inversión en software que, no solo no incentiva, sino que penaliza esta inversión. La norma contable los clasifica como activos intangibles, sujetos a amortización. La normativa prudencial (CRD IV / CRR) establece que

¹⁸ EBA Guidelines on ICT Risk Assessment under the SREP. Octubre 2016.



los activos intangibles se deben deducir del capital de máxima calidad CET1. Adicionalmente, este efecto no se da en otras geografías como EEUU.

Esta situación paradójica lleva a las entidades a una posición complicada. Por un lado deben mantener unos niveles de inversión en software muy altos, pero por otro, se ven penalizadas en el cómputo del capital CET1 de máxima calidad –y más caro–. A esto hay que añadir la desventaja en la que se ven ante competidores puramente tecnológicos que no tienen requerimientos de capital o ante entidades residentes en otras geografías donde no existe este efecto deductivo.

El perjuicio para las entidades es severo, hasta el punto de que se está ralentizando o debilitando la transformación digital y está haciendo que las entidades se vean obligadas a explorar diversas vías para evitarlo, como por ejemplo a través de la segregación y transferencia de los activos y la externalización de servicios, soluciones también costosas y lejanas de la estrategia óptima.

8.3.2. ANÁLISIS SUPERVISOR DEL MODELO DE NEGOCIO

Parece lógico pensar que las autoridades, tras asegurarse de que las entidades cuentan con unos niveles de capital suficientes, acordes a su perfil de riesgos; una sólida posición y una gestión robusta de liquidez y de financiación y unas disposiciones de gobernanza y de gestión de riesgos adecuadas, podrían darse por satisfechas. Quizá cumpliendo con las expectativas anteriores, se puede tener seguridad sobre la solidez financiera actual de las entidades, pero si ésta quiere mantenerse, es indudable que la entidad debe ser capaz de generar suficientes resultados positivos de forma sostenida. Con esta idea en mente, el diseño de la supervisión se completa con el análisis del modelo de negocio de las entidades, que representa la cuarta columna del SREP. Además, dadas las amenazas que se ciernen sobre el modelo de negocio bancario y las dificultades derivadas de la situación económica, no es de extrañar que el MUS haya señalado al modelo de negocio como la más importante de las cinco prioridades de su agenda para 2016¹⁹.

8.3.2.1. El análisis del riesgo de modelo de negocio y de rentabilidad

Dentro del proceso regular de supervisión, las autoridades evalúan el modelo de negocio de las entidades. En función de la naturaleza y organización de éstas, las autoridades pueden llevar a cabo el análisis no sólo a nivel de grupo consolidado, sino también a nivel de línea de negocio u otras divisiones que puedan ser de interés. Este análisis gira en torno a dos variables principales:

- Viabilidad del modelo de negocio actual de la entidad basándose en su capacidad de generación de beneficios aceptables sobre los próximos 12 meses (1 año).

¹⁹ ECB Banking Supervision:SSM priorities 2016.

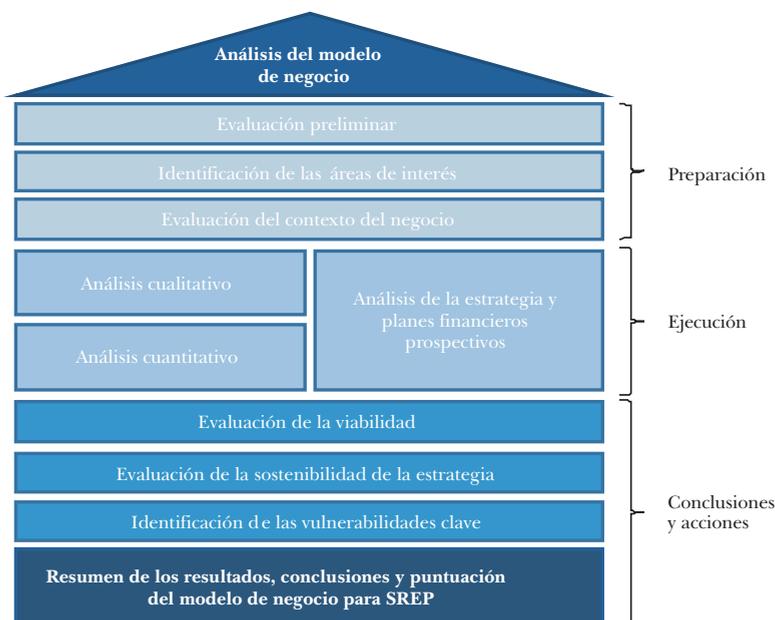
- Sostenibilidad de la estrategia de la entidad basándose en su capacidad de generación de beneficios aceptables sobre un periodo prospectivo de al menos 3 años, basándose en sus planes estratégicos y proyecciones financieras. Deberá testarse asimismo la sostenibilidad del modelo de negocio sobre el ciclo económico, analizando la estabilidad y fluctuaciones en la rentabilidad de la entidad a través de las distintas fases del mismo.

Este análisis juega un papel clave dentro de la supervisión y sus resultados son tenidos en cuenta, no solo para la decisión del rating asignado a este módulo, sino también como soporte de la evaluación de los demás elementos del SREP. En primer lugar, la evaluación cuantitativa del modelo de negocio puede ser útil para la evaluación de los otros tres bloques del SREP (i.e. el entendimiento de la estructura de financiación puede ser parte de la evaluación del riesgo de liquidez). En segundo lugar, las conclusiones de este análisis pueden servir para la caracterización de las vulnerabilidades clave de la entidad, identificando aquellas que sean más propensas a tener un impacto material sobre el modelo de negocio de la entidad, pudiendo llevarla a su inviabilidad en el futuro.

8.3.2.1.1. Fases y Pasos del Análisis

Como referencia, el análisis del modelo de negocio se puede organizar en 3 fases, que pueden subdividirse en 9 pasos:

ILUSTRACIÓN 3. ESQUEMA ORGANIZATIVO DEL ANÁLISIS DEL MODELO DE NEGOCIO





1) Evaluación preliminar:

Las autoridades analizan a la entidad para identificar sus principales (i) geografías, (ii) filiales, (iii) líneas de negocio y (iv) tipologías de productos. Para ello, estudian una serie de métricas relevantes en el momento de la evaluación y considerando los cambios sobre el tiempo, incluyendo (i) la contribución a ingresos/costes globales, (ii) porcentaje sobre activos, (iii) porcentaje sobre la exposición de riesgo total (TREA) y (iv) posición de mercado.

2) Identificación de las áreas de interés:

Las autoridades determinan aquellas líneas de negocio más relevantes en términos de viabilidad y sostenibilidad del modelo de negocio, estados financieros y proyecciones a futuro, en particular (i) materialidad de líneas de negocio, (ii) conclusiones supervisoras previas, (iii) conclusiones y observaciones de informes de auditoría interna/externa, (iv) importancia para planes estratégicos, (v) resultados de revisiones temáticas supervisoras, (vi) cambios observados en el modelo de negocio, y (vii) comparaciones con *peers*.

3) Evaluación del contexto de negocio:

Para caracterizar la plausibilidad de las asunciones estratégicas de la entidad, las autoridades analizan el entorno empresarial, entendiendo la coyuntura macroeconómica y tendencias del mercado, así como los planes estratégicos del *peer group*. Éstas desarrollan un entendimiento de (i) las variables macroeconómicas clave para la entidad, (ii) entorno competitivo y su posible evolución en conjunto con las actividades de los comparables, y (iii) tendencias globales que pudiese impactar la eficiencia y rentabilidad (regulatorias, tecnológicas, sociales).

4) Evaluación del modelo de negocio actual:

- Análisis cuantitativo: Se enfoca para comprender los rendimientos financieros, sobre (i) Pérdidas y ganancias recurrentes (ROA, Índice de eficiencia, Ratio de ingresos recurrentes, Margen de intereses), (ii) Balance (CET1, Gap de financiación, Tasa de mora), (iii) Concentraciones y sus impactos en PyG y Balance (clientes, sectores y geografías), (iv) Apetito al riesgo (Distancia respecto de los límites establecidos para cada tipología).
- Análisis cualitativo: Se enfoca sobre la comprensión de los factores de éxito y dependencias clave, sobre (i) Dependencias externas clave (Proveedores, Intermediarios y Factores regulatorios), (ii) Dependencias internas clave (Plataformas IT, Capacidad operativa y de recursos), (iii) Franquicia (Reputación, Sucursales, Fidelidad de clientes y Alianzas), (v) Áreas de ventaja competitiva (Plataformas IT, Red global, Escala del negocio y Proposición de productos).

5) Análisis de la estrategia y planes financieros prospectivos

Las autoridades analizan las proyecciones financieras y planes estratégicos de forma cuantitativa y cualitativa con el fin de comprender las asunciones, plausibilidad y riesgo de la estrategia empresarial, incluyendo (i) estrategia global, (ii) rendimiento financiero previsto, (iii) factores de éxito de la estrategia y plan financiero, (iv) asunciones, (v) capacidades para ejecución.



6) Evaluación de la viabilidad del modelo de negocio

El análisis de viabilidad tiene por objetivo evaluar la capacidad de generación de ingresos del modelo de negocio para generar una rentabilidad aceptable en los próximos 12 meses, basándose en los criterios de (i) ROE (Return on equity) vs COE (Cost of equity) en vistas de la generación de retorno sobre el coste del capital, (ii) Estructura de financiación y su adecuación con el modelo de negocio y estrategia, y (iii) Apetito al riesgo y la adecuación de su magnitud con el modelo de negocio y estrategia.

7) Evaluación de la sostenibilidad del modelo de negocio

El análisis de la sostenibilidad tiene por objetivo evaluar la capacidad de generación de ingresos del modelo de negocio de al menos 3 años, basándose en los criterios de (i) plausibilidad de asunciones y proyecciones financieras en comparación con la visión supervisora sobre el entorno empresarial actual y futuro, (ii) impacto sobre las proyecciones financieras de la visión supervisora del entorno empresarial, y (iii) nivel de riesgo de la estrategia y la probabilidad de la consecución de sus objetivos basada en las capacidades de ejecución de la entidad.

8) Identificación de las principales vulnerabilidades

Tras llevar a cabo el análisis del modelo de negocio, las autoridades evaluarán las vulnerabilidades clave del modelo de negocio y estrategia de la entidad, considerando (i) rendimiento financiero deficiente, (ii) dependencia de estrategia poco realista, (iii) concentración o volatilidad excesivas, (iv) excesiva toma de riesgo, (v) preocupación por estructura de financiación, y (vi) aspectos externos relevantes (i.e. Regulación, «*ring-fencing*”).

9) Resumen de los resultados, conclusiones y *scoring* del *rating* de modelo de negocio para SREP

Basándose en las evaluaciones de viabilidad y sostenibilidad anteriores, las autoridades llegarán a una conclusión sobre la viabilidad del modelo de negocio y la sostenibilidad de la estrategia, así como sobre los riesgos potenciales a la viabilidad de la entidad.

Siguiendo esta valoración y de acuerdo a los principios del SREP, en vistas del modelo de negocio de la entidad, el BCE le asignará a la entidad un *rating* de entre 1 y 4, significando 1 un modelo de negocio sólido y bien gestionado en cuanto al riesgo, y 4 un modelo de negocio caracterizado por un riesgo elevado que hace peligrar la viabilidad de la entidad.

8.3.2.2. Revisión temática del riesgo de negocio y rentabilidad en 2016

Tal es la preocupación del MUS por el riesgo de negocio y rentabilidad que, adicionalmente al análisis abordado dentro de la supervisión continua, ha motivado una de las cinco revisiones temáticas de 2016.

El primer objetivo de la misma es entender en profundidad los factores que explican la rentabilidad de las entidades según sus modelos de negocio. Con ella también se pretende diagnosticar entidades que presenten rentabilidad estructural baja.



La supervisión es consciente de los continuos retos que supone la obtención de rentabilidad bajo la situación económica actual. Entiende que las entidades pueden verse llevadas a relajar los criterios de concesión con la intención de aumentar los ingresos, causando una asunción excesiva de riesgos; o a agresivas disminuciones de costes que deterioren el marco de control de riesgos.

Sin perjuicio de otros ámbitos de interés particular de la entidad sujeta a análisis, el supervisor va a estructurar el mismo en torno a 4 ejes:

- 1) La segmentación del negocio: para asegurarse de que las entidades conocen su negocio y de que la forma en la que lo organizan tiene sentido.
- 2) La recurrencia de los resultados: buscando entender qué parte de los resultados tiene continuidad en el futuro y de qué factores depende ésta parte de los resultados.
- 3) La gestión, la fijación de precios y la asignación de costes: para evaluar si se están ofreciendo precios que no cubran adecuadamente los costes, con el riesgo que esta práctica conlleva.
- 4) La estrategia de negocio global: su solidez, factibilidad y cómo se va a llevar a cabo.

8.4. CONCLUSIONES

En la historia reciente de la industria bancaria se han ido sucediendo etapas de regulación y de desregulación. El momento post-crisis en el que nos encontramos está caracterizado por un incremento de requerimientos sin precedentes. Esta nueva ola regulatoria ha traído un nuevo enfoque según el cual las autoridades, además de asegurarse de que las entidades cumplan una serie de requisitos relacionados con la medición de riesgos y de exigir unos mayores niveles de capital, han fijado unos criterios sobre la gestión y gobernanza mucho más profundos –poniendo el foco en el Consejo y en las funciones de control de riesgos– y se han lanzado a evaluar y opinar sobre la estrategia y el modelo de negocio. Añadido a esto último, dado el entorno económico actual –caracterizado por el *cocktail* de bajos tipos de interés, alta liquidez y alta competencia en el sector financiero– el supervisor ha señalado la rentabilidad como la prioridad clave del año 2016 y ha fijado en su agenda una revisión temática de rentabilidad y modelo de negocio.

En primer lugar, estos nuevos requerimientos tan detallados y profundos son vistos por las entidades como intrusivos y costosos –si tengo que dedicar tantos recursos a llevar a cabo mis procesos de gestión según la expectativa supervisora, ¿cuándo me dedico a mi negocio?–, y difíciles de asimilar– si no me vi afectado por la crisis, ¿por qué tengo que transformar mi gestión y adoptar los criterios de las autoridades?

En segundo lugar, el impulso homogeneizador de criterios no está siendo sencillo en una Europa con modelos de negocio y modelos de gobernanza heterogéneos –¿cómo encajar, por ejemplo, el modelo de Consejo con rol supervisor fuerte similar al modelo dual alemán en geografías con tradición y jurisprudencia de Consejo único? En esta línea, no son pocas las voces que empiezan a señalar la importancia del «riesgo supervi-



sor»— ¿es prudente que las autoridades asuman el rol de gestor y ejerzan influencia sobre los procesos de toma de decisiones y las estrategias de negocio?, ¿no es un riesgo para el sector bancario aplicar criterios estandarizados en entidades diversas? —y muchas entidades lamentan las dificultades para desarrollar estrategias a largo plazo en un entorno regulatorio cambiante— ¿cuál será y cuándo llegará el próximo requerimiento regulatorio?

Por último, los modelos de negocio de las entidades se encuentran haciendo frente no sólo a las dificultades derivadas del entorno económico, sino también a las dificultades generadas por la regulación, bien directamente, como el propio coste de la carga regulatoria, bien indirectamente derivado de la emergencia de actores fuera del ámbito regulado —Shadow Banking y Fintech, que compiten con la banca en ventaja aprovechándose de no tener que hacer frente a su regulación—. ¿Podiera ser que las recetas regulatorias para corregir y evitar que se repita una crisis como la última —que se reveló como una crisis de calidad de activos que ocasionó un enorme déficit de capital— estén causando o agravando una crisis de modelo de negocio, que sin duda es mucho más grave y conduce al sector a un futuro incierto?



9. WHICH FISCAL UNION IN THE EURO AREA?

MARTINE GUERGUIL¹

EXECUTIVE SUMMARY

Fiscal union in Europe is a bit like the Arlesian of Alphonse Daudet's theater play: everybody talks about it, everybody has an idea of how it should look like, but it is nowhere to be seen. This chapter argues that stepped up fiscal integration is a necessity for the economic stability of the Eurozone. The Maastricht+ arrangements now in place, with enhanced surveillance, a partial banking union and a conditional emergency liquidity facility, will be insufficient to mitigate the impact of future large shocks. Worse: the current arrangements are unlikely to shepherd the much-needed recovery in investment and employment, and continued lackluster social and economic outcomes will erode support for the common currency.

Many options have been articulated, some in great detail, to enhance area-wide fiscal stabilization. They range from the most extensive and ambitious, establishing a Finance Minister and common budget, to more modest options like joint debt instruments or common insurance funds against growth or unemployment shocks. However, none of these options has so far been able to overcome pervasive reluctance to increased risk and sovereignty sharing.

In the aftermath of the Brexit vote, new paths have been put forward for stepped up integration: the «consolidate» option seeks to secure existing arrangements and bolster protection against a financial crisis; the «stimulate» option seeks to boost growth and social protection to prevent further anti-integration backlash; and the «quantum leap» option seeks to take advantage of the Brexit vote to introduce more ambitious political and institutional reforms. There is however a significant risk that a wait-and-see path prevail, at high costs for the euro project. To avoid this outcome, decisions should be taken urgently to contain the most important risks revealed by the Brexit vote. In the fiscal area, these should include providing a fiscal backstop for the banking union to mitigate economic risks, and reforming the fiscal rule framework to boost public investment and reduce social tensions. But these will only postpone the day of reckoning: greater fiscal integration remains necessary, hopefully sooner than later, to provide stability to the monetary union.

¹ Economist, former Deputy Director of the Fiscal Affairs Department of the International Monetary Fund.



RESUMEN (EN CASTELLANO)

La unión fiscal europea es un poco como la arlesiana de la obra teatral de Alphonse Daudet: todo el mundo habla de ella, todo el mundo tiene su idea de cómo debe ser, pero nunca sube al escenario. El argumento central de este capítulo es que una mayor integración fiscal es un requisito para la estabilidad de la zona del euro. Las recientes reformas de los acuerdos de Maastricht van en la buena dirección: se ha reforzado la vigilancia macroeconómica, se han sentado las bases de una unión bancaria, y se ha establecido una ventanilla para préstamos de emergencia en caso de crisis. Pero estos cambios no procurarán suficiente protección frente a choques fuertes o prolongados. Peor aún: es poco probable que faciliten el repunte de la inversión y del empleo que tanto se necesita, en tanto que el contexto económico desalentador diluye cada vez más el apoyo a la moneda común.

Se han avanzado muchas propuestas para aumentar la integración fiscal en la zona del euro: algunas muy ambiciosas, como establecer un Ministro de Hacienda y un presupuesto común, y otras más modestas, como contratar deuda en forma conjunta o crear fondos de seguros comunes contra los shocks de crecimiento o el desempleo. Sin embargo, ninguna de estas opciones ha sido hasta ahora capaz de superar la reticencia casi endémica a compartir los riesgos, y la toma de decisiones, entre todos los países miembros.

Desde que la mayoría de los ciudadanos del Reino Unido optaron por salir de la Unión Europea, el debate sobre la integración fiscal en la zona euro se ha organizado alrededor de tres grandes líneas: la de la consolidación, que busca afianzar los acuerdos existentes para reforzar la protección contra una crisis financiera; la del «empujón», que busca promover el crecimiento y la protección social para evitar un rechazo aun mayor del proyecto de integración europea; y la del «salto cuántico», que quiere usar el choque del Brexit para introducir reformas políticas e institucionales ambiciosas. Cada una refleja los riesgos que se perciben en el área financiero, social y político, respectivamente. No obstante, existe otro riesgo significativo: el de la inercia, de no hacer nada sino mantener el status quo. Con ello seguiría debilitándose la viabilidad política y económica del proyecto del euro. Es entonces urgente implementar medidas para por lo menos contener los riesgos más importantes revelados por el voto de Brexit. En el área fiscal, esto implica proveer un respaldo fiscal a la unión bancaria para mitigar los riesgos de una crisis financiera; y reformar el marco de reglas fiscales para impulsar la inversión pública y aliviar las tensiones sociales. Pero estas medidas sólo pospondrán el día del juicio: una mayor integración fiscal sigue siendo un requisito para una unión monetaria estable y próspera.

Fiscal union in Europe is a bit like the Arlesian of Alphonse Daudet's theater play: everybody talks about it, everybody has an idea of how it should look like, but it is nowhere to be seen. This chapter argues that stepped up fiscal integration is a necessity for



the economic stability of the Eurozone. The Maastricht+ arrangements now in place, with enhanced surveillance, a partial banking union and a conditional emergency liquidity facility, will be insufficient to mitigate the impact of future large shocks. Worse: the current arrangements are unlikely to shepherd the much-needed recovery in investment and employment, and continued lackluster social and economic outcomes will erode support for the common currency. Many options have been articulated, some in great detail, to enhance area-wide fiscal stabilization, but none has so far been able to overcome pervasive reluctance to increased risk and sovereignty sharing. In the aftermath of the Brexit vote, new paths have been put forward for stepped up integration. Each responds to perceived risks in the economic, social, and political areas, respectively. There is however a significant risk that a wait-and-see path prevail, at high costs for the euro project. To avoid this outcome, decisions should be taken urgently to contain the most important risks revealed by the Brexit vote. In the fiscal area, these should include providing a fiscal backstop for the banking union to mitigate economic risks, and reforming the fiscal rule framework to boost public investment and reduce social tensions. But these will only postpone the day of reckoning: greater fiscal integration remains necessary, hopefully sooner than later, to provide stability to the monetary union.

9.1. FURTHER FISCAL INTEGRATION IS NEEDED IN THE EUROZONE

The lack of common fiscal instruments has long been perceived as a key shortcoming of the Eurozone. The Maastricht treaty, or Stability and Growth Pact (SGP), which established the single market and the single currency, stripped euro members of traditional adjustment channels; but it did not provide an area-wide substitute beyond the ECB's monetary management—further stabilization was to rely on the operation of integrated financial and labor markets and on each member country's national economic policies. This was in stark contrast with the international experience: all federations, even the most decentralized ones, have put in place common stabilization instruments to operate in the face of shocks.² Many economists warned early on that this absence left a large gap that could be the Achilles' heel of the monetary union.³ First, with financial and labor markets only partially integrated, and in the absence of a banking union, private risk sharing would likely be sub optimal. Second, in the absence of a common fiscal policy, the sum of national fiscal stabilization efforts would also likely be sub optimal. Lastly, euro area members could be vulnerable to self-fulfilling solvency crises, as the likelihood of default (and contagion to other parts of the Eurozone) increases if liquidity crises cannot be solved through devaluation or through support from other members.

The recent crisis confirmed these concerns to a great extent. On the private side, persistent home bias in the holdings of financial assets and, subsequently, perceived redenomination risk in the context of public and private debt pressures limited the effec-

² Cottarelli and Guerguil, 2014.

³ For a concise summary of the literature see Pisani-Ferry, 2012. For broader insights on fiscal federalism, see Oates, 1968.



tiveness of financial markets in smoothing out the impact of the shock.⁴ Labor mobility, although increasing, remains relatively limited in the euro zone. In the fiscal area, the policy response to the crisis was poorly coordinated, and fiscal policy, after a short-lived stimulus, became largely contractionary overall, as market pressures deprived the more vulnerable countries of their scope to use fiscal stabilizers. Even countries that entered the crisis with balanced budgets saw their access to credit dry up as their debt stocks increased, impeding their capacity to let national automatic stabilizers operate. Overall, it is estimated that while federations such as the US, Canada or Germany smooth out about 80 percent of local shocks, the euro area only manages to insulate half of that amount.⁵

Since the beginning of the crisis, a number of measures have been implemented to improve risk sharing, including at the fiscal level, within the Eurozone

- ***The European Financial Stability Facility, and then the European Stability Mechanism (ESM) were established*** to provide liquidity to Eurozone countries that could no longer access capital markets. These facilities played a key role in controlling the most virulent part of the crisis, and the ESM has become the main tool in the Eurozone's crisis management kit. With a maximum lending capacity of 500 billion euros, it can lend to countries facing debt pressures, conditional on the implementation of an adjustment program.⁶ It can also, in principle, directly recapitalize banks, but access conditions are very strict and this option has never been activated.
- ***Macroeconomic and fiscal surveillance has been enhanced through a strengthening of both monitoring and enforcement mechanisms.*** The SGP mandated a maximum budget deficit of 3 percent of GDP and a ceiling on general government debt of 60 percent of GDP, with countries above these targets to adopt a path of deficit reduction, with fines in case of deviation. Weak adherence and equally weak enforcement of these rules failed however to ensure sound budget conduct in most of the euro area in the years before the crisis. Since then, the rule-based surveillance system has been revamped, with new processes (including structural deficit targets, an expenditure cap, automatic correction mechanisms for deficits above the targets and national debt rules), a stronger national basis (including the requirement to transpose European fiscal commitments into national laws and institutions) and a strengthening of monitoring and enforcement mechanisms (including through ex ante monitoring of draft budgets, more timely fiscal reporting, and more forceful sanctions).⁷ In addition, an annual cycle of budgetary and

⁴ The share of domestic debt securities in the portfolios of European banks decreased after the introduction of the euro, but it remained relatively high (around 50 percent in 2007-08, according to ECB data) and rose back in most countries after the onset of the crisis, to an average of about 60 percent in 2014.

⁵ Allard and others, 2013.

⁶ So far, it has lent 50 billion, to Spain and Cyprus.



economic policy discussion and coordination has been established through the European Semester. An Independent European Fiscal Board has been created to advise on the overall direction of fiscal policy in the euro area and assess the performance of the fiscal governance framework.

- ***A European banking union is taking shape.*** A single supervisory mechanism (SSM) has been established to oversee banks, and a single resolution mechanism (SRM) to wind them up if they fail. The SRM is backed by a single resolution fund (SRF), built from banks' contribution, and expected to reach 1 percent of covered deposits by 2023. Beyond enhancing the stability of the banking system, the SSM and SRM should decouple the evolution of private financing costs from that of sovereign financing costs, thus strengthening the role of credit markets in risk sharing.
- ***A European Fund for Strategic Investments (EFSI) has been set up to support an «Investment Plan for Europe»*** (the so-called Juncker plan). The EFSI aims to mobilize funding for innovative investment through first-loss guarantees from the EU budget and the European Investment Bank (EIB). It is relatively small (21 billion euros) but expects to muster co-financing from the EIB and private investors to reach a targeted 315 billion euros in investment over 3 years. After a slow takeoff, the plan is reported to have marshaled about 140 billion euros of investment through October 2016. It has been proposed that it be extended and doubled (to over 500 billion euros over 2015-2022).
- ***But the most definite actions to stabilize the euro zone came from the forceful intervention of the ECB.*** It supported both banks and sovereigns through liquidity provision and large purchases of debt securities. Through these operations, the ECB introduced *de facto* risk sharing and substituted for other European institutions or national policymakers in providing the area-wide stabilization that they were not able to deliver.

Together, tighter surveillance mechanisms, the banking union and the ESM (a «Maastricht plus») do mitigate some of the fiscal vulnerabilities of the euro zone. Fiscal rules are now both more flexible and more closely monitored, which raises adherence prospects and reduces the risks of fiscal crises. Countries will have more latitude to conduct their own counter-cyclical policies, while the ESM will provide a backstop for more severe situations. The SSM and SRM will foster higher financial integration, reducing the risk of self-fulfilling solvency crises. More frequent pan-European policy discussions in the context of the European Semester and the newly established Independent European Fiscal Board will also facilitate policy coordination.

⁷ The changes were introduced through a combination of regulations, directives, and intergovernmental agreement. The «six pack» (5 regulations and one directive) went into force in December 2011; the Treaty on Stability, Coordination and Governance (also known as the Fiscal Compact) was agreed upon in December 2012; and the «two-pack» regulation was approved by the European Parliament in March 2013.



There are many reasons to think, however, that additional steps towards fiscal integration are required to ensure the stability of the monetary union. The new arrangements only entail rather limited risk sharing and may thus not provide sufficient ammunition for effective stabilization in the face of new large area-wide or idiosyncratic shocks.

- At the private level, *the banking union is still incomplete*, and the Eurozone's banking system remains fragmented and vulnerable. First, there is no common deposit guarantee system: as long as the credibility of national insurance schemes is tied to the solvency of their governments, banking crises retain the potential to threaten sovereigns, and vice versa. The lack of common insurance scheme also limits the prospects for deeper financial integration in the single currency area. Second, the capacity of the SRF, at a planned 55 billion euros by 2023, would be exhausted rapidly if it were to face a significant crisis; to be credible, it needs a common fiscal backstop. Past experiences show there was rarely a need to use taxpayer support to resolve a banking crisis; but the credibility and effectiveness of the resolution authority crucially depends on the backing of its Treasury.
- At the public level, *the Eurozone still lacks a common automatic stabilizer*. The Juncker plan was designed as a substitute for an area-wide fiscal stimulus effort—yet euro members could only agree to an unambitious scheme based on a reshuffling of funds from the EU budget and the EIB, rather than pooled financing supported by lasting institutional changes. The tools to generate an effective coordinated fiscal policy response to a shock are still lacking. The reformed fiscal framework, while improved, remains preventive in essence. So fiscal stabilization would still depend on national initiatives. But with high sovereign debt stocks, most euro members would most likely be unable to provide effective buffers against large shocks, leading once more to suboptimal area-wide fiscal policy.
- *As for crisis resolution, the ESM, at 500 billion euros, lacks financial muscle*. The ESM has an intergovernmental structure, which means that its implied risk sharing is mostly *ad hoc*, and its decision-making processes are complex and lengthy. Further, its conditionality is to be set in together with no less than three other institutions (the European Commission, the ECB and the IMF), complicating the design of adjustment programs and undermining transparency and accountability.
- *In the event of a new crisis, stabilization policy would continue to rely fair and square on the ECB*. As mentioned, it was the ECB's *de facto* risk sharing, cobbled as needed with additional last-minute measures, which brought back some stability to the euro area. The ECB's extraordinary measures were meant to provide a temporary breathing space for governments to address structural gaps in euro area policy making. But euro members have so far avoided deep institutional reforms and opted to let the ECB shoulder the responsibility for stabilization. However, there are limits to what the ECB and monetary policy can (and should) do. Monetary policy cannot substitute for fiscal or structural action and extensive monetary financing is already raising financial risks. In addition, the perception that the ECB is exceeding the limits of its mandate is eroding public support and



trust in the institution.⁸ Thus, the scope for another forceful ECB intervention may well be quite limited.

Even without a blown-out financial or fiscal crisis, current arrangements leave the euro framework at risk of a gradual fraying and disintegration. The current approach has come with a substantial cost in terms of lost output and increased unemployment, as well as declining support for the European project.

- ***In the absence of an effective supranational institutional framework, stimulus initiatives have proven too small, too late and/or too scattered to make a difference.*** After a brief counter-cyclical episode, fiscal policy for the euro area as a whole has been pro-cyclical most of the time since the crisis, and most recently neutral at best. Early analysis suggests that most investments under the Juncker plan have not been additional and are unlikely to have a meaningful impact on growth and employment.⁹ Reform efforts in the banking and structural areas have similarly been too timid and uncoordinated to rekindle confidence. In most of the Eurozone, growth remains weak and unemployment high. The zone's GDP only returned to 2008 level in 2015, and five member countries still have unemployment over 30 percent. Investment has fallen dramatically since the beginning of the crisis and shows little signs of a rebound. Without a region-wide coherent, well-articulated policy response, pervasive uncertainty and low growth can be expected to continue.
- ***The single currency has been associated with growing intra- as well as within-country divergences.*** Greater synchronization of business cycles happened in the early years of EMU but has reversed since the crisis. Similarly, income gaps narrowed in the initial stages of the monetary union but then widened. In many countries the recession has left deep, permanent scars that euro institutions and policies have failed to address. Growing social disparities are bound to undermine political support for the euro.¹⁰
- ***Even after its reform, the surveillance framework remains confusing and continues to lack legitimacy.*** There has been significant progress in terms of fiscal governance; yet the public at large cannot understand what progress has been made. The new rules are even more complex than the previous ones. Their application is so convoluted that it can only be understood by qualified experts. This technical intricacy undermines public acceptance and political support for fiscal discipline, as well as the democratic legitimacy of the fiscal surveillance system. The fiscal framework must be streamlined and simplified, and its compliance and enforcement strengthened to rebuild public confidence in it.
- ***Support for the euro remains high but trust in European institutions is declining.*** Opinion surveys show continuous support for the euro as the single currency—as

⁸ European Commission, 2016.

⁹ Claes and Leandro, 2016.

¹⁰ Enderlein et al, 2016.



per the latest Eurobarometer survey (taken in May 2016, just before the Brexit vote), 68 percent of Eurozone citizens are in favor of a common currency. Notably, that proportion never fell below 62 percent, even at the height of the crisis. However, public views of the broader European project, and in particular of EU institutions, have deteriorated markedly. Only one third of those surveyed trust the European Union (down from around one half before the crisis); 27 percent have a totally negative image of the EU; even more damningly, over half (55 percent) think that their voice does not count.¹¹ Disaffection for European institutions has risen more markedly than disaffection for national governments: over the past 12 years, trust in national governments has fallen by 7 percentage points, while trust in European institutions has declined by a whopping 17 percentage points. Close to half of the Eurozone's citizens think that the Eurozone needs reform urgently.

9.2. THE CHALLENGES OF DESIGNING A FISCAL UNION FOR THE EURO ZONE

There have been numerous proposals to step up fiscal integration in the euro area, both before and since the crisis. The fact that none has come close to see the light reflects some key design issues that have proven quite challenging to address.

The first challenge arises from the *sui generi* character of the European monetary union—which calls for a *sui generi* fiscal union. The whole construction of the euro zone is based on the subsidiarity principle; it aims to achieve «as much as necessary, but as little as possible» economic and political union, to preserve national sovereignty in the context of a stable currency union.¹² Fiscal integration in the Eurozone does not seek to establish a strong supra-national fiscal entity, but rather to adopt the minimal fiscal elements that are necessary to ensure the stability of the monetary union. Thus, sovereignty sharing is expected to remain at the lowest possible range compatible with financial stability.

A second euro-specific challenge is related to the explicit decision that the currency union arrangements would not include a permanent redistribution or income equalization function. In other words, the fiscal integration process should not lead to permanent transfers from more advantaged to less advantaged areas. This does not exclude discretionary transfers of a limited and non-permanent nature to support convergence (such as the existing regional and structural funds). In principle, it does not preclude either temporary transfers to mitigate conjectural shocks that, even if idiosyncratic, would adversely affect growth and financial stability in other parts of the Eurozone. But ensuring that stabilizing transfers have no redistributive effect is tricky, as there is inevitably a degree of redistribution in any stabilization effort.¹³ A way to coun-

¹¹ European Commission, 2016.

¹² Enderlein and others, 2012.

¹³ Cottarelli and Guerguil, 2016.



ter this is to ensure distributional neutrality over time—transfers to a specific country are to be offset after some years, as would be the case with an insurance pool. The insurance pool analogy implies that there should be *ex ante* rules and little scope for discretion in implementation, which may increase political buy in but could limit the scope and effectiveness of the policy response.

The third challenge is to limit moral hazard. This challenge is not specific to the euro zone, as any fiscal policy decision raises moral hazard risk. Specifically, area-wide stabilization efforts could undermine incentives for sound national policymaking. For example, they could postpone the implementation of the deep structural reforms that are politically challenging but necessary for a country's long-term sustainability. Relatedly, some euro members could try to free ride, or game the system—by skewing the parameters or violating common principles to increase transfers in their favor. Thus, proposals for stepped up fiscal integration in the Eurozone generally incorporate specific features to limit moral hazard, like *ex ante* conditionality (e.g., in national fiscal governance), tight supervision procedures, and sanctions for errant governments. Another option is area-wide conditionality: some euro members, including Germany, think that before further fiscal integration, tougher rules and sanctions should be added to the existing fiscal surveillance framework. There is however a tension between conditioned access and effectiveness: tight access conditionality would limit the cases where common action would be needed, but the common currency may not survive until a sufficient number of countries meet entry requirements, if they are too strict.

A fourth, related challenge relates to coverage—whether participation should be mandatory for all euro members or only voluntary (and in that latter case, conditioned). Leaving every euro members free to opt out would make fiscal integration politically acceptable to everyone. However, as in all insurance schemes, a larger pool of insured countries is better than a smaller pool for risk mitigation, credibility and impact. In addition, mandatory participation would avoid adverse selection, whereby only those with a higher probability of requiring help will participate. In fact, participation in stabilization schemes is mandatory in federations such as the US and Switzerland.

The last (but not lesser) of the challenges relates to the legal and institutional context. The legal setup for the euro is opaque and not fully functional. The Treaty that created the euro did not establish the euro area as a legal entity separate from the European Union.¹⁴ As a result, there is no specific euro Parliament, or separate chamber under the European Parliament for the Eurozone; and no separate euro executive institution, beyond the sum of the governments of its members (the Euro group). Fiscal union proposals often conflate the two groups (Eurozone and EU members), although their interest in the matter is clearly of a different nature. Further, euro governance rests on texts of a heterogeneous legal nature (Commission directives and regulations applying to all EU members and intergovernmental treaties of varying coverage). Voting modalities vary according to the legal framework, from simple to qualified to reverse qualified

¹⁴ The underlying rationale was that all EU members would eventually adopt the euro, but that clearly did not come to pass. For details on the legal set up, see Allard and others, 2013 and Perrut, 2016.



majority, depending on the cases. This makes the discussion and setup of euro-specific initiatives even more difficult than required. It hampers decision-making, apart from creating great confusion among the public.

9.3. THE OPTIONS ON THE TABLE BEFORE THE BREXIT VOTE

As mentioned, many library shelves would be necessary to fit all the proposals to enhance fiscal stabilization in Europe. It is not a new concept: it emerged in the 1970s with the MacDougall report. But the range of proposals has widened since then, offering quite different contours and modalities.

This section arranges the proposals in four broad groupings and summarizes their principal features. The first option—a Euro Minister of Finance with a common budget—constitutes the broadest and more ambitious proposal, because it entails both sovereignty and risk sharing; it also has the largest stabilization potential. The following three options largely focus on risk sharing, with only limited sovereignty sharing: one envisions a financing facility through shared debt instruments, and the other two propose to set up insurance funds, against growth shocks or against employment shocks. All these proposals are not necessarily mutually exclusive: the least demanding schemes could be seen as first steps before the adoption of more demanding arrangements. A number of proposals in fact propose combining several of these options in different ways.

9.3.1. *A MINISTER OF FINANCE AND A COMMON FISCAL CAPACITY FOR THE EURO AREA*

This is the most ambitious of the fiscal integration options, as it would entail the most extensive sovereignty and risk sharing. It comprises two basic parts: an institutional part, through the creation of a common ministry; and an operational instrument, the common budget. Although both parts are clearly complementary, some economists have focused on one rather than the other. In the aftermath of the crisis, many studies concentrated on the design of a common budget, mostly for stabilization purposes.¹⁵ The idea of a finance minister for the euro area was first put forward in 2011 by Jean Claude Trichet, then president of the ECB. After falling in relative obscurity, it has been brought back to the fiscal union debate since the protracted negotiations over Greece.¹⁶ ECB officials have been prominent advocates of this option, which would provide their institution with a well-defined institutional counterpart in the fiscal and economic area.

The Finance Minister for the euro area would receive quite extensive powers. The Minister would basically wear two hats: he/she would be responsible for leading economic policies for the Eurozone, helping with stabilization as needed; and he/she would

¹⁵ See for example Wolff, 2012, Enderlein et al, 2012; Juncker and others, 2015.

¹⁶ See for example Coeuré, 2015, and Enderlein and Haas, 2015.



also oversee the coordination of the national economic policies of the members, and enforce Eurozone's rules in case of non compliance, including through sanctions. The goal is to create an institution that would be able to rise above national interests to safeguard the economic interests of the currency union, thus opening a space for economic policy design and implementation for the euro area as a whole, rather than the simple sum of its members.

The position of Finance Minister for the Eurozone would have a supranational basis, which calls for clear political accountability. The intergovernmental format of euro governance has repeatedly shown its limits, most notably with the long and acrimonious debates around the provision of financial support to Greece, and more recently with the Juncker plan. The Finance Minister position could be created by merging the presidency of the Eurogroup with the Vice-Presidency of the Commission responsible for the euro. The Minister would be appointed by the Council, or by both the Council and the President of the Commission. He/she would be approved by, and accountable to, the European Parliament. National Parliaments may need to be involved in some way, although disentangling the respective responsibilities of the European and national Parliaments in this regard could be rather tricky.

The Finance Ministry for the euro area would manage a common budget, or a common fiscal capacity.¹⁷ In line with the subsidiarity principle, the euro budget would not entail redistribution or income equalization measures; thus, it would be significantly smaller than federal budgets in existing federations, but substantially larger than the current EU budget. It has been estimated that mitigating growth shocks in one major euro country or a group of closely integrated ones would require at the minimum a budget of about 2-3 percent of euro zone GDP.¹⁸

Although different proposals see varying scope for the euro fiscal capacity, the most frequent view is that it would fund European public goods in the public infrastructure and energy areas. Overall spending could be neutral (proportional to each country's weight) or targeted (where spillovers would be largest). The euro fiscal capacity could provide area-wide stabilization by adjusting its operations flexibly in the face of shocks. In many existing federations, the central government retains an important role in financing infrastructure and uses such outlays as a counter cyclical tool. The euro budget could provide a backstop for the European banking union. It could also be used to support the implementation of structural reforms. Some proposals envision the common stabilization budget as the embryo to a larger federal budget down the line.

Funding for the euro budget could come from contributions from national budgets or from a common euro area tax.¹⁹ Both propositions are politically challenging, given already high taxation levels in the Eurozone and the tight budget situations in most euro

¹⁷ The term «fiscal capacity» is used to reflect the fact that the delegation of fiscal competences to the center would be limited, and certainly less than those usually associated with a traditional budget.

¹⁸ Wolff, 2012; and Allard and others, 2013. In comparison, the total resources of the ESM/EFSD would top at 700 billion euros, or about 7.5 percent of the Eurozone's GDP.

¹⁹ A financial transaction tax has been most often mentioned but its proceeds, estimated at 0.3-0.4 percent of the euro zone's GDP, would be insufficient to fund a meaningful common budget. Alternative sources of revenue could include taxes on value added or on CO2 emissions.



members. Technically, earmarking a given share of proceeds from cyclically sensitive taxes would be the most efficient option, since in that case the revenue itself becomes part of the stabilization instrument, as countries hit by negative shocks would automatically contribute less to the common budget. But pooled contributions, along the lines of the current funding of the ESM, would likely be more attractive politically.

A Finance Minister and fiscal capacity for the euro area is the most straightforward yet the most challenging choice for fiscal integration. It would foster the implementation of flexible policies that would be consistent both at the area-wide and the national levels. Enhanced sovereignty sharing, by granting sanctioning powers to the Minister, could limit moral hazard. Participation could be made conditional upon meeting specified fiscal governance criteria, although this would constrain the scope and thus the effectiveness of the plan. It would be difficult to prevent the common budget from delivering some degree of redistribution across members. But most crucially, establishing a Finance Minister for the euro zone would call for extensive institutional and political rearrangements. It would require extensive Treaty changes (amendments to existing EU Treaties) or a brand new Treaty. As such, it remains the most challenging of the options on the table. Some only envision it as a medium or long-term goal, often as the last step after the implementation of less ambitious, more circumscribed options.

9.3.2. COMMON DEBT INSTRUMENTS

Shared debt instruments have been put forward quite early after the onset of the crisis as a way to increase fiscal risk sharing in the Eurozone. They would allow a euro member to borrow with the implicit guarantee of other members, even when it faces a situation of stress. Different schemes have been proposed; they vary in terms of maturity, coverage, duration and seniority of the shared securities. Some proposals only envision temporary instruments, aimed mostly at solving the legacy of the recent sovereign debt crisis.²⁰ Others have a more permanent nature. For example, Eurobonds would be issued jointly by members of the euro zone up to a given share of their debt. Blue and red bonds would be tranching and backed by guarantees. Eurobills would limit joint issuance to one-year maturity. European safe bonds (ESBies) would be union-wide safe assets without joint liability that would emerge from the repackaging of a euro sovereign debt into tranching (senior and junior) CDO-like obligations.²¹ These are only the most discussed options; there are many others.

²⁰ For example, the debt redemption fund proposed by German Council of Economic Experts, 2011 is a temporary mechanism to ease sovereign funding costs in the near term, with a return to the rules-only framework after that. Debt restructuring mechanisms have a component of fiscal sharing, but given their mostly financial character, they are not discussed here.

²¹ See, respectively, Enderlein and others, 2013; Delpla and von Weizsäcker, 2010; Phillipon and Helwig, 2011; and Brunnermeier and others, 2011. The ESBies do not really constitute fiscal risk sharing as they do not entail joint liability: the ESBies would be the senior tranche on interest and principal repayments; the junior tranche would be EJBies, riskier and to take the hit if one or more sovereigns default.



From a risk mitigation point of view, shared debt instruments would have many advantages. They would combine fiscal and financial stabilization with crisis prevention. As long as joint debt instruments only cover part of a country's refinancing needs, they keep market pressure on policymakers but give them time for effective reforms. In addition to reducing the risk of sovereign debt crises, they would weaken the fateful sovereign-bank loop, since all banks would be exposed to the same Eurozone-wide risk. They would also provide the Eurozone with a shared safe asset, and thus deepen financial integration and reinforce financial stability in the Eurozone.²²

Compared to a common budget, joint debt instruments would not require Treaty changes and would call for a relatively smaller institutional build-up. A dedicated institution, like a common debt agency, would be needed to issue the shared bonds (or repackage existing bonds into new shared securities). But a common debt agency could be easily embedded in the ESM, obviating the need for a separate institutional setup.

However, common debt instruments would call for an extensive governance structure to limit moral hazard. Access to joint debt instruments would be capped (up to a given share of a country's debt or GDP), with access above that level conditional to budgetary reforms and/or a temporary transfer of budgetary oversight to a central authority. In a more demanding format, participation to joint issuance schemes would be conditional on certain pre-requirements, like meeting certain criteria on economic governance and budgetary discipline. However, participation to the scheme would have to be broad enough to ensure a large, liquid market and avoid adverse selection.

Proposals for common debt instruments were widely discussed in the first years of the crisis but failed to get implemented, mainly because of perceived moral hazard risks. Shared debt instruments were seen as a back-door way to bail out insolvent countries while relieving them of their need to reform. Second, and most critically, they were seen as an open-ended commitment that could entail potentially large financing obligations for the less vulnerable euro members. In all, ceiling caps and other conditionality included in the proposals were seen as insufficient to control moral hazard, and even the relatively less committal EsBies have yet failed to see the light of day.

9.3.3. A COMMON STABILIZATION FUND

A common stabilization fund would largely function like an insurance fund. It would be separate from the EU budget, financed from regular contributions from member states, and would disburse its support to those members hit by a strong negative shock (mitigating the impact of small shocks would remain a purely national responsibility): like an insurance pool, contributions accumulated in good times would be paid out to participating countries in tough times.²³

²² For example, if euro members were to convert up their sovereign debt into shared debt instruments up to 10 percentage points of their GDP, this would create a pool of safe assets of about 930 billion euros, about half of the current size of the Bund market.

²³ Enderlein, Guttenberg and Speiss, 2013; Furcieri and Zdiniecka, 2013.



In principle, a stabilization fund should be simple to set up and manage. It would not have to be large: as mentioned, it has been estimated that resources equivalent to about 2 percent of euro zone GDP should be sufficient to alleviate the impact of negative shocks. It would be lighter to manage than a full-fledged euro area budget because it would not involve any devolution of taxes or spending responsibilities—thus much less sovereignty sharing. It would require little institutional build-up—certainly less than the common budget: it should not require Treaty changes, as no transfer of competence or authority to a new federal institution would be needed. Also, unlike the budget, it would act as a fully automatic stabilizer, with symmetric effects (more room for stabilization in a downturn matched with constrained fiscal space in an upswing) calling for no discretionary policy decision. This should facilitate business cycle convergence across the Eurozone.

The stabilization fund option is theoretically appealing but has proven challenging in practice, because of moral hazard as well as technical issues. A stabilization fund would raise moral hazard risks broadly similar to those of the euro budget. Countries could delay or even avoid necessary adjustments in the face of shocks, relying on the fund to provide support. Also, there would be little control of how the transfers would be spent, although this could be addressed by linking the payments to certain decisions, like a reduction in payroll taxes or the execution of structural reforms.

Technical issues are equally if not more challenging. A key problem is the choice of the yardstick to trigger fund support. Deviations from potential output growth would seem like a good instrument, as large output gaps are by definition temporary and neutral over the business cycle, thus ensuring budget neutrality over time. But potential output is a non observable variable; its estimates can vary widely, depending on the methodology chosen. They can be disputed, depriving the mechanism of much needed political legitimacy. It is also often difficult to disentangle, in real time, temporary shocks from permanent shocks, and exogenous shocks from policy shocks. Simpler disbursement rules have been proposed, such as the deviation from average growth in the Eurozone, but they raise other challenges, such as the often-large changes between provisional and definitive growth data. In both cases, technical miscalculations could lead the scheme to deliver more permanent transfers than warranted, putting the fund's integrity at risk.²⁴ Ex-post corrections to transfers could be considered, but all these requirements would make the parameters of the fund difficult to communicate to the public, hampering transparency and accountability.²⁵

²⁴ Also, if all countries were to record negative output gaps at the same time, the system would no longer be funded.

²⁵ A narrower proposal for a stabilization fund would only aim at reducing the large differences in sovereign funding costs between euro members through an outright interest burden equalization scheme, whereby countries experiencing large deviations of their interest rate on sovereign bonds would receive commensurate budget support. Enderlein and others, 2012.



9.3.4. A COMMON UNEMPLOYMENT INSURANCE SYSTEM

A common unemployment insurance system is the narrowest and least ambitious of the proposals for fiscal integration in the Eurozone. It is also the most studied to date. The concept is not new—it was already present in the 1975 Margolin report; yet a whole array of versions, each with different parameters, has been put forward in recent years—some quite detailed.²⁶

A common unemployment insurance system is generally seen as a complement, not a substitute, for national systems. This would obviate the need of a full harmonization of labor markets and national insurance systems, which now differ widely in their key parameters (such as insurance rates, and the size and duration of payments). A common system could live with only partial harmonization if it were to run in parallel with national systems through which some countries would provide more generous benefits with their own additional, separate funding. Setting up a common unemployment insurance scheme could go hand-in-hand with longer-term efforts to enhance and harmonize labor market arrangements across countries.

Two main options have been envisioned for common unemployment insurance: the provision of short-term benefits (e.g., up to one year), with national systems handling long-term unemployment and other idiosyncratic issues; or alternatively, a re-insurance system, activated only in the case of large shocks.

A euro-wide unemployment insurance system would have many benefits. It would act as an area-wide automatic stabilizer: countries suffering a marked rise in unemployment would receive transfers from unaffected countries without the call for active policy decisions—the funding and the provision of unemployment benefits are highly related to the cycle. The same thing happens now within each country, with regions suffering from an unemployment surge receive transfers from other unaffected regions. Indeed, in most existing federations, unemployment insurance is at least in part centralized.²⁷ According to various studies, unemployment insurance schemes do have a meaningful income smoothing impact, even though focusing benefits on short-term or large shocks would reduce its scope.

Euro-wide unemployment insurance would be relatively straightforward to set up. All EU members have national unemployment insurance systems in place, so creating a centralized system would require only limited additional build-up. It would involve limited sovereignty sharing and would not require Treaty changes. In addition, by focusing on unemployment, a highly identifiable variable, a common unemployment insurance fund is likely to be more understandable and acceptable to the public than the other fiscal integration options.

However, implementation has been held back by the fear of distributional biases. With shared unemployment insurance, countries with more efficient labor market institutions could end up permanently supporting countries with more rigid labor ones—a non trivial risk, given the wide differences between national labor market regimes and

²⁶ For a summary see Beblavy and others, 2015.

²⁷ Cottarelli and Guerguil, 2014.



structural unemployment rates across the Eurozone. The complementary nature and narrowly-defined scope of area-wide unemployment benefits would limit that risk to a great extent and still achieve relatively broad cross-country coverage. In addition, to prevent permanent net transfers, claw-back mechanisms could be instituted, whereby national contributions to the fund would vary according to the net balance of past contributions over a given period—countries having systematically received net transfers from the fund would see the contributions increase accordingly.

9.3.5. *WHERE DID WE STAND BEFORE THE BREXIT VOTE?*

In spite of a growing menu of proposals and extensive debate over the past decades, fiscal integration in the Eurozone is still at square one. Academic research on fiscal integration in Europe has intensified since the crisis. Since most politicians are petrified at the idea of Treaty changes, the search has largely been for options that would avoid them and limit sovereignty sharing. At the same time, relatively elaborate technical mechanisms have been designed to mitigate moral hazard and overcome political reluctance to increase risk sharing. But there is a tension between technical sophistication and transparency and accountability. If the mitigating features are seen as too complex, political acceptance could well be reduced, particularly in a context of growing mistrust toward other euro members and toward European institutions.

The shifts in Eurozone economic governance towards more intergovernmental management have not helped the case of fiscal integration. Recent reforms have taken the form of intergovernmental agreements, rather than supranational legislation. Unfortunately, this approach has not encouraged governments to take ownership of intergovernmental decisions at the national level.²⁸ Rather, national politicians have often used European integration as the scapegoat for everything that went wrong on the economic and social front.²⁹ Further, there has been a trend toward a renationalization of policies, with national decision-making bodies increasingly challenging the legitimacy of decisions taken at the European level. Nonetheless, most politicians are unwilling to reopen discussions on arrangements that they see as the unsteady outcome of years of difficult compromises. As gloomily summarized in a recent paper on the European project at large, «there is no desire to go backward, no interest in going forward, but it is economically unsustainable to stay still».³⁰

9.4. FISCAL PRIORITIES AFTER THE BREXIT VOTE

On June 23, 2016, to the surprise of most observers, British voters chose to leave the EU. The world is still coming to terms with this decision, and it would be hazardous

²⁸ Coeuré, 2015.

²⁹ For example, European integration has been blamed for the implementation of adjustment policies that would have been necessary, and likely even more stringent, without it; and paradoxically, European institutions were also blamed for their weakness in enforcing these adjustment policies effectively.

³⁰ Guiso and others, 2014.



to predict what shape the EU will take after Brexit is finalized. The departure of the UK will not, however, change the current quandary of the Eurozone: it will remain an incomplete monetary union, with suboptimal policy instruments to foster growth and mitigate shocks. Against that background, it is interesting to look at the immediate impact that the Brexit vote has had on the debate on the future steps for the Eurozone, and particularly its fiscal dimensions.

Although it may still be early to grasp the full picture, the Brexit vote seem to have generated broadly three types of responses as regards fiscal integration in the euro zone. We will call them the consolidate, the accelerate, and the stimulate options.

- *The consolidate (or cautious) option* seeks to secure existing arrangements, leaving more ambitious plans for later. It argues that the fundamental architecture of the Eurozone is already in place, and the priority should be to ensure that it can withstand a crisis. At this juncture, more ambitious moves towards increased risk sharing and better political representation could call into question support for the monetary union, so they should be left for later. Efforts should center on the reforms that are most necessary for stability and that present the least political difficulty.³¹ In the fiscal area, these include providing a fiscal backstop to the banking union, reforming the fiscal rules system to increase its effectiveness, and giving the ESM more financial resources, more flexibility, and if possible a public debt restructuring mechanism (a number of options are already on the table).³² ESM reforms are politically more demanding, but crucially needed for its credibility in the face of a crisis.
- *The stimulate (or social) option* is concerned with the social undertones of the Brexit vote.³³ It argues that the Eurozone's economic model has been neglectful of the inevitable «losers» of integration: fiscal rules have reduced the capacity of national governments to provide social protection, while EU regional funds, supposed to support the less advantaged regions, are tiny.³⁴ More effective corrective mechanisms are needed, at the Eurozone level, to cushion the negative effects of integration and prevent further backlash. These would include fostering better harmonized and more redistributive tax systems, better demand management through higher public investment, and better funding of regional policy.³⁵
- *The accelerate (or quantum leap) option* sees the vote for Brexit as a unique opportunity to usher in more ambitious political and institutional reforms in the Eurozone—in line with the «integration by crisis» model associated with the European project so far. The UK is not a member of the Eurozone; it has been reluctant to take part in any EU initiative that would involve further integration

³¹ Along these lines, see in particular Resiliency Authors, 2016; and Enderlein and others, 2016.

³² For a detailed proposal and a summary of other options, see Andritsky and others, 2016.

³³ See among others De Grawe, 2016 and Terzi, 2016.

³⁴ In the 2014-2020 budget, they account for barely 0.4 percent of EU GDP.

³⁵ The need for renegotiation of the EU budget following the Brexit decision will provide the chance to review the budget's non-transparent revenue system and its plethora of rebates and other special rules, and to revisit the distribution of expenditures to maximize their growth-enhancing impact.



or sovereignty transfer, so its absence could make agreement around a «continental» economic model easier to reach. The proponents of this view come largely from the political realm and their focus is mostly on political integration, but they also advocate closer fiscal integration and a common budget, for example for security issues.³⁶ They acknowledge that actual progress would only be possible after the coming Italian, French and German elections in 2017, but they would want the issue to weigh on the political debates as of now.

As was the case for the fiscal integration proposals discussed above, the three paths are not mutually incompatible. They reflect a different ranking of concerns regarding the future of the Eurozone. The consolidate option rates higher the risk of a financial crisis that would take Euro institutions unprepared and could unravel the whole euro project. The stimulate option reflects stronger concerns about the risk of growing social tensions that would undermine support for the common currency and renationalize policy making. The accelerate option is more focused on the absence of political leadership, which it sees at the roots of the declining enthusiasm for the European project. Unfortunately, all three risks constitute clear and present dangers at this time.

There is also a fourth, silent option: that of business as usual. In a fragile economic context, and with fraying political alliances, many policy makers may well prefer to continue to wait and see. In addition, the EU world is likely to be completely enthralled with Brexit for many years. Negotiations will consume a lot of political time and energy and could distract from continuing, yet less conspicuous issues such as the design of an adequate common fiscal policy stance and the cleaning up of banks' balance sheets.

Against that background, two actions seem particularly urgent in the area of public finance to preserve economic and social stability in the Eurozone:

- **First, provide a credible common backstop to the banking union.** This is critical not only as a crisis resolution mechanism but also to boost confidence and give a clear signal of commitment to area-wide financial stability. The establishment of the SSM and SRM were important milestones but doubts remain as to their viability. *Ex ante* assurances that the SRF could rely on a joint, and thus ample, fiscal backstop if private contributions were to prove insufficient would go a long way in addressing this gap. A credit line from the ESM to the SRF could be envisaged as a bridge to a more permanent fiscal backstop. Boosting the financial resources and flexibility of the ESM would also be desirable, but the political capital necessary for such an outcome could be more usefully spent on the second priority, which is:
- **Second, reform the fiscal policy framework to boost growth and social support.** In the current context, the narrow focus of the fiscal rules on debt and deficit reduc-

³⁶ See for example Gabriel and Schultz, 2016; and Ayrault and Steinmeier, 2016.



tion runs the risk of perpetuating low growth in the Eurozone. While excessive debt levels are not desirable, excessive austerity can have even worse effects. The EFSI should be turned into a more dynamic financing vehicle for area-wide public and private investment, and the fiscal rule framework should be amended to exempt at least some public investment from the calculation of deficits and debt.³⁷

But these actions will only postpone the day of reckoning. Greater fiscal integration remains necessary to ensure better growth and job creation and prevent the development of excessive imbalances and fragilities in the Eurozone. This inevitably will require sharing more sovereignty over time, and more joint decision-making on budget and other economic policies, together with stronger democratic representation and accountability for the Eurozone—as an entity that is distinct from the European Union. Technical artifacts can facilitate transitions, but they should not hide the direction of the journey. Unfortunately, most Eurozone leaders have tended to blur this message. In another case of the tragedy of the commons, they have tended to take the benefits of the euro for granted, without acknowledging the shared responsibility it implies. It can only be hoped that the Brexit vote will be a wake up call that will put the discussion of fiscal integration options on a more realistic footing, and pave the way for effective consensus building on this as well as shared other economic policies in the Eurozone.

BIBLIOGRAPHY

- Allard, Céline, Petya Koeva Brooks, John C. Bluedorn, Fabian Bornhorst, Katharine Christopherson, Franziska Ohnsorge, Tigran Poghosyan, and an IMF staff team, *Toward a Fiscal Union for the Euro Area*, IMF Staff Discussion Note, SDN/13/09, September 2013.
- Andritzky, Jochen, Désirée Christofzik, Lars Feld, and Uwe Scheuering, *A Mechanism to Regulate Sovereign Debt Restructuring in the Euro Area*, German Council of Economic Experts, Working Paper 04/2016, July 2016.
- Ayrault, Jean-Marc and Frank-Walter Steinmeier, *Europe in a World of Uncertainties*, Voltaire Network, 17 June 2016.
- Beblavy, Miroslav, Gabriele Marconi and Ilaria Maseeli, *A European Unemployment Benefits Scheme: The Rationale and the Challenges Ahead*, CEPS Special Report No. 119/September 2015.
- Brunnermeier, Markus, Luis Garicano, Philip R. Lane, Marco Pagnano, Ricardo Reis, Tano Santos, Stijn van Nieuwerburgh, and Dmitri Vayanos, *ESBies: A Realistic Reform of Europe's Financial Architecture*, VoxEU, 2011.
- Claes, Gregory and Alvaro Leandro, *Assessing the Juncker Plan after One Year*, Bruegel, 27 May 2016.
- Cottarelli, C and M. Guerguil, eds., *Designing a European Fiscal Union: Lessons from the Experience of Fiscal Federations*, Routledge: London, 2014.



- Coeuré, Benoit, *Drawing Lessons from the Crisis for the Future of the Euro Area*, Speech at Ambassadors Week, Paris, 27 August 2015.
- De Grawe, Paul, *The EU Should Take the Side of the Losers of Globalization*, Social Europe, 4 July 2016.
- Delpla, Jacques, and Jacob Von Weizsacker, *The Blue Bond Proposal*, Bruegel policy brief 420, 2010.
- Enderlein, Henrik, Peter Bofinger, Laurence Boone, Paul de Grawe, J-C Piris, Jean Pisani-Ferry, Maria Joao Rodrigues, André Sapir and Antonio Vitorino, *Completing the Euro. A Road Map towards Fiscal Union in Europe*, Report of the Tommaso Padoa-Schioppa Group, Notre Europe, 2012.
- Enderlein, Henrik, Lucas Guttenberg and Jann Speiss, *Blueprint for a Cyclical Shock Insurance in the Euro Area*, Notre Europe, 2013.
- Enderlein, Henrik and Jörg Haas, *What Would a European Finance Minister do? A Proposal*, Jacques Delors Institute, Policy paper 145, October 2015.
- Enderlein, Henrik, Enrico Letta, Jorg Asmussen, Laurence Boone, Art De Geus, Pascal Lamy, Philippe Maystadt, Maria Joao Rodrigues, Gertrude Tumpel-Gugerell and Antonio Vitorino, *Repair and Prepare: Growth and the Euro After Brexit*, Gutersloh, Berlin, Paris: Bertelsmann Stiftung, Jacques Delors Institut-Berlin and Jacques Delors Institute in Paris, 2016.
- European Commission, *Report of the Study Group on the Role of Public Finance in European Integration*, 1977.
- European Commission, *Standard Eurobarometer 85*, first results, Spring 2016.
- Furceri, Davide and A. Zdzienicka, *The Euro Area Crisis: Need for a Supranational Fiscal Risk Sharing Mechanism?*, IMF Working Paper, 2013.
- Gabriel, Sigmar and Martin Schulz, *Europa neu gründen*, Strategy Paper, 24 June 2016.
- German Council of Economic Experts, *A European Redemption Pact*, VoxEU, 2011.
- Guerguil, Martine, Pierre Mandon and René Tapsoba, *Flexible Fiscal Rules and Countercyclical Fiscal Policy*, IMF Working Paper, WP/16/08, 2016.
- Guiso, Luigi, Paola Sapienza and Luis Zingales, *Monnet's Error?*, paper presented at the Brookings Panel on Economic Activity, Fall 2014.
- Juncker, J.C., D. Tusk, J. Dijsselbloem, M. Draghi and M. Schultz, *Completing Europe's Economic and Monetary Union*, Economic Commission: Brussels, 2015.
- Oates, Wllace, *The Theory of Public Finance in a Federal System*, Canadian Journal of Economics, 1968.
- Perrut, Dominique, *Strengthening Economic Governance of the Euro*, European Issues No.395, Fondation Robert Schuman Policy Paper, 7 May 2016.
- Philippson, Thomas and Christian Hellwig, *Eurobills, not Eurobonds*, VoxEU, 2011.
- Pisani-Ferry, Jean (2012), *The Known Unknowns and the Unknown Unknowns of EMU*, Bruegel Policy Contribution, Issue 2012/18, Bruegel: Brussels.
- Resiliency Authors, *Making the Eurozone more resilient: What is needed now and what can wait?*, VoxEU, 27 June 2016.



Terzi, A., *How to Make the Single Market More Inclusive after Brexit*, Bruegel, 18 August 2016.

Wolff, Guntram, *A Budget for Europe's Monetary Union*, Bruegel policy contribution, 2012.



10. INSTITUCIONES PARA LA UNIÓN FISCAL EUROPEA

JOSÉ LUIS ESCRIVÁ¹

EXECUTIVE SUMMARY

Fiscal union in Europe is a bit like the Arlesian of Alphonse Daudet's theater play: everybody talks about it, everybody has an idea of how it should look like, but it is nowhere to be seen. This chapter argues that stepped up fiscal integration is a necessity for the economic stability of the Eurozone. The Maastricht+ arrangements now in place, with enhanced surveillance, a partial banking union and a conditional emergency liquidity facility, will be insufficient to mitigate the impact of future large shocks. Worse: the current arrangements are unlikely to shepherd the much-needed recovery in investment and employment, and continued lackluster social and economic outcomes will erode support for the common currency.

Many options have been articulated, some in great detail, to enhance area-wide fiscal stabilization. They range from the most extensive and ambitious, establishing a Finance Minister and common budget, to more modest options like joint debt instruments or common insurance funds against growth or unemployment shocks. However, none of these options has so far been able to overcome pervasive reluctance to increased risk and sovereignty sharing.

In the aftermath of the Brexit vote, new paths have been put forward for stepped up integration: the «consolidate» option seeks to secure existing arrangements and bolster protection against a financial crisis; the «stimulate» option seeks to boost growth and social protection to prevent further anti-integration backlash; and the «quantum leap» option seeks to take advantage of the Brexit vote to introduce more ambitious political and institutional reforms. There is however a significant risk that a wait-and-see path prevail, at high costs for the euro project. To avoid this outcome, decisions should be taken urgently to contain the most important risks revealed by the Brexit vote. In the fiscal area, these should include providing a fiscal backstop for the banking union to mitigate economic risks, and reforming the fiscal rule framework to boost public investment

¹ Presidente de la AIREF.



and reduce social tensions. But these will only postpone the day of reckoning: greater fiscal integration remains necessary, hopefully sooner than later, to provide stability to the monetary union.

RESUMEN (EN CASTELLANO)

La unión fiscal europea es un poco como la arlesiana de la obra teatral de Alphonse Daudet: todo el mundo habla de ella, todo el mundo tiene su idea de cómo debe ser, pero nunca sube al escenario. El argumento central de este capítulo es que una mayor integración fiscal es un requisito para la estabilidad de la zona del euro. Las recientes reformas de los acuerdos de Maastricht van en la buena dirección: se ha reforzado la vigilancia macroeconómica, se han sentado las bases de una unión bancaria, y se ha establecido una ventanilla para préstamos de emergencia en caso de crisis. Pero estos cambios no procurarán suficiente protección frente a choques fuertes o prolongados. Peor aún: es poco probable que faciliten el repunte de la inversión y del empleo que tanto se necesita, en tanto que el contexto económico desalentador diluye cada vez más el apoyo a la moneda común.

Se han avanzado muchas propuestas para aumentar la integración fiscal en la zona del euro: algunas muy ambiciosas, como establecer un Ministro de Hacienda y un presupuesto común, y otras más modestas, como contratar deuda en forma conjunta o crear fondos de seguros comunes contra los shocks de crecimiento o el desempleo. Sin embargo, ninguna de estas opciones ha sido hasta ahora capaz de superar la reticencia casi endémica a compartir los riesgos, y la toma de decisiones, entre todos los países miembros.

Desde que la mayoría de los ciudadanos del Reino Unido optaron por salir de la Unión Europea, el debate sobre la integración fiscal en la zona euro se ha organizado alrededor de tres grandes líneas: la de la consolidación, que busca afianzar los acuerdos existentes para reforzar la protección contra una crisis financiera; la del «empujón», que busca promover el crecimiento y la protección social para evitar un rechazo aun mayor del proyecto de integración europea; y la del «salto cuántico», que quiere usar el choque del Brexit para introducir reformas políticas e institucionales ambiciosas. Cada una refleja los riesgos que se perciben en el área financiero, social y político, respectivamente. No obstante, existe otro riesgo significativo: el de la inercia, de no hacer nada sino mantener el status quo. Con ello seguiría debilitándose la viabilidad política y económica del proyecto del euro. Es entonces urgente implementar medidas para a lo menos contener los riesgos más importantes revelados por el voto de Brexit. En el área fiscal, esto implica proveer un respaldo fiscal a la unión bancaria para mitigar los riesgos de una crisis financiera; y reformar el marco de reglas fiscales para impulsar la inversión pública y aliviar las tensiones sociales. Pero estas medidas sólo pospondrán el día del juicio: una mayor integración fiscal sigue siendo un requisito para una unión monetaria estable y próspera.

10.1. INTRODUCCIÓN

La crisis económica y financiera ha puesto al descubierto los fallos del modelo de gobernanza de la eurozona en un triple ámbito. En el ámbito financiero, se han puesto de



manifiesto las grandes dificultades para abordar los problemas de liquidez y solvencia de las entidades financieras en ausencia de una unión bancaria. En el económico, se han evidenciado los problemas de insuficiencia de crecimiento potencial y la carencia de mecanismos de absorción de shocks. Y en el fiscal, todos los mecanismos previstos en el Tratado para promover la disciplina fiscal han fallado. Ni el mercado, ni las reglas del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) han evitado el *free-riding*. La falta de credibilidad de la cláusula de no rescate (*no bail-out*) ha hecho que el mercado subestime el riesgo de los soberanos. La implementación del PEC ha estado salpicada de constantes incumplimientos, evidenciando un claro vértigo para llevarlo hasta sus últimas consecuencias. La reforma del PEC del 2005 ha sido, además, incapaz de promover políticas fiscales adecuadas en la fase expansiva asociada a una débil capacidad de diagnóstico con errores graves en la estimación de la posición fiscal subyacente de los países. La falta de incentivos para prevenir déficits excesivos y la débil voluntad política para hacerlo exigible (*enforcement*) han desencadenado una crisis del modelo de reglas que tampoco ha sido suplido por el mercado.

Existe consenso en que es necesario un nuevo modelo de gobernanza que haga frente a estos retos y problemas de manera conjunta y simultánea. Este artículo se centra exclusivamente en la vertiente fiscal, tratando de reflexionar sobre las reformas realizadas y la dirección que, en mi opinión, deberían tomar las que se hagan en el futuro. Para ello, se hace un repaso de la respuesta más inmediata a la crisis; se apuntan las perspectivas futuras a la vista del llamado «informe de los 5 Presidentes»²; se hace un balance; para terminar concluyendo con los elementos que creo necesarios para un buen marco de gobernanza fiscal.

Al evaluar lo realizado hasta la fecha, mi percepción es que se ha apostado por vías acertadas, como la promoción de la apropiación de la disciplina fiscal a nivel nacional (*national ownership*). Sin embargo, el futuro de la vía reformadora lo veo incierto y dubitativo. Desde mi punto de vista, la Unión Fiscal que se plantea en el «informe de los 5 Presidentes» en la que se acepta la mutualización de riesgos a cambio de la cesión de control al centro, solo podría ser factible en el muy largo plazo. Y, desde luego, en este momento, hay dudas de que haya voluntad real de avanzar aunque habrá que esperar al año que viene para ver la reacción a las propuestas de la Comisión en el anunciado Libro Blanco sobre la Unión Económica y Monetaria (UEM). Tampoco un modelo como el de EEUU, basado en la soberanía nacional de la política fiscal y en la credibilidad de la cláusula de *no bail-out*, y consiguiente posibilidad de quiebras de los Estados en su estado puro parece fácil de establecer en el corto plazo. Por tanto, creo que durante bastantes años seguiremos con un modelo híbrido en el que se mantendrá una elevada corresponsabilidad conjunta entre los países del euro (a través de los distintos mecanismos de apoyo creados en respuesta a la crisis, como el Mecanismo Europeo de Estabilidad-MEDE-) sin una cesión ambiciosa de soberanía al centro. Con estas perspectivas, en mi opinión, los elementos reformadores más urgentes y prome-

² The Five Presidents' Report: «Completing Europe's Economic and Monetary Union». Report by : Jean Claude Juncker, President of the European Commission, in close cooperation with: Donald Tusk (President of the European Council), Jeroen Dijsselbloem (President of the Eurogroup), Mario Draghi (President of the European Central Bank) y Martin Schulz (President of the European Parliament).



tedores son reforzar el compromiso nacional con una política fiscal sostenible y saneada que haga el control del centro menos necesario. Pero, también, reforzar el papel disciplinador del mercado. Para el primer objetivo, considero se debe apostar de manera decidida por reforzar los marcos fiscales nacionales, en los que, por supuesto, las instituciones fiscales independientes (IFIs) deben jugar un papel fundamental. Y para el segundo, hay que dar pasos para recuperar la credibilidad de la cláusula de no rescate, en un contexto en el también se refuerce la credibilidad de los principios originales del Tratado de Maastricht de prohibición de financiación monetaria de los déficits públicos y de ausencia de financiación privilegiada de los soberanos. Y, en mi opinión, en este debate sobre vías para recuperar la credibilidad de la cláusula de no rescate no se debe descartar la necesidad de contar con mecanismos de resolución ordenada y predecible de insolvencias de soberanos.

10.2. RESPUESTA A LA CRISIS

El fracaso de los mecanismos de disciplina fiscal previstos en el Tratado ha desencadenado la segunda gran reforma del PEC. Al igual que en 2005, las reformas aprobadas desde 2011, han centrado su atención en reforzar el poder del centro haciendo más estrictas las reglas fiscales de la Unión Europea (UE) y su sistema de supervisión por el Consejo. Sin embargo, las reformas post-crisis han combinado la continuidad de este enfoque centralizado con una apuesta decidida por la promoción de ciertos elementos descentralizadores, cuyo objetivo es lograr que la disciplina fiscal se incorpore de manera eficaz en las políticas económicas nacionales. Así, parte importante de las reformas pretenden mejorar los incentivos para que la cultura y prácticas de políticas fiscales saneadas, prudentes y sostenibles en el tiempo se incorporen a nivel de los Estados Miembros (EMs). A medida que se vaya avanzando en esta vía de *ownership* nacional, la supervisión por el centro sería menos necesaria. Este *ownership* nacional de la disciplina fiscal pasa así a ser un rasgo distintivo de esta segunda ola reformadora. Si bien hay que reconocer que ya en 2005 hubo un intento aunque muy tímido ya que se quedó en la mera petición de reglas fiscales a nivel nacional y en el reconocimiento del papel que pueden jugar instituciones fiscales independientes.

Tras la crisis se ha dado un gran salto cualitativo para reforzar el *ownership* de la disciplina fiscal. Primero, con la Directiva de 2011 sobre los Requisitos Aplicables a los Marcos Presupuestarios de los EMs. Y luego con su «*upgrading*» legal a través de las reformas introducidas por el denominado 2 Pack³ y el Fiscal Compact⁴ incluido en el llamado Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza de la UEM. La Directiva⁵ fija requisitos ambi-

³ En vigor desde mayo de 2013. Dos reglamentos para países euro. El relevante a efectos de política fiscal: 473/2013 sobre disposiciones comunes para el seguimiento y la evaluación de los proyectos de planes presupuestarios y para la corrección del déficit excesivo de los Estados Miembros de la zona del euro. Y el 472/2013 sobre reforzamiento de la supervisión económica y presupuestaria de los Estados Miembros de la zona del euro cuya estabilidad financiera experimente o corra riesgo de experimentar graves dificultades.

⁴ Acordado por el Consejo europeo en enero de 2012 y en vigor desde enero de 2013.

⁵ Fijaba diciembre 2013 como plazo para su transposición por los Estados Miembros.

ciosos en materias tan esenciales como las estadísticas presupuestarias, previsiones macroeconómicas, reglas presupuestarias numéricas nacionales, marcos presupuestarios de medio plazo, información sobre beneficios fiscales y pasivos contingentes, así como adecuados mecanismos de coordinación entre todos los subsectores de las administraciones públicas. Todos estos requisitos pretenden mejorar la calidad del proceso presupuestario nacional tanto en lo que se refiere a su planificación como al seguimiento y ejecución.

Es, por primera vez en esta directiva, cuando acertadamente se promueve la existencia de órganos independientes nacionales u órganos dotados de autonomía funcional con respecto de las autoridades presupuestarias de los EMs, a los que se encomienda el seguimiento efectivo y oportuno del cumplimiento de las reglas fiscales nacionales. Ciertamente, la directiva no incluye una definición clara de estos organismos por lo que hubo que esperar al Fiscal Compact⁶, en el que las IFIs quedaron encargadas del seguimiento del mecanismo corrector previsto en el mismo en base a unos principios comunes a establecer por la Comisión (ver recuadro 1). El 2 pack (sólo aplicable a países euro) supone el impulso definitivo a las IFIs. Se establece ya a nivel de Reglamento⁷ una definición expresa de organismo independiente y unas tareas mínimas que incluyen el seguimiento de las reglas nacionales así como comunitarias en la parte preventiva.

RECUADRO 1. PRINCIPIOS COMUNES APLICABLES A LOS MECANISMOS DE CORRECCIÓN PRESUPUESTARIA. FUNCIONES E INDEPENDENCIA DE LAS INSTITUCIONES DE SUPERVISIÓN

La credibilidad y transparencia del mecanismo corrector previsto en el Fiscal Compact contará con el respaldo de organismos independientes u organismos con autonomía funcional que actuarán como instituciones de supervisión. Los países deben cumplir o explicar públicamente por qué no atienden las evaluaciones de estos organismos que contarán con respaldo legal suficiente que asegure un elevado grado de autonomía funcional:

- i) un régimen jurídico basado en el Derecho;
- ii) la libertad frente a toda injerencia, en virtud de la cual los citados organismos no aceptarán instrucciones y podrán comunicar públicamente información oportuna;
- iii) unos procedimientos de nombramiento sobre la base de la experiencia y la competencia;
- iv) unos recursos adecuados y un acceso oportuno a la información para dar cumplimiento al mandato obtenido.

Fuente: Comunicación de la Comisión Europea, Junio 2012

⁶ El Fiscal Compact establece que las IFIs deben seguir el mecanismo corrector nacional en caso de desviaciones significativas con respecto al objetivo presupuestario de medio plazo (MTO por sus siglas en inglés) o de la senda de ajuste hacia el mismo.

⁷ 473/2013 sobre disposiciones comunes para el seguimiento y la evaluación de los proyectos de planes presupuestarios y para la corrección del déficit excesivo de los Estados Miembros de la zona del euro.

Obviamente, el resultado de toda esta normativa ha sido el muy rápido aumento en el número de IFIs de la UE tal que a día de hoy, con la excepción de Polonia y República Checa, todos los países cuentan (o están en proceso de contar) con una o varias instituciones que hacen un seguimiento de las reglas fiscales. Además, muchas de ellas, incluida la AIREF, también desempeñan funciones en relación con las previsiones macroeconómicas que subyacen en los planes fiscales nacionales de medio plazo y en los proyectos de presupuestos anuales, como requiere la nueva normativa⁸. Esta combinación de funciones, hace que muchas de las IFIs existentes en la UE sean un híbrido entre un modelo de inspiración anglosajona, con funciones eminentemente de análisis positivo, y un modelo de inspiración germánica, que pone el énfasis en el cumplimiento de las normas, en el que las IFIs se consideran garantes de las reglas nacionales y comunitarias.

Pero, como se ha indicado, la descentralización se ha combinado con un intento de reforzar también el enfoque centralizado, mediante numerosas modificaciones en la reglas y en los mecanismos para lograr su cumplimiento (*enforcement*). Sin ánimo de ser detallado en la descripción, en materia de reglas se introducen dos nuevas y se modifican las existentes:

- Nueva regla de gasto: se continúa con la línea del 2005 de modificar la parte preventiva del PEC para intentar que, efectivamente, las políticas fiscales persigan la disciplina fiscal a lo largo del ciclo, haciendo el ajuste más simétrico y se eviten así políticas pro-cíclicas. En 2005 se introdujo el concepto de saldo estructural, debiendo fijar cada EM el citado objetivo de medio plazo (MTO por sus siglas en inglés). En 2011, ante los más que evidentes problemas para identificar adecuadamente el componente estructural de los saldos presupuestarios, ante la necesidad de asegurar un ajuste más simétrico a lo largo del ciclo, y de que los ingresos extraordinarios y transitorios no se destinaran a aumentos del gasto, se introduce una «pseudoregla» de gasto que complementa al saldo estructural en el análisis de la posición de las finanzas públicas mientras se esté en la parte preventiva (déficit y deuda por debajo de los umbrales del 3% y del 60% del PIB, respectivamente).
- Nueva regla de deuda: que permite hacer operativo la apertura de un procedimiento de déficit excesivo por superar el umbral de deuda pública del 60% del PIB. Su incumplimiento está sujeto al mismo sistema de seguimiento y sanciones que en el caso de incumplimiento del objetivo de déficit público.
- Modificación de las reglas existentes con mayor atención hacia la sostenibilidad: las reglas hasta entonces existentes se hacen más exigentes y otorgan especial atención a la sostenibilidad fiscal. Por una parte, los firmantes del Fiscal Compact (todos menos República Checa y el Reino Unido) se comprometen a tener unos MTO más restrictivos cuando la posición de las finanzas públicas presenta riesgos de sostenibilidad. También la velocidad de convergencia hacia el MTO se modifica y se modula atendiendo a criterios de sostenibilidad.

⁸ De acuerdo con el citado Reglamento 473, estos documentos presupuestarios se tienen que basar en previsiones macroeconómicas independientes lo que implica que o bien deben haber sido producidas o bien avaladas por un organismo independiente.



Para mejorar el cumplimiento del PEC (*enforcement*), además de la citada descentralización mediante la promoción *ownership* nacional de la disciplina fiscal, se han reforzado los mecanismos de la parte preventiva del PEC y, muy especialmente, de la correctiva:

- En la parte preventiva lo más novedoso es que, por primera vez, se ha introducido un mecanismo de seguimiento para identificar desviaciones significativas con respecto a los MTO de cada EM y con posibilidad de sanciones para países euro.
- En la parte correctiva y para los países del euro, se limita la discrecionalidad del Consejo para decidir en materia de sanciones (mayoría cualificada inversa para su adopción) qué, además, se refuerzan. También se hacen más exigentes las obligaciones de información de todos los EMs sujetos a PDE: remitir informes y hacerlos públicos cada vez que se formula una recomendación para corregir el déficit excesivo, además de obligaciones de información adicionales y con una frecuencia cada vez más alta a medida que se avanza en el procedimiento. La Comisión podría pedir una auditoría de las cuentas públicas si lo considerara necesario. Se prevén misiones de la Comisión al EM para facilitar un diálogo permanente e incluso una supervisión reforzada cuando se está en etapas avanzadas del procedimiento. También se refuerza la autonomía de la Comisión, a la que se le permite emitir recomendaciones autónomas y, por tanto, sin necesidad de respaldo por el Consejo, cuando perciba riesgos en el cumplimiento del plazo para la corrección del déficit excesivo.

Finalmente, manteniendo la soberanía de los parlamentos nacionales, en este reforzamiento del centro se ha dado un paso muy destacado puesto que la supervisión comunitaria ha intentado llegar a los propios presupuestos nacionales anuales. Por una parte, se ha introducido un calendario común de presentación y aprobación de los presupuestos de la administración central. Pero más importante, la Comisión evalúa todos los otoños los llamados «*draft budgetary plans*» (DBP) que es un documento sintético y público con información sobre los objetivos y políticas fiscales del conjunto de las administraciones públicas y de sus subsectores que deben enviar los EMs antes del 15 de octubre. Además, el Eurogrupo hace pública su opinión sobre esta valoración de la Comisión mediante un *statement*. Esta reforma supone que la Comisión y Eurogrupo pueden identificar riesgos para el cumplimiento del PEC, sea en la parte preventiva o correctiva y, sugerir, en su caso, la necesidad de medidas adicionales.

10.3. PERSPECTIVAS: EL INFORME DE LOS 5 PRESIDENTES

Tras estas reformas, el «informe de los 5 Presidentes», de junio de 2015, trata de profundizar en la UEM con una perspectiva de medio y largo plazo e integrada con la intención de superar las urgencias derivadas de la profunda crisis económica e institucional de los últimos años y que han marcado los avances en los diferentes ámbitos de la gobernanza económica europea. Este documento ha sido formalmente elaborado por el Presidente de la Comisión, Jean Claude Juncker, en estrecha cooperación con los presidentes del Consejo Europeo, del Eurogrupo, del Banco Central Europeo y del Parlamento Europeo. Por lo tanto, es un documento programático que trata de apuntalar el debate sobre el futu-



ro del proyecto europeo a través de la iniciativa de las propias instituciones comunitarias. No obstante, hay que tener en cuenta que este informe también está avalado por los Estados Miembros en el Consejo Europeo de 25 y 26 de junio de 2015.

En líneas generales, el informe propone completar la UEM para 2025, diferenciando cuatro grandes áreas: Unión Económica, Unión Financiera, Unión Presupuestaria y Unión Política. En primer lugar, el informe contiene una visión del punto de llegada, es decir, cómo tiene que ser la UEM. Sin embargo, esta visión se limita a una enumeración de las funciones que idealmente la Unión debe ser capaz de cumplir, superando las deficiencias que la crisis puso de manifiesto. Además de destacar la relevancia política del proyecto europeo, propone la creación de mecanismos comunes para afrontar de manera conjunta futuras crisis con un coste menor al que se ha incurrido en la crisis previa. En este sentido, una mayor integración y convergencia en términos institucionales permitiría ofrecer una respuesta conjunta, mientras que unas economías más flexibles tendrían una capacidad mayor para adaptarse a posibles shocks asimétricos. En definitiva, nos encontramos con unos postulados con los que, en teoría, resulta complicado no mostrarse de acuerdo.

En segundo lugar, el informe presenta una hoja de ruta bastante abierta diferenciando dos etapas (véase recuadro 2). La primera etapa, hasta el 30 de junio de 2017, no implicaría grandes cambios en la gobernanza económica, sino que supondría el desarrollo y la aplicación del actual ordenamiento jurídico comunitario. Esta «profundización en la práctica» se basa principalmente en la aplicación de los instrumentos ya existentes para fomentar la competitividad, avanzar en las reformas estructurales y reforzar la sostenibilidad de las finanzas públicas. Adicionalmente, también se recogen algunas medidas adicionales como el establecimiento de un Consejo Fiscal europeo (CFE) y las autoridades de competitividad nacionales:

- En el primer caso, la Comisión decidió ya en octubre de 2015 dotarse de un Consejo fiscal asesor con una triple función: i) evaluar la implementación de la supervisión fiscal, incluyendo la consistencia horizontal, casos de grave incumplimiento, y adecuación de la orientación de la política fiscal (*fiscal stance*) del área euro y nacionales, pudiendo hacer propuestas sobre el futuro del marco de la Unión Fiscal; ii) asesorar sobre la orientación fiscal futura del área euro y la consistencia de las nacionales con ella; y iii) cooperar con las IFIs nacionales. El pasado 19 de octubre el colegio de comisarios nombró sus 5 miembros, habiendo designado como presidente a Niels Thygesen, profesor emérito de economía internacional en la Universidad de Copenhague y con una larga trayectoria académica y en la administración pública, destacando su participación como miembro independiente del Comité Delors. Se tiene intención de que empiece a operar este otoño.
- En el segundo, ya se ha adoptado una recomendación (respaldada por el Consejo europeo de junio de 2016) para que los países del euro cuenten con un Consejo Nacional de Productividad como tarde en año y medio. Podría haber más de un consejo por país, siempre que cumplan las esperadas funciones de diagnóstico y análisis de la evolución no solo de la competitividad sino también de la productividad así como análisis independientes de los retos en estos ámbitos. Se pretende que, como las IFIs, sean instituciones independientes con características similares en materia de independencia, medios, autonomía y análisis objetivo.

RECUADRO 2- HOJA DE RUTA DEL INFORME DE LOS CINCO PRESIDENTES

	Etapas 1 (hasta jun 2017)	Etapas 2 (a 2025)
Unión Fiscal	Creación de Consejo Fiscal Europeo	Mecanismo fiscal de estabilización
Unión Económica	Sistema de autoridades de competitividad Reforzar el procedimiento desequilibrios macro Mayor atención al empleo y cuestiones sociales Coordinación más estrecha de políticas económicas	Formalización del proceso de convergencia económica (vinculación y definición de estándares)
Unión Financiera	Completar la unión bancaria Lanzamiento de la unión del mercado de capitales Reforzar el Consejo de riesgo sistémico	
Unión Política	Reorganizar el semestre europeo en 2 etapas. Fortalecimiento del Parlamento. Fortalecimiento del Eurogrupo. Consolidar la representación externa del euro. Integrar en el marco legislativo europeo las reformas recientes.	Integrar el mecanismo de estabilidad en el marco legislativo europeo Crear un Tesoro a nivel europeo



La definición de las reformas más sustanciales no se aborda en el documento, sino que se remite a la segunda etapa con la redacción de un Libro Blanco por parte de la Comisión en colaboración con un grupo de expertos. Únicamente se esbozan algunos elementos entre los que destaca el establecimiento de un Tesoro europeo y la creación de un mecanismo que cumpla la función de estabilización macroeconómica de la zona euro. Asimismo, también se aboga por la integración en el marco jurídico europeo de los mecanismos intergubernamentales creados para la resolución de las crisis de deuda soberana como el MEDE.

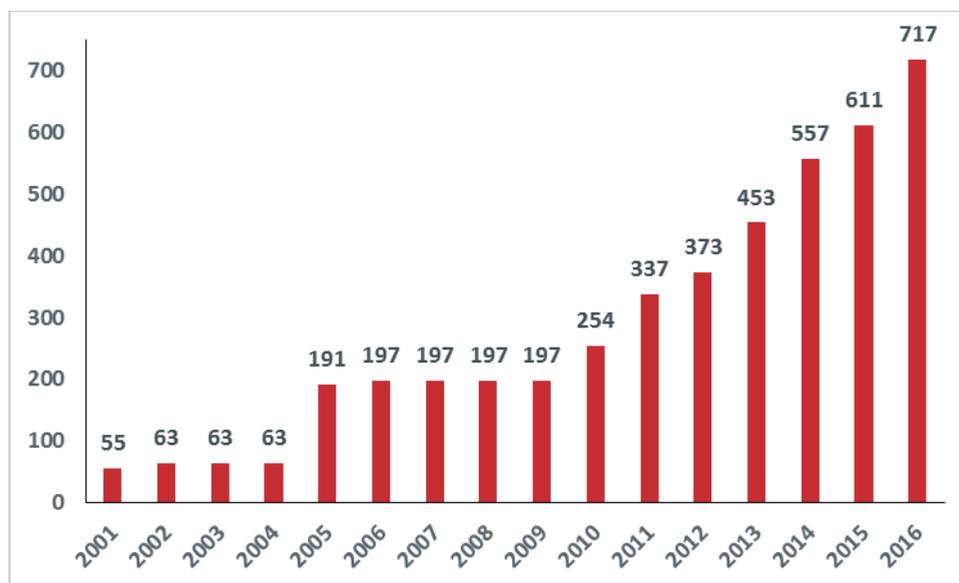
En definitiva, el «informe de los 5 Presidentes» pretende avanzar hacia una mayor integración de la política fiscal, pero siempre vinculada o condicionada a una convergencia estructural de los diferentes sistemas económicos nacionales. De esta forma, reproduce los intercambios sobre los que tradicionalmente se han construido los procesos de integración europeos. En el caso de la Unión Monetaria, la pertenencia del euro se condicionó al mantenimiento de una determinada disciplina fiscal para evitar posibles comportamientos oportunistas. En el caso de la Unión Fiscal, a cambio de la existencia de mecanismos de mitigación de shocks idiosincráticos, deberán ponerse en marcha las reformas estructurales que permitan la convergencia en términos de competitividad y doten de suficiente flexibilidad a las economías nacionales para absorber los shocks asimétricos. Entre los beneficios a obtener, se incluye la configuración de un Tesoro europeo que garantizaría a los gobiernos nacionales el acceso a una financiación en las mejores condiciones posibles de liquidez y coste, incluso en situaciones de crisis. Se trata, por lo tanto, de compartir riesgos y establecer mecanismos de defensa para evitar el elevado coste social y de bienestar que está teniendo la actual crisis, coste que es, además, mucho más acusado en unos países que en otros.

La clave, como señala el propio «informe de los 5 Presidentes», es que en todo momento, tanto en el proceso de construcción como en el resultado final, todos los países salgan beneficiados. Y esto es así, como nos acaba de demostrar la experiencia del Brexit, porque las cesiones de soberanía hacia las instituciones comunitarias, más allá de sus repercusiones en términos de política económica, también tienen un elevado coste político en términos de preservación de las identidades nacionales. Por lo tanto, los beneficios deben ser evidentes, comunicarse a la sociedad de manera adecuada y estar presentes en todas las fases del proceso. Por este motivo, el informe recomienda avanzar en paralelo en las cuatro grandes áreas.

10.4. BALANCE

Aunque el proceso de reforma de gobernanza fiscal no está cerrado y la experiencia es todavía relativamente corta, lo cierto es que existe un consenso cada vez más amplio sobre las destacadas debilidades del marco de supervisión fiscal resultante de las reformas post- crisis. Se puede hablar de tres tipos de problemas: i) de diseño; ii) de *enforcement* y iii) lento progreso en el *ownership* nacional.

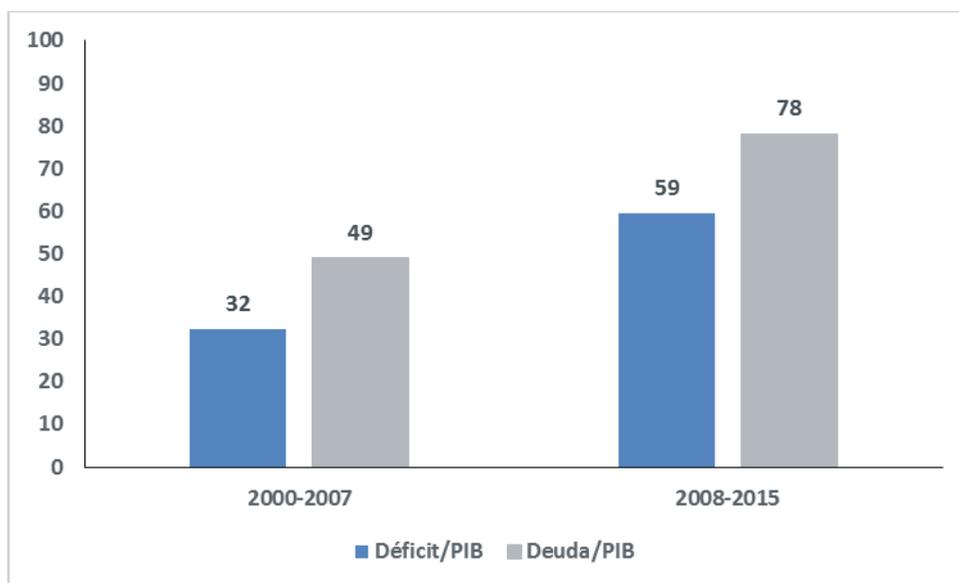
GRÁFICO 1. REGLAS FISCALES DE LA EU: NÚMERO DE PÁGINAS DE PUBLICACIONES RELEVANTES



Fuente: Central Planning Bureau de los Países Bajos.

La arquitectura de reglas fiscales ha alcanzado una complejidad excesiva. Son demasiadas reglas que, además, se han ido haciendo cada vez más complejas para poder acomodar las distintas situaciones de los países e incluso los diversos objetivos del PEC (estabilización vs estabilidad), requiriendo un elevado grado de especialización para su seguimiento (véase gráfico 1). Son reglas poco transparentes puesto que su complejidad ha requerido, en muchos casos, acuerdos interpretativos o metodologías que no siempre son públicos. Son reglas poco estables en el tiempo (sujetas a numerosos cambios aunque sea de carácter técnico). La consistencia entre ellas tampoco está garantizada. Todo ello hace que exista un amplio margen de discrecionalidad para la Comisión y para el Consejo y que no pueda asegurarse una aplicación consistente en el tiempo y entre países. Ello mina la propia transparencia y comunicación del PEC. En definitiva, se está poniendo duramente a prueba su eficacia y credibilidad.

GRÁFICO 2. PORCENTAJE PROMEDIO DE PAÍSES DEL EURO12 CON NIVELES DE DÉFICIT Y DEUDA PÚBLICA POR ENCIMA DEL 3% Y 60% DEL PIB, RESPECTIVAMENTE



Fuente: AMECO, DGEFIN.

Siguen persistiendo serios problemas de *enforcement*. La Comisión no ha sido capaz de aprovechar con eficacia la autonomía que le han concedido las últimas reformas y ha preferido adoptar un carácter más político, lo que ha sometido a cuestionamiento muchas de sus decisiones más recientes. Las vías para reducir la discrecionalidad del ECOFIN también se están evidenciando insuficientes. Se precisaría de un mayor automatismo en la implementación de las sanciones para compensar el riesgo moral. Los



propios mecanismos sancionadores basados en penalizaciones financieras también se están revelando ineficaces en momentos de dificultades fiscales nacionales. En definitiva, las últimas decisiones de estos tiempos permiten concluir que existe un claro vértigo para llevar la implementación del PEC hasta sus últimas consecuencias. Ciertamente, la situación económica hace aconsejable una interpretación flexible de las normas («*smart*» en la jerga comunitaria). Pero, al mismo tiempo, el persistente y elevado número de incumplimientos de los umbrales de referencia (3%/60%), incluso en el período de expansión económica 2000-2007 (véase gráfico 2), está cuestionando de manera muy grave la propia credibilidad del PEC.

El progreso en materia de *ownership* nacional no está respondiendo a las expectativas. Es lento y heterogéneo entre países y cuestiones. Los países están haciendo escasos avances en materia de planificación de medio plazo, con lo que no ha sido posible superar una visión cortoplacista o excesivamente miope del análisis de las finanzas públicas. Queda mucho por hacer, también, en materia de transparencia en relación con los beneficios fiscales y pasivos contingentes. No obstante, se han de reconocer los avances en materia de información presupuestaria, previsiones macroeconómicas e incluso de IFIs. El aumento de estas instituciones no debe ocultar, sin embargo, que su puesta en marcha no está exenta de problemas. La creación y consolidación no está siendo fácil puesto que, en algunos casos, ha habido serios problemas de acceso a la información, recursos insuficientes o problemas de autonomía funcional e independencia.

Pero más preocupante aún, se puede hablar de falta de claridad sobre el tipo de modelo de supervisión fiscal y de gobernanza de la UEM que se desea. Existen dos posibles modelos de Unión Monetaria. Un modelo descentralizado, que es el previsto en el Tratado de Maastricht, en el que la prudencia presupuestaria que requiere la gestión de una política monetaria única se basa en dos pilares: i) soberanía nacional de la política fiscal aunque complementada con reglas fiscales comunitarias que limitan la discrecionalidad y ii) el mercado como agente disciplinador de los gobiernos nacionales, lo que requiere el respeto de tres principios fundamentales previstos, también, en el Tratado, como son, el no rescate de las deudas de otros Estados miembros (lo que conlleva que se acepta la posibilidad de admitir su quiebra), prohibición de la financiación monetaria de los déficits públicos y prohibición también de la financiación privilegiada de las finanzas públicas. En el otro extremo, se encontraría un modelo centralizado, en el que se acepta la mutualización del riesgo o corresponsabilidad de las deudas de los países del área euro pero a cambio de una cesión de la soberanía nacional hacia el centro.

El «informe de los 5 Presidentes» apuesta por una transición hacia este segundo modelo en la que se prevé la cesión de soberanía e instituciones comunes, incluida la creación de un Consejo Fiscal europeo y, en el largo plazo, un Tesoro europeo. De hecho, y como consecuencia de la respuesta a la crisis financiera, se ha asistido a una progresiva corresponsabilidad en las deudas de los Estados miembros a través de los sistemas de asistencia financiera y, de su posterior formalización a través del MEDE. Sin embargo, no se ha avanzado en la cesión de control al centro, de manera que la política fiscal sigue siendo una decisión de ámbito netamente nacional sujeta, eso sí, a la regulación y coordinación del Pacto. Pero la transición hacia el modelo centralizado no parece que esté claramente asentada en la agenda política. Son numerosos los interrogantes que se pre-



sentan en estos momentos. ¿Hay voluntad real de progreso hacia una soberanía compartida? ¿Es un modelo factible a largo plazo?

Incluso bajo el supuesto de voluntad de hacia un modelo centralizado de Unión Fiscal, durante la transición parece necesario recuperar la credibilidad de la cláusula de *no bail-out*, tarea difícil dada la experiencia reciente, riesgos sistémico de países y entidades grandes y los vínculos bidireccionales entre sector financiero y soberanos. La crisis ha puesto de manifiesto que algunas ventajas consideradas inicialmente como permanentes pueden desaparecer en un contexto de crisis si no se toman las decisiones adecuadas. Antes de la crisis, se consideraba que la existencia de un mercado de capitales integrado implicaba la desaparición de determinados riesgos, lo que se reflejaba en la reducción sostenida de las primas de riesgo. Sin embargo, el desarrollo de la crisis llevó a que se produjera una renacionalización del riesgo bancario y soberano, siendo cada estado en principio responsable no sólo de su deuda pública, sino también del sostenimiento de un sistema financiero que ya no era nacional, sino europeo. La creciente integración de los mercados financieros ha convertido en sistémicos para el conjunto de la Unión tanto a cada uno de los Estados como a las entidades financieras con intereses en todos y cada uno de los Estados y no sólo en el propio de origen. Esta situación ha llevado al incumplimiento de una de las premisas básicas del Pacto de Estabilidad y Crecimiento como es la cláusula de no rescate y, de manera indirecta, la prohibición de monetizar el déficit público. En definitiva, en estos momentos se cuenta con una unión incompleta que siempre va a resultar en cierto modo vulnerable a determinados shocks de naturaleza económica, financiera o política.

Con independencia del modelo final hacia el que se progresa, existen argumentos que justifican la necesidad de recuperar el papel disciplinador del mercado. En primer lugar, no se puede descartar que se asista a nuevos episodios que cuestionen la solvencia de un Estado miembro. La posibilidad de quiebra no es una cuestión de preferencia de modelo sino que es una posibilidad real que conviene contemplar y regular de manera adecuada. De hecho, la introducción de las cláusulas de acción colectiva desde 2013 en las emisiones de deuda de los países del euro constituye, de algún modo, un reconocimiento de esta posibilidad. En segundo lugar, no parece que el endurecimiento progresivo de las reglas fiscales sea suficiente. Como se ha visto, los mecanismos de disciplina han evidenciado importantes debilidades. En tercer lugar, la unión monetaria actual sigue estando en una situación vulnerable. Pese a las reformas realizadas para reforzar la estabilidad financiera, el sistema financiero todavía sigue expuesto al riesgo soberano. Existe margen para reforzar la capacidad de absorción de pérdidas del sistema bancario y, también, de reducir su grado de exposición a este tipo de riesgo que actualmente disfruta de ponderación nula en los requerimientos de capital. Además, persiste el problema de riesgo sistémico de algunos países cuyo tamaño supondría una dura prueba para la capacidad actual de los mecanismos de defensa existentes (MEDE). Y en cuarto lugar, no existe un sistema transparente y predecible para afrontar esta eventual situación. Actualmente, el requisito para poder obtener asistencia financiera del MEDE es que se cuente con capacidad de pago. De lo contrario, es necesaria una reestructuración de deuda previa a un programa de ajuste del MEDE o en algún momento posterior. Pero no existe una regulación clara al respecto.



En este contexto, parece necesario avanzar tanto en el proceso de unión bancaria como hacia el establecimiento de un sistema de resolución de soberanos predecible *ex ante*. Contar con este tipo de mecanismos evitaría el contagio entre países que conllevaría una reestructuración de deuda desordenada. Además, evitaría retrasos innecesarios para abordar situaciones de crisis, lo que permitiría optimizar los recursos de los sistemas de resolución. Y ayudaría a moderar los efectos colaterales de los procesos de reestructuración de deuda al reducir los costes friccionales, el impacto macroeconómico y, probablemente, la propia magnitud de la reestructuración (*haircut*) que se tenga que llevar a cabo. Existen numerosas propuestas sobre el diseño concreto que podría adoptarse, en las que se otorga un papel fundamental al MEDE. Algunas también incluyen instrumentos innovadores de deuda pública en las que se hacen explícitas provisiones de reestructuración automática ante ciertas condiciones.

En materia estricta de supervisión fiscal, frente a la tendencia a la promoción del *ownership* de la disciplina fiscal, el «informe de los 5 Presidentes» ha supuesto la creación de una nueva institución, el CFE, con ambiciosas tareas, que ha despertado expectación pero también ciertos recelos iniciales. Al CFE se le han atribuido labores de asesoramiento en materia de orientación fiscal, llegando a poder asesorar a la Comisión sobre la orientación de la política fiscal en el conjunto del área euro sino también de la consistencia de las políticas fiscales nacionales con ella. Existen dudas en un doble sentido. Por una parte, la tarea en sí misma es un reto desde el punto de vista técnico, de consistencia con el actual marco de supervisión fiscal y de legitimidad democrática. Siempre resultará difícil encontrar un amplio consenso sobre cuál es la orientación fiscal apropiada a la situación económica. La experiencia con los indicadores utilizados hasta la fecha por la Comisión (y por otras instituciones), basados fundamentalmente en la medición del output gap, son un claro ejemplo de sus debilidades. Se percibe también riesgo de que, en pro de una orientación adecuada de la política fiscal se pueda alterar la aplicación de las normas del Pacto y se mine aún más su credibilidad. Y de otra parte, para muchos, hay dudas de que deban atribuirse a una misma institución tareas, por una parte, de supervisión de las reglas y de la implementación del PEC y de garante de la sostenibilidad a medio plazo de las finanzas públicas y, por otra, de la elaboración de recomendaciones sobre la orientación que debe imprimirse a la política fiscal dentro de su política estabilizadora del ciclo económico. Reconciliar ambas tareas y realizar una comunicación efectiva al respecto puede resultar particularmente complicado en determinadas coyunturas.

A ese potencial conflicto, se suma la incertidumbre sobre su compatibilidad con las IFIs nacionales. Desde la perspectiva de las IFIs y de la red que presido⁹, el CFE debe evitar colisiones con las nacionales mediante una efectiva división de tareas, respetar la subsidiariedad y aprovechar las ventajas comparativas de las instituciones nacionales. Es más, el asesoramiento del CFE a la Comisión no debe comprometer ni el papel de las IFIs ni la propia implementación de las reglas fiscales. En cualquier caso, su eficacia y valor añadido dependerá del liderazgo y dirección de su *Chair* y peso que decida asignar a sus fun-

⁹ «Position Paper on Initiatives to Strengthen the EU Fiscal Framework». EU Independent Fiscal Institutions. 5 November 2015. <http://www.euifis.eu/>



ciones. Por supuesto, las IFIs han mostrado su disposición a mantener un diálogo fluido y cooperar con vistas a que este entramado de nuevas instituciones sea eficaz.

10.5. CONCLUSIONES

El PEC y sus sucesivas reformas se puede decir que se encuentran en crisis. Se ha evolucionado desde un sistema de reglas sencillo y que confiaba su control al mercado y a los EMs con supervisión por el Consejo, hacia un sistema mucho más complejo con proliferación de normas y casuística que ha tratado de acotar su discrecionalidad y con un cierto intento de renovar el *ownership* nacional de la disciplina fiscal. Sin embargo, estas normas más estrictas y detalladas no han evitado la discrecionalidad e inconsistencias y se están revelando nuevamente incapaces de hacer frente a todas las situaciones. Las decisiones de la Comisión y Consejo no están siendo bien entendidas de manera que se interpreta se está haciendo uso de una flexibilización excesiva sujeta a las presiones de los EMs. Como resultado, la implementación del Pacto se está haciendo poco predecible.

Más preocupante aún, las perspectivas sobre el modelo de gobernanza futuro hacia el que se tiende son muy difusas. El «informe de los 5 Presidentes» es poco concluyente y, además, arroja nuevas incertidumbres sobre el tipo de arquitectura de gobernanza fiscal, económica y financiera. En este contexto, el próximo año será decisivo pues está previsto un Libro Blanco para dar forma a la segunda etapa del «informe de los 5 Presidentes».

Sin pretender defender una solución superior, en la actual situación en la que no se percibe apetito para reformar los Tratados e ir hacia mayores transferencias de soberanía económico-fiscal, hay ciertos elementos que percibo deberían tenerse en cuenta en el modelo híbrido al que, el menos a medio plazo, parece destinada la UE:

- En primer lugar, apostar de manera inequívoca por la promoción del *ownership* nacional de la disciplina fiscal. Se debe dar un impulso a aquellas líneas de la directiva de marcos fiscales nacionales que están mostrando progreso más lento. Es necesario promover marcos fiscales nacionales completos y sólidos. En particular, la visión de medio plazo y la integración en ella de los presupuestos anuales es una condición necesaria para asegurar la sostenibilidad de las finanzas y hacer más predecible el entorno en que los agentes toman sus decisiones económicas. El seguimiento de la directiva de marcos fiscales nacionales debe ser más estrecho y recibir mayor atención.
- Por supuesto, las IFIs deben ganar protagonismo en la supervisión fiscal. Unas buenas instituciones a nivel nacional deben hacer menos necesaria o más subsidiaria la propia supervisión externa de Bruselas. Por sus mayores conocimientos y proximidad a la problemática nacional, la capacidad de alertar de las IFIs es quizás uno de sus principales atractivos y ventaja comparativa con otras instituciones. Pero para poder desarrollar sus funciones es necesario que cuenten con capacidad y medios suficientes.



- En el caso de la reglas, se debe tender hacia una simplificación, en la que, de hecho, ya parece está inmersa la Comisión y el ECOFIN. Esta simplificación pasa por la necesidad de asegurar la consistencia entre las reglas, hacerlas más predecibles, dando mayor protagonismo a las reglas menos sofisticadas y más directamente controlables, como son las reglas de gasto. Una de las posibles opciones a considerar sería un esquema de supervisión similar al de la política monetaria en la que, en este caso, la deuda pública podría actuar como ancla de medio plazo y la regla de gasto podría ganar peso en este esquema actuando como variable operativa.
- Y, por supuesto, existe una clara necesidad por recuperar la credibilidad de la cláusula de *no bail-out*. Por una parte, están pendientes de desarrollar de manera más decidida iniciativas que permitan romper de manera creíble los vínculos bidireccionales entre riesgo soberano y riesgo bancario. Y de otra, no hay que ignorar los beneficios que podría generar el contar con esquemas que permitan hacer frente de manera ordenada a eventuales reestructuraciones de deuda pública. La posibilidad de un evento extremo no es una cuestión de preferencia de modelo sino una cuestión de gestionar eficientemente dicha eventualidad.

Finalmente, ninguna reforma en el ámbito de la gobernanza fiscal tendrá éxito, cualquiera que sea el modelo elegido y su diseño concreto, si no hay voluntad decidida política de aplicarla. En este sentido, interesa recordar la resolución de Ámsterdam de junio de 1997 en la que Comisión, Consejo y EMs asumieron el compromiso político de implementación del PEC. Podría plantearse la renovación de una resolución de espíritu similar.



11. INSTITUCIONES POLÍTICAS PARA LA EUROZONA

JOSÉ M. DE AREILZA Y MARIE-JOSÉ GAROT¹

EXECUTIVE SUMMARY

After Brexit, the refugee crisis and new threats to its security, the list of priorities of the European Union has changed. The Union seems to agree to achieve some concrete and specific targets, according to its classical way of legitimizing its action, but in no way seems to be ready for a strong push towards further centralization. Yet in the short and middle term, some institutional and legal reforms are needed to strengthen the Eurozone, beyond the various «roadmaps» proposed by the different Presidents of the European Institutions since 2012. The redesign of the euro since 2010 has set up a new economic governance in the Eurozone that has further complicated social acceptance of the European governance. The current Union needs political and institutional reforms to accompany and sustain the economic ones and to improve substantially representation, transparency and accountability in the Eurozone. The survival of the Eurozone and hence of the European Union is at stake.

In order to do so, the authors propose to reinforce the executive power of the Eurozone mainly through the creation of a European cabinet in the hands of a smaller European Commission, chaired by a President in charge also of the presidency of the European Council. The new cabinet would count with a European Minister for Economic and Monetary Matters conceived as the visible face of the Economic policy. This Minister would also chair permanently and exclusively the Euro group. This set of reforms would lead to a more efficient economic policy reinforcing the mechanisms of coordination between the Member States. It would also identify more clearly the tenants of the design of such policy. This would inevitably rebound in the transparency of the Eurozone. In addition, in order to increase the democratic legitimacy of the institutions of the Eurozone, the European Parliament and the national parliaments would be called to play a major role in the definition of the economic policies, through a major control of the new executive power, Euro group included.

Parallel to this and in order to gain a major support of the European citizens to the common currency (and hence the European project), the authors propose to introduce new

¹ José M. de Areilza Carvajal es Doctor en Derecho por la Universidad de Harvard y Profesor Ordinario y titular de la Cátedra Jean Monnet en ESADE. Desde 2011 es Secretario General de Aspen Institute España. En 2016 ha sido nombrado Academy Adjunct Faculty en Chatham House, Londres.

Marie-José Garot es Vicedecana de Claustro de IE Law School y Directora del Centro de Estudios Europeos de IE University. Es también titular de la Catedra Jean Monnet de IE University.



mechanisms in order to justify all the powers transferred to Brussels and to limit eventually the material extension of competences of the European Union. Without being transformed into a Federation, the European Union has to find solutions to combine flexibility to act when needed with a clear limitation of transfer of powers to the supranational level.

The authors also respond to the temptation of a rigid two-speed Europe in order to foster the European integration process, in the current context of the post-Brexit.

Finally, the institutional and competencies reforms are analyzed from their legal and political feasibility. The authors advocate for a deep reform of the Treaties in order to respond to the current challenges faced by the Eurozone. However, in order to be able to do so, a very first reform of article 48 of the Treaty of the European Union to get rid of the unanimity requirement in the ratification process proves to be absolutely necessary.

11.1. INTRODUCCIÓN: UNA UNIÓN EUROPEA ASEDIADA POR LAS CRISIS

Tras el Brexit y su formulación por la primer ministro Teresa May en términos de ruptura con el conjunto del mercado interior, todas las miradas se dirigen al gobierno de Berlín. Alemania se ha convertido en el país que lidera la Unión Europea en estos últimos ocho años, sin pretenderlo ni aspirar a esta posición. Con la salida del Reino Unido de la Unión Europea, pierde un socio imprescindible para fomentar las políticas pro-mercado y contener el estatismo y el intervencionismo que reclaman algunos países del sur. Lo primero que ha decidido la canciller Angela Merkel tras el referéndum británico es su rechazo a una eurozona reforzada, que dé nuevos pasos hacia una unión política y económica más pequeña. Su decisión es afianzar la Unión Europea de 27 Estados miembros y actuar con gran cautela ante la suma de peligros que rodean al proyecto europeo. Su visión no es una unión más estrecha o «más Europa». Aspira a plantear reformas para una Europa mejor y más eficiente, que cumpla las reglas, tras un período previo de reflexión. Berlín interpreta que su papel no es liderar la Unión Europea, ni tampoco hacerlo a través de una relación estrecha con unos pocos Estados miembros grandes. La relación con Francia, afirma, no es para impulsar conjuntamente el proyecto de integración sino para resolver diferencias entre ellos.

Alemania se propone el objetivo de frenar el contagio del Brexit, en espera de que amaine el populismo, de modo que ningún otro Estado miembro quiera salir y pedir para sí el «kit» de acceso al mercado interior al que aspira Londres. Teme la eventual salida de un miembro de la eurozona y piensa que, por ejemplo, las elecciones holandesas en 2017 podrían comportar tal riesgo.

Para dar este nuevo impulso a la Unión Europea de 27 Estados miembros, el gobierno de Berlín ha seleccionado ya algunas áreas, como la seguridad, interna y externa, donde quiere que el control de fronteras sea una competencia europea, o el crecimiento y el empleo, con nuevas medidas para la movilidad de jóvenes trabajadores, el desarrollo de la agenda digital, la unión del mercado de capitales y la profundización en la iniciativa Juncker para estimular la economía. No cree en un presupuesto para la eurozona, sino en uno para los 27 Estados miembros más enfocado en proyectos de futuro.



Llama la atención la oposición alemana al deseo de la Comisión de acelerar la integración de la eurozona. Hasta el veterano ministro Wolfgang Schäuble, defensor de un gobierno económico europeo, cree que en este momento «más Europa» es una idea peligrosa que daría alas a los partidos anti-sistema y anti-Unión Europea. Aparcarían de este modo medidas como la creación de un ministerio de finanzas de la eurozona o las distintas maneras de avanzar hacia la mutualización de la deuda pública. Sí permitiría eventualmente mejorar la organización interna de la eurozona, ahora regulada sucintamente en el Protocolo 14, que solo habla de la existencia de tal agrupación de Estados miembros con una moneda común y determina que el eurogrupo elige a su presidente, pero sin pasar por una complicada reforma de los Tratados.

A cambio, lo que ofrece Berlín sobre el euro es una «narrativa», un camino definido para dar pequeños pasos durante los próximos diez años en la consolidación de la eurozona, sujetos a muchas condiciones. Es una manera de intentar trasladar el mensaje a los mercados de que existe un plan y un compromiso político con la moneda común.

En esta visión de Berlín se aceptaría hasta un sistema de varias velocidades dentro de la eurozona, incluso permitiendo a los demás miembros pactar normas sobre garantía de depósitos, pero que no se aplicarían en Alemania.

El cálculo de Angela Merkel es que se generarán más tensiones si hay claros avances hacia más integración. La receta económica es «reducir el riesgo» (consolidación fiscal y reformas, devaluación interna) y solo pasar a «compartir el riesgo» al cabo de bastantes años. Es decir, un largo noviazgo, sin prisas.

Estamos en el fondo asistiendo al regreso a la «teoría de la coronación» con la que los alemanes empezaron a impulsar en 1988 la Unión Económica y Monetaria: la moneda común plenamente desarrollada solo se iba a instaurar al final de un largo proceso de convergencia social, una vez conseguida la unidad política. Pero el camino está lleno de incertidumbres y la eurozona no cuenta aún con suficientes instrumentos y medios para garantizar la estabilidad si se desatase una nueva crisis financiera. La única sugerencia al respecto que hacen hoy los alemanes es haber reducido antes suficiente deuda pública para poder absorber el shock a través de una nueva elevación del gasto.

Este minimalismo alemán y las altas dosis de prudencia de su canciller no son suficientes: el riesgo de desintegración se ha multiplicado en una Unión Europea asediada por las crisis. A pesar de que Alemania ha decidido congelar el desarrollo de la eurozona, porque alentaría a los populistas, que entienden este proyecto como un aumento de las transferencias fiscales a los países deudores, son necesarias algunas reformas institucionales y jurídicas para afianzar la eurozona, tanto a corto plazo como a medio plazo, más allá de las distintas «hoja de ruta» y de los enunciados de los informes de los cinco presidentes². No es el momento de grandes saltos cualitativos en el proceso de integración, por la ausencia de legitimidad social para justificar la centralización de nuevos

² Cfr: los informes «Un Plan Director para una UEM profunda y auténtica. Apertura de un debate europeo», Comunicación de la Comisión de 30 de noviembre de 2012 COM (2012) 777 final/2 y el Informe de Presidentes «Hacia una auténtica UEM», Consejo de la Unión Europea, 7 de diciembre 2012, SN 4577/12, Conclusiones del Consejo Europeo de 18 y 19 de octubre de 2012 y Conclusiones del Consejo Europeo de 13 y 14 de diciembre de 2012.



poderes en torno a Bruselas. Pero la inacción en el desarrollo institucional del gobierno económico podría tener un coste muy alto, en términos de confianza internacional en el euro y de preparación para afrontar futuras dificultades económicas.

Tal vez haya sido contraproducente introducir en la lista de recetas previstas para el crecimiento de la eurozona la consecución de una indefinida «Unión Política». Los dirigentes de la Unión Europea, conscientes del aumento de la desafección ciudadana hacia las instituciones y decisiones de Bruselas, utilizaron este término para justificar y mejorar las uniones bancarias, fiscales y económicas en curso. Pero nadie sabe a ciencia cierta en qué consiste este objetivo político ni cuáles son los pasos necesarios para conseguirlo en el ámbito jurídico e institucional. Tras el Brexit, la crisis de refugiados y las amenazas a la seguridad, la lista de prioridades de la Unión Europea ha mutado. Como mucho, la Unión estaría volcada de nuevo en conseguir resultados, de acuerdo con su manera clásica de legitimar su actuación, y no estaría abierta a formular grandes proyectos políticos.

Conviene recordar que el rediseño del euro está teniendo lugar en una etapa especialmente difícil de la integración europea. La delicada operación desde 2010 de poner en pie un nuevo gobierno económico en la eurozona ha complicado todavía más la aceptación social de una gobernanza que ha agotado su utopía original, definida en la década de los cincuenta del siglo pasado y en gran medida ya conseguida.

El salvamento y rediseño de la moneda única ha creado tensiones desconocidas hasta ahora entre grupos de Estados y entre los gobiernos y sus ciudadanos. La crisis del euro ha hecho que muchos entiendan la Unión como un nivel de gobierno tecnocrático que no rinde cuentas de modo suficiente, en el que la política nacional de los países deudores no influye apenas sobre las políticas europeas. Pero al mismo tiempo, ni siquiera los países acreedores, más influyentes en la toma de decisiones de la eurozona, están satisfechos con el gobierno de Bruselas y se resisten a la hora de autorizar mayores transferencias de poder al nivel europeo, no solo por razones de prudencia fiscal, sino por el temor a debilitar sus democracias nacionales. El contexto exterior de una globalización económica acelerada y un nuevo reparto de influencia en un mundo menos multilateral y más multipolar, hacen que el reto de la competitividad europea, que afecta de lleno al futuro del Estado de Bienestar, sea igual de importante que el imperativo de salvamento de la moneda.

La principal razón por la que el objetivo de avanzar hacia una Unión Política ha desaparecido de la lista de prioridades de los dirigentes europeos es la dificultad de conseguir consensos sobre sus contenidos y sobre el nivel de ambición del proyecto, en un contexto de mayor euro-escepticismo y populismo en la gran mayoría de los Estados miembros. Los gobiernos nacionales no se sienten suficientemente respaldados para pedir a sus electorados que apoyen una gran transferencia de poderes a la Unión Europea o una modificación sustantiva de su marco jurídico e institucional. Unido a estos interrogantes aparece la cuestión práctica de la dificultad política para reformar por unanimidad los tratados europeos, una operación imprescindible para introducir nuevas bases jurídicas que autoricen y regulen nuevas políticas económicas a nivel europeo e introduzcan reformas institucionales adecuadas.

Sin embargo, la mejora del sistema institucional europeo, y en concreto de la eurozona, es muy necesaria. Hoy nos gobernamos en buena medida desde Bruselas y los



ciclos políticos nacionales están seriamente condicionados, y a veces desdibujados, por el poder europeo, con todos sus interrogantes de legitimidad y eficacia. La propia operación de salvamento y rediseño del euro responde a una explicación política, de compromiso a largo plazo de los dirigentes de la eurozona con el proyecto de integración, por encima del análisis coste-beneficio de cada uno de los Estados miembros.

La actual Unión necesita reformas políticas e institucionales que acompañen y sostengan a las económicas. Como ha explicado Simon Hix, el gobierno europeo no está basado de forma suficiente en una competencia entre distintas opciones por llegar al poder y con distintas visiones políticas.³ Falta representación, transparencia y rendición de cuentas. Para conseguir estos objetivos no es necesario abrazar el federalismo ni reclamar la centralización de muchas más políticas, algo que en la situación actual incluso sería contraproducente, por la falta de aceptación social de una Unión –o de una eurozona– que expanda de forma acelerada sus competencias. La primera pregunta a la que habría que responder a través de las reformas institucionales es como legitimar mejor lo que se ha hecho hasta ahora: rescates, disciplina fiscal, reformas nacionales dirigidas desde las instituciones europeas o apoyo condicionado del Banco Central Europeo. El siguiente interrogante es cómo añadir legitimidad a la Unión Europea para seguir construyendo una Unión Bancaria, Fiscal y Unión Económica, tres ámbitos en los que de forma directa o indirecta están ya incluidas importantes políticas económicas y fiscales antes reservadas a los niveles nacionales y que condicionan nada menos que el futuro del Estado de Bienestar en cada país miembro de la moneda común.

Desde Berlín y otras capitales, se advierte que la crisis más difícil de atajar es la de confianza ciudadana, compuesta de falta de apoyo a la idea europea, en un contexto de desempleo elevado, muy difícil de atajar por la falta de crecimiento económico y de populismo al alza por la crisis migratoria.

La transferencia de nuevos poderes y recursos a la Unión, sin la cual la moneda única no es viable, se ha hecho más necesaria y al mismo tiempo más difícil. El problema no es reducible a aplicar las políticas económicas adecuadas, sino que tiene raíces más hondas, relacionadas con la necesidad de renovar en términos jurídicos y políticos la utopía europea.

A través de una extraña gobernanza, con medidas de diversa índole jurídica y no siempre bien coordinadas entre sí, se ha comprado un tiempo muy valioso, en el que se deben emprender nuevas reformas institucionales, políticas y económicas. Para ello es esencial saber adonde se quiere ir. La crisis de la moneda única ha acelerado y a la vez ha complicado el imprescindible debate político para relanzar la integración.

A diferencia de la postguerra, el rompecabezas actual no es ya transformar los Estados-nación en Estados miembros de una Unión. Se trata de encajar ese nuevo poder europeo, legítimo, limitado y eficaz, y hacerlo plenamente compatible con las democracias nacionales, sujetas a su vez a los efectos beneficiosos de una disciplina jurídico y económica europea.

El reto de terminar el rediseño de la arquitectura fallida del euro sigue siendo de proporciones gigantes, no obstante los pasos muy importantes que ya se han dado en la

³ S. HIX, "What is wrong with the European Union and how to fix it", Polity Press, 2008, p. 180.



resolución de la crisis de la moneda única. Las condiciones políticas, económicas y sociales en muchos Estados miembros de la actual Unión Europea no hacen nada fácil esta transferencia de nuevos poderes a Bruselas, en particular en el contexto post-Brexit. Se requiere en todo caso una reforma de los Tratados a medio plazo, que a su vez plantea importantes retos políticos y jurídicos.

11.2. HACIA UNA LIMITACIÓN MATERIAL DE COMPETENCIAS

El principal desafío constitucional de la Unión Europea de nuestros días es justificar todo el poder que se ejerce desde Bruselas y la ausencia de límites claros a su expansión continuada. Este reto es todavía mayor que el de poner remedio a sus omisiones en ámbitos tan importantes como la unión económica y monetaria o la política exterior, de seguridad y defensa.

La Unión, y antes las Comunidades Europeas, han ido expandiendo progresivamente su ámbito competencial desde el principio de la integración hasta hoy, primero con más cautelas y luego con más velocidad, gracias a la toma de decisiones por mayoría cualificada en el Consejo, siempre en la dirección de lo que de forma coloquial se ha llamado «más Europa».⁴

En nuestros días la Unión se ha vuelto más cautelosa. Su prioridad ya no es legislar en nuevos ámbitos, sino profundizar en los existentes mediante legislación de desarrollo, a pesar de que con la crisis de la moneda única el fortalecimiento de un gobierno supranacional europeo se ha convertido en una tarea urgente. Las instituciones de Bruselas se han puesto a la defensiva ante las reclamaciones de repatriar competencias europeas, pero por ahora no han sido capaces de justificar plenamente la necesidad de actuar desde el nivel europeo. Prueba de ello ha sido la tendencia a tomar decisiones relacionadas con la moneda común fuera de los tratados.

El problema de fondo reside en que las consecuencias constitucionales y democráticas de la expansión competencial de la Unión no han sido debatidas de modo suficiente desde una perspectiva netamente europea. En la mayor parte de las ocasiones, la expansión de poderes ha dependido de decisiones del proceso político caso por caso, en las que la discusión se centraba en el contenido sustantivo de una hipotética actuación europea.

La crisis del euro ha hecho emerger un tipo de crítica distinta de los excesos y las omisiones en la actuación de las instituciones europeas. Las convulsiones financieras y económicas han obligado a ir más allá del ámbito competencial tradicional de la Unión para entrar, en materias antes reservadas a la toma de decisiones nacionales tales como la formulación de presupuestos nacionales, la supervisión bancaria, las políticas de empleo o las reformas económicas y sociales para la sostenibilidad del Estado de Bienestar. Estas iniciativas han desatado las invocaciones unilaterales a la identidad

⁴ J.M. DE AREILZA, «El principio de subsidiariedad en la construcción de la Unión Europea», REDC, año 15, núm. 45, Septiembre-Diciembre 1995, p. 53-93.



nacional, exacerbado las reclamaciones de repatriación de competencias europeas en algunos países –en especial, en el Reino Unido– y permitido el predominio político de Alemania, una hegemonía ni buscada ni querida por los germanos.

Al mismo tiempo, en este período desde países muy endeudados se ha argumentado la necesidad de rediseñar el gobierno europeo mediante un salto cualitativo hacia una federación económica. Esto supondría la transferencia de competencias y recursos a la Unión y la reorganización de las instituciones responsables de la política monetaria y económica. Desde los países acreedores se ha reclamado precisamente lo contrario: poner límites a las transferencias hechas desde sus gobiernos para rescatar las economías de los países deudores y a las nuevas tareas que deben asumir las instituciones europeas y someter en adelante a los miembros de la eurozona a reglas muy estrictas en el terreno presupuestario y de reforma económica.

La falta de límites claros desde el punto de vista jurídico, institucional o político a la expansión continuada de competencias europeas ha aportado flexibilidad en la solución de la crisis, pero también ha alimentado los temores a una transferencia masiva de poderes al nivel europeo.

Tal vez como reacción a este temor de centralización excesiva de poderes, hemos asistido durante la crisis a un cuestionamiento del llamado método comunitario, basado en la toma de decisiones entre la Comisión, el Consejo y el Parlamento y en un derecho europeo tutelado por los tribunales europeos. Durante estos años de salvamento y rediseño del euro, la canciller Ángela Merkel ha formulado el llamado «método de Unión» como alternativa al «método comunitario».⁵ Este nuevo *modus operandi* se basa en pactos entre Estados fuera del marco comunitario, en nuevos ámbitos económicos relacionados con la moneda común, con lo que se otorga el control de las decisiones a los gobiernos y se evita ampliar las competencias europeas y tener que reformar los tratados. Así el llamado Tratado Fiscal, y los fondos de rescate EFSF y MEDE. Aunque el ulterior desarrollo de los principios acordados no se basa siempre en la toma de decisiones por unanimidad de los gobiernos participantes y las instituciones europeas deben desarrollar y aplicar sus decisiones, se trata de una manera de actuar que hace disminuir enormemente la racionalidad y la eficacia de la toma de decisiones europea.⁶ Al mismo tiempo, dicho *modus operandi* otorga a parlamentos nacionales y tribunales constitucionales (en especial y por razones políticas, a los alemanes) la última palabra sobre nuevas decisiones europeas, no sólo para darles luz verde sino también, en el caso de los Estados más poderosos, para determinar la mayor parte de sus contenidos.

El «método de Unión» significa que, en el fondo, el método comunitario plantea problemas jurídicos, por falta de competencia material de la actual Unión Europea o problemas políticos, por las resistencias de algunos Estados miembros a permitir el ejercicio de nuevas competencias a nivel europeo, normalmente desarrolladas por mayoría calificada en el Consejo. Algunos lo interpretan como un período transitorio en el que el

⁵ Discurso de la canciller federal Angela Merkel en la ceremonia de apertura del 61 curso académico del Colegio de Europa, 2 de noviembre, 2010.

⁶ C. CLOSA, «La gobernanza fiscal y macroeconómica europea y sus limitaciones democráticas», Revista Aranzadi Unión Europea XXXVIII, 12, 2012, p. 51-65.



intergubernamentalismo se ha impuesto debido a una situación de emergencia económica, y que desembocará en su momento en una reforma de los tratados para ordenar de forma coherente la Unión bancaria, fiscal, económica y política en el ámbito comunitario.

En el fondo, la actual Alemania al impulsar el «método de Unión» convierte la utilización del Derecho comunitario como una opción más en el cuadro de mandos. Las reformas legislativas para crear una supervisión macro-prudencial, reglas comunes y supervisión europea sobre la elaboración de presupuestos nacionales y también sobre reformas se ha impulsado a través de canales comunitarios. El gobierno de Berlín reconoce las dificultades de su socio francés para aceptar legislación europea que le obligue a emprender reformas profundas de su economía o a perder el control sobre decisiones financieras importantes. Además, otorga la última palabra en el desarrollo de la nueva moneda común tanto a su parlamento nacional y de su tribunal constitucional y anticipa en el futuro la falta de colaboración de un Parlamento Europeo que gira hacia posiciones más nacionalistas y populistas. Por eso, el «método de Unión» se entiende como una opción igual de viable y, en ocasiones, más que la tradicional vía del Derecho comunitario.

Pero el método de Unión no es suficiente ni adecuado para abordar el reto de recuperar límites materiales a la actuación de la Unión Europea y mantener la flexibilidad a la hora de legislar sobre nuevos ámbitos desde las instituciones de Bruselas

La mejor manera de conseguirlo es tomarse en serio la reclamación de muchos Estados miembros, no solo de Alemania, a favor de una cierta limitación material de los poderes de la Unión Europea, como modo de proteger las democracias nacionales. Los mecanismos jurídicos y políticos para conseguir este propósito han de ser organizados en un esquema de toma de decisiones europeo que sea comprensible para los ciudadanos.

Es fundamental que esta iniciativa sirva para desincentivar la utilización sobre todo por el Tribunal constitucional alemán de la noción de «respeto a la identidad nacional», una garantía presente en el artículo 4.2. del Tratado de la Unión Europea, que se añade a sus anteriores exámenes de la «garantía de los Derechos Fundamentales» y el «principio de subsidiariedad», para controlar las normas europeas desde la perspectiva de una constitución nacional. Lo que subyace en esta visión constitucional alemana es la carencia de legitimidad propia de la Unión Europea y la voluntad de subordinar el desarrollo de la integración al respeto de las decisiones del alto tribunal caso por caso, en vez de formular dichas pretensiones legítimas en el campo de la política europea.⁷

Al mismo tiempo, para superar la visión restrictiva del tribunal constitucional alemán sobre la naturaleza de la integración europea como una Unión de Estados soberanos no es necesario ni acertado re-introducir en los discursos europeos el recurrente debate sobre el federalismo. Cada experiencia federal es distinta, los rasgos comunes del federalismo son pocos y no existe un paradigma o tipo ideal de federación.⁸ La Unión ya

⁷ Cfr. las dos sentencias principales del Tribunal constitucional alemán sobre el Tratado de la Unión Europea, Maastricht (BVerfGE 89, 155, de 12 de Octubre 1993) y sobre su reforma por el Tratado de Lisboa (BVerfGE 123, 267, de 30 de junio 2009).

⁸ K. NICOLAIDIS Y R. HOWSE, «The Federal Vision: Legitimacy and Levels of Governance in the United States and the European Union», Oxford University Press, 2001.



tiene algunos rasgos federales, propios y limitados. En primer lugar, su Derecho, aplicado por los jueces nacionales con preferencia sobre el nacional. También, su toma de decisiones, en buena medida basada en el principio de mayoría, tanto en el Parlamento Europeo, como en el Consejo de Ministros.⁹ Asimismo, cabe hablar de federalismo en su flexible reparto competencial. Casi todos los poderes de la Unión o de sus Estados miembros son compartidos y su extensión real es negociable, día a día, por representantes de los Estados y la Unión, como en cualquier sistema contemporáneo de federalismo cooperativo.

Sin embargo, la Unión no es ni debe aspirar a ser una Federación de corte estatal. Le falta un grado suficiente de legitimidad social y la lealtad directa de sus ciudadanos. A lo largo de los años, la Unión ha emergido como una federación jurídica sobre la base de una confederación política. El modelo comunitario define esta originalidad organizativa y política europea: una arquitectura institucional y jurídica, con una combinación dinámica de elementos políticos supranacionales e intergubernamentales y bajo la influencia creciente de la toma de decisiones más tecnocrática que hemos llamado «infranacional». Es cierto que el rediseño de la moneda única exige incluir nuevos elementos propios de una federación económica –supervisión bancaria, unión fiscal, mecanismos para garantizar la estabilidad financiera, presupuesto reforzado. Pero la Unión del futuro debe contrapesar esta centralización con mejores mecanismos de representación y de rendición de cuentas, así como con la descentralización en áreas en las que la acción europea ya no es demandada por la ciudadanía.

El riesgo de caminar solo por inercia hacia «más Europa» es tan cierto como el de la inacción.¹⁰ Por contraste, la concepción de conseguir una nueva limitación material de competencias descansa en unas instituciones europeas y nacionales capaces de responder a demandas ciudadanas, de deliberar entre distintas visiones del bien común y de dialogar entre estos distintos niveles de gobierno. Más en concreto, se trataría de crear mejores mecanismos jurídicos y políticos para limitar desde la propia Unión Europea el ámbito material de ejercicio del poder europeo, dejando suficiente flexibilidad al proceso de integración a la hora de conseguir sus objetivos. Este equilibrio se podría conseguir, por ejemplo, con un mandato más explícito al Tribunal de Justicia de la Unión Europea sobre los límites legales a la expansión de competencias o con la instauración de nuevos procedimientos en el Consejo para «hacer sonar la alarma» por parte de un grupo de Estados que piden no decidir por mayoría en un asunto concreto. El objetivo sería conseguir un «equilibrio de poderes enumerados» entre la Unión y sus Estados miembros, porque partiría del reconocimiento de que ambos niveles de gobierno están sujetos a una limitación material de competencias, como punto de partida para comprender y modificar la distribución de competencias entre ellos y decidir sobre la necesidad de su ejercicio, una condición necesaria para el éxito político de la integración europea en las próximas décadas. Su puesta en práctica es uno de los elementos básicos para relanzar el proyecto europeo y permitiría regresar

⁹ J. WEILER, «The Constitution of Europe», Cambridge University Press, 1999, p. 68 y ss.

¹⁰ N. SCICLUNA, «EU Constitutionalism in Flux: Is the Eurozone Crisis Precipitating Centralisation or Diffusion?», *European Law Journal*, vol. 18, no. 2, 2012, p. 501.



al método comunitario y evitar la proliferación de pactos intergubernamentales sobre cuestiones económicas.¹¹

11.3. UNA AGENDA DE REFORMAS INSTITUCIONALES

La última «hoja de ruta» del ejecutivo europeo para fortalecer el gobierno del euro es la presentada por Jean- Claude Juncker en junio de 2015, llamada «Realizar la Unión Económica y Monetaria Europea»¹². Se concibe como la lógica continuación del célebre informe de los cuatro presidentes titulado «Hacia una auténtica Unión Económica y Monetaria» liderado por Herman Von Rompuy (entonces Presidente del Consejo Europeo)¹³. Esta vez, participan cinco presidentes en la elaboración del informe: además de Juncker (Comisión Europea) contribuyeron Donald Tusk (Consejo Europeo), Jeroen Dijssbloem (Eurogrupo), Mario Draghi (Banco Central Europeo) y Martin Schulz (Parlamento Europeo). En términos de participación institucional¹⁴, la novedad reside en la implicación «formal» del Presidente del Parlamento Europeo, signo quizás de una toma de conciencia en la cúpula de la Unión Europea de la necesidad de oír la voz de los representantes de los ciudadanos europeos en relación con el diseño de una Unión Económica y Monetaria que les afecta cada vez más.

De hecho, el informe introduce una quinta y última parte titulada «Responsabilidad democrática, legitimidad y consolidación institucional» (el informe de los cuatro presidentes dedicó solo una página y media a «rendición de cuentas y legitimidad democráticas»). El propósito de esta reflexión es reforzar la legitimidad democrática, acorde con «una mayor responsabilidad e integración en la Unión Europea y de la zona del euro»¹⁵. Las reformas institucionales que propone el informe se centran fundamentalmente en fortalecer la supervisión del Parlamento Europeo y de los parlamentos nacionales en el marco del Semestre Europeo, diseñado por la legislación del llamado «Six Pack» y el Tratado Fiscal. Por una parte, el informe propone reforzar los «diálogos económicos» entre el Parlamento Europeo, el Consejo de la Unión, la Comisión y el Eurogrupo a lo largo de las distintas etapas del Semestre Europeo. Estos diálogos consisten de momento en invitar los respectivos presidentes del Consejo, del Consejo Europeo o del Eurogrupo y a un miembro de la Comisión Europea, a comparecer para «debatir sus respectivas decisiones o presentar sus actividades en el contexto del Semestre Europeo»¹⁶. Aunque la explicación es poco clara, la

¹¹ J.M. DE AREILZA, «Poder y Derecho en la Unión Europea», op.cit, p. 124.

¹² Informe presentado el 22 de junio de 2015, disponible en : https://ec.europa.eu/priorities/sites/beta-political/files/5-presidents-report_es.pdf

¹³ Informe del 5 de diciembre de 2012, disponible en: http://www.google.es/url?sa=t&rc=t=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0ahUKewisrbyW6pvPAhUI7BQKHT0xB1YQFggcMAA&url=http%3A%2F%2Fwww.consilium.europa.eu%2Fes%2Fpress%2Fpress-releases%2F2012%2F12%2Fpdf%2Fhacia-una-aut%25C3%2589ntica-uni%25C3%2593n-econ%25C3%2593mica-y-monetaria%2F&usq=AFQjCNH_IomoYyumjnJo6OskSPC5iuDMPA&bvm=bv.133178914,d.d24

¹⁴ Aunque el informe de 2012 se refiere a una «valiosa aportación del Parlamento Europeo».

¹⁵ Informe de 2015, p. 19.

¹⁶ Véase explicación del propio Parlamento Europeo sobre la Gobernanza Económica (junio 2016), p 4. Consultable en http://www.europarl.europa.eu/ftu/pdf/es/FTU_4.1.4.pdf



idea parecería ser «institucionalizar» estos diálogos e ir más allá de la simple invitación. Además, el informe Juncker propone que la Comisión Europea comparezca antes de que el Parlamento emita su dictamen acerca del proyecto de Estudio Prospectivo Anual sobre el Crecimiento.

Este texto propone finalmente que la Comisión Europea comparezca en un pleno del Parlamento Europeo en el momento de la presentación de las recomendaciones específicas por país, es decir durante el mes de mayo de cada año.

Por otra parte, el informe intenta reforzar el dialogo entre las instituciones europeas (Eurogrupo incluido) y los parlamentos nacionales en el marco de la Semana Parlamentaria Europea, durante la cual representantes de los parlamentos nacionales debaten con representantes del Parlamento Europeo, del Consejo, del Eurogrupo y de la Comisión con el fin de facilitar la coordinación de las políticas económicas nacionales a la luz de los objetivos de la Unión Económica y Monetaria. La Semana Parlamentaria forma parte a su vez de la nueva Conferencia Interparlamentaria sobre estabilidad, coordinación económica y gobernanza en la Unión Europea¹⁷, nacida del artículo 13 del Tratado Fiscal de 2012 (Tratado intergubernamental de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza en la Unión Económica y Monetaria). Tiene lugar en el primer semestre de cada año y la co-presiden el Parlamento Europeo y el parlamento del país que ostenta la Presidencia del Consejo. En el segundo semestre, la conferencia tiene lugar en el país que ostenta la presidencia del Consejo.

El Tratado de Lisboa ha consagrado el papel de los parlamentos nacionales en su protocolo nº 1. Aunque todavía queda mucho por hacer, la participación de los parlamentos se concibe como un escalón más en el proceso de legitimidad democrática de las decisiones europeas, en particular en la Unión Económica y Monetaria. Como explican F. Allemant y F. Martucci, refiriéndose a la decisión del Tribunal constitucional alemán de 2011, «la movilización del Parlamento Europeo no constituye una compensación satisfactoria en el terreno de la legitimidad democrática. A diferencia de los parlamentos nacionales, “el Parlamento europeo no es un órgano representativo de un pueblo europeo soberano”»¹⁸, tal y como afirma el juez constitucional alemán.

El informe Juncker propone fomentar la participación de la Comisión y del Consejo en las distintas reuniones de la conferencia interparlamentaria. Se recomienda también potenciar la participación de la Comisión Europea en los debates de los parlamentos nacionales, «relativos tanto a las recomendaciones específicas dirigidas al Estado miembro de que se trate como al procedimiento presupuestario anual»¹⁹. En particular pretende dar «más vitalidad al derecho de convocar a un comisario contemplado en el paquete legislativo sobre supervisión presupuestaria»²⁰.

¹⁷ Véase V. KREILINGER, « La nouvelle conférence interparlementaire pour la gouvernance économique et financière », Notre Europe, Policy Paper, Octobre 2013.

¹⁸ F. ALLEMAND y F. MARTUCCI, « La légitimité démocratique de la gouvernance économique européenne : la mutation de la fonction parlementaire : la mutation de la fonction parlementaire », Revue de l'OFCE 3/2014, p 115-131, p. 117.

¹⁹ Informe Realizar la Unión Económica y Monetaria Europea (2015), p. 19.

²⁰ *Ibid.* p. 20.



Paralelamente al refuerzo del Parlamento Europeo y de los parlamentos nacionales en la toma de decisión en la Unión Económica y Monetaria, el informe dedica un párrafo a abogar por el nuevo papel del Eurogrupo, como foro de debate, promoción y representación de la zona euro. Propone primero dotar de nuevos medios a la presidencia del Eurogrupo. Luego, con mucha cautela, se refiere a la posibilidad de tener una presidencia permanente (a más largo plazo, entre 2017 y 2025), con el objetivo de «desempeñar un papel aún más importante en la representación de los intereses de la moneda única, dentro de la zona del euro y fuera de ella».

Finalmente, el informe se refiere también a la creación de un Tesoro de la zona euro, sin especificar sin embargo cuando se podría o debería producir, ni las características que podría tener. La única condición a su creación parece ser que para las decisiones tomadas colectivamente, se garantice «responsabilidad democrática y legitimidad»²¹. Antes de proponer la creación de ese Tesoro, el informe Juncker advierte que «los Estados miembros de la zona del euro seguirían decidiendo en materia de tributación y sobre la asignación de los gastos presupuestarios en función de las opciones políticas y preferencias nacionales.»²²

Desde un punto de vista puramente legal, el informe propone que antes de junio de 2017 se integre en el marco de la Unión Europea, «el Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza, los apartados pertinentes del Pacto por el Euro Plus y el Acuerdo Intergubernamental sobre el Fondo Único de Resolución»²³ y el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) antes de 2025²⁴.

Estas propuestas son positivas pero insuficientes. La gestión de la moneda común obliga a tratar en el nivel europeo asuntos económicos y sociales de enorme envergadura, incluyendo el futuro del Estado del Bienestar. Se trata de nuevos ámbitos sobre los que es más complicado obtener consensos que cuando el proyecto central europeo se centraba en el mercado y las políticas comunes. Como ha explicado Peter Lindseth, la Unión ha desarrollado legitimidad de resultados («output legitimacy»), incluso durante la crisis del euro, y ha mejorado sus mecanismos para fortalecer su legitimidad de origen («input legitimacy»), con sucesivas reformas de los Tratados desde 1985. Quedan no obstante mejoras por hacer en ambos sentidos, pero sobre todo en una tercera dirección, la consecución de una legitimidad social mayor, equivalente a la expresión del presidente Lincoln «government of the people» (no sólo «for the people» y «by the people»), basada en la identificación de la sociedad europea con las instituciones que gobiernan la Unión Europea²⁵.

²¹ *Ibíd.* p. 20.

²² *Ibíd.* p. 20.

²³ *Ibíd.* p. 22.

²⁴ *Ibíd.* p. 23.

²⁵ P. LINDSETH, «The Eurozone Crisis, Institutional Change and Political Union» en Allen, F.; Carletti, E.; Gray, J. (eds.), «Political, Fiscal and Banking Union in the Eurozone?», European University Institute, Florence and Wharton Financial Institutions Center, FIC Press, 2013.

11.3.1. LA NECESIDAD DE IDENTIFICAR Y DESARROLLAR UN PODER EJECUTIVO DE LA EUROZONA

La solución a medio plazo pasa por identificar mejor quién gobierna la Unión, conforme a qué intereses y valores, y facilitar la rendición de cuentas del poder ejecutivo europeo, hoy una realidad difusa al estar conformada por distintos procesos y actores, tanto europeos como nacionales.²⁶

El proyecto más ambicioso en este sentido sería transformar la Comisión en un Gabinete europeo²⁷, y «pasar de la gobernanza europea a un gobierno europeo»²⁸. La crisis ha demostrado la necesidad de que los ciudadanos europeos entiendan quién gobierna la Unión Europea, y cómo este ejecutivo rinde cuentas, a diferencia de lo que ocurre con el Banco Central Europeo o el Eurogrupo²⁹.

Dicho Gabinete estaría liderado por un jefe de gobierno, resultante de la fusión de ambas presidencias actuales, la de la Comisión y la del Consejo Europeo. Como tal Gabinete sería plenamente responsable ante el Parlamento Europeo.

La Cámara propondría el nombre del presidente del Gabinete, de acuerdo con la interpretación ya prevalente desde las elecciones europeas de 2014 del artículo 17.7. del Tratado de la Unión Europea: «teniendo en cuenta el resultado de las elecciones europeas».³⁰ A su vez, éste debería poder nombrar a todos los miembros de su equipo, en vez de hacerlo a través de un acuerdo intergubernamental previo, según estipula hoy en día para la formación del colegio de comisarios el artículo 17.7 del Tratado de la Unión Europea.³¹ Una vez nombrado el Gabinete, sería refrendado en bloque por el Parlamento Europeo y por el Consejo Europeo.

La Comisión de este modo evolucionaría hacia un verdadero gobierno y dejaría atrás la perniciosa práctica de «un comisario por Estado», instaurada desde la entrada en vigor del Tratado de Niza en 2001, que hace menos eficaz a dicha institución (porque crece en número de miembros con cada ampliación) y le resta independencia (por la tendencia de los gobiernos nacionales, a pesar de la letra de los tratados, de entender como «representantes» a los comisarios que nominan).

²⁶ J. TORREBLANCA, «¿Quién gobierna en Europa? Reconstruir la democracia, recuperar a la ciudadanía», Ed. Catarata, 2014.

²⁷ M. ORTEGA, «La Comisión Europea y el gobierno de la Unión», Fundación Centro de Estudios Internacionales, Marcial Pons, 2012, p. 114 y ss.

²⁸ T. CHOPIN, «Vers un véritable pouvoir exécutif européen : de la gouvernance au gouvernement », Question d'Europe, Fondation Robert Schuman, n° 274, avril 2013.

²⁹ Véase también en ese sentido, T. CHOPIN, « Zone euro, légitimité et démocratie: comment répondre au problème démocratique européen ? », Question d'Europe, Fondation Robert Schuman, n° 387, avril 2016.

³⁰ Cfr. el detallado análisis de cómo se negoció una interpretación amplia del texto del artículo 17.7 del TUE, con el fin de que el Parlamento europeo en tras los comicios europeos de mayo de 2014, pudiera designar por primera vez al nuevo Presidente de la Comisión, a pesar de las resistencias del Consejo Europeo, en N. PEÑALVER Y J. PRIESTLEY, «The Making of a European President», Palgrave Macmillan, 2015.

³¹ Cfr. la propuesta en este mismo sentido, encaminada a fortalecer el poder ejecutivo del Presidente de la Comisión de Y. BERTONCINI Y A. VITORINO, «The Commission Reform: between efficiency and legitimacy», Policy Paper 115, Notre Europe- Jacques Delors Institute, July 2014, p. 14.



El nuevo Gabinete mantendría todas las atribuciones, funciones y competencias de la Comisión actual, pero sería un gobierno europeo reducido (por ejemplo, con un máximo de doce miembros), con el fin de poder restablecer de manera efectiva el principio de colegialidad en la toma de decisiones de la Comisión y mejorar en su eficacia y rendición de cuentas. Los puestos de presidente de la Comisión y del Consejo Europeo coincidirían en una sola persona. La composición del nuevo Gabinete sería refrendado por el Parlamento Europeo y por el Consejo Europeo, actuaría como gobierno de la Unión Europea y de acuerdo con este doble mandato pondría en práctica un programa salido de las elecciones europeas y de las orientaciones para los siguientes cinco años emanadas de la institución que representa a los jefes de Estado y de gobierno de los Estados miembros. Esta transposición del modelo de democracia parlamentaria a la Unión Europea sería entendido como «una Jefatura del Estado colectiva».³²

El Gabinete debería poder disolver la cámara, convocar elecciones y ser cesado por el Parlamento a través de un mecanismo más operativo que el actual sistema de censura previsto en el artículo 234 del Tratado sobre el Funcionamiento de la Unión Europea, que no permite proponer una nueva Comisión mediante un procedimiento constructivo de censura.

Es cierto que las más recientes propuestas informales de Alemania van en sentido contrario al expuesto, porque reclaman la limitación de poderes de la Comisión, apostando a cambio por la coordinación entre gobiernos como *modus operandi* preferido en el desarrollo de la Unión Económica y Monetaria. Pero la propia doctrina constitucional alemana sobre la exigencia de democracia europea, fundada en un Parlamento con plenas potestades, debería llevar a medio plazo a avanzar hacia este modelo de Gabinete europeo, surgido de la Cámara y refrendado por el Consejo Europeo.

Dentro de este gabinete, tendría un papel clave en materia de Unión Económica y Monetaria el Ministro de Economía y Finanzas europeo. De forma muy parecida al Alto representante de la Unión Europea para asuntos exteriores y política de seguridad, debería ser Vice-Presidente de la Comisión Europea (con responsabilidad política, económica y ejecutiva sobre el Euro) y presidir el Eurogrupo. Este doble sombrero ha permitido en el caso del Alto Representante para la política exterior conseguir una mayor coordinación entre las dos instituciones (Comisión y Consejo), y una ejecución más eficaz de la política exterior, diseñada fundamentalmente en el Consejo Europeo. Ha ayudado también a que los ciudadanos europeos identifiquen con más claridad la figura responsable de esa política.

En el caso de la Unión Económica y Monetaria, la creación del puesto de Ministro de Economía y Finanzas europeo supondría distintas ventajas: asentaría la autoridad de las decisiones en materia de política económica, tanto en su vertiente preventiva (coordinación a través del Semestre Europeo) como en su vertiente sancionadora (en caso de procedimiento por déficit excesivo o de puesta en marcha de planes de rescate), gracias al

³² R. DEHOUSSE Y P. MAGNETTE, «Institutional Change in the European Union», en *The Institutions of the European Union*, Peterson, J.; y Shackleton, M.; (eds.), Oxford University Press. 2006, p. 20 y ss.



refuerzo de la legitimidad democrática de sus decisiones, En efecto, el Ministro sería elegido de la misma forma que el Alto representante para la política exterior, gozando así de una doble legitimidad democrática: la de los Estados miembros (a través del Consejo Europeo) y de los ciudadanos europeos (a través del Parlamento Europeo a la hora de ratificar el colegio de comisarios). Una solución que debería convenir al Banco Central Europeo al convertirse en el brazo político de su política monetaria³³.

Esa nueva figura sería especialmente importante para reforzar la legitimidad democrática del Eurogrupo. A pesar de seguir siendo una reunión informal de los ministros de economía y/o finanzas de la zona euro (Protocolo 14 anexo al Tratado de la Unión Europea y al Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea)³⁴, el Eurogrupo juega paradójicamente un papel clave en la Unión Económica y Monetaria. Además, si contase con un presidente a tiempo completo sin responsabilidades nacionales y con una legitimada democrática propiamente europea contribuiría al mejor funcionamiento de la Unión Económica y Monetaria, más aun considerando las importantes decisiones que este «órgano» está llamado a tomar. Como explican P. Craig y M. Markakis, «basta con pensar que hoy en día el eurogrupo y en especial su presidente, es central en todas las grandes iniciativas de la eurozona, en su sentido más amplio, las cuales abarcan los ajustes estructurales, la planificación de indicadores macro económicos, la negociación con los Estados miembros que reciben ayudas según lo estipulado en sus pactos con el MEDE, además de aspectos de la Unión Bancaria».³⁵

Aunque el precio de una reforma de los Tratados es siempre elevado y afronta múltiples riesgos políticos, cuando fuera posible abordarla convendría pensar también en elevar el Eurogrupo a rango a institución Europea o por lo menos de «órgano decisorio», visto las decisiones que puede tomar, con el fin de poder remediar la falta de recurso jurisdiccional a disposición de los ciudadanos europeos. En una sentencia reciente, el Tribunal de Justicia³⁶ ha respaldado el Tribunal General que consideró inadmisibles un recurso contra una declaración del Eurogrupo (durante el rescate chipriota) por no ser un órgano decisorio. La participación de la Comisión Europea y del Banco Central Europeo en las reuniones del Eurogrupo no puede alterar por ahora esa conclusión.

Entre las competencias del Ministro de Economía y Finanzas europeo figurarían las de coordinar las políticas económicas de los Estados miembros, así como de aplicar todas las reglas de la llamada legislación «Six-pack» y «Two-pack» para una gestión eficaz del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Su papel sería no solo de coordinar las políticas económicas dentro del Semestre Europeo, sino de hacerlas aceptar desde un punto de vista político, en particular en caso de ajuste económico o de plan de rescate, a través del MEDE. Al igual que actualmente, el Ministro-Presidente del Eurogrupo presidiría tam-

³³ ENDERLEIN H y HAAS J, « Quel serait le rôle d'un ministre européen des Finances ? Une proposition », Notre Europe, Policy Paper n° 145, Octobre 2015.

³⁴ CRAIG P and MARKAKIS M, «The Euro Area, its regulation and impact on Non-Euro Member States», Oxford Legal Studies Research Paper, N° 11/2016, p 2. Disponible en : http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2741211

³⁵ *Ibid.* p 5.

³⁶ TJUE (Gran Sala), C-105/15 P a C-109/15 P, 20 de septiembre de 2016, apartados 45 a 62.



bién el Consejo de Gobernadores del MEDE, cuya decisiones son ejecutadas por el Consejo de Directores. A más largo plazo, el MEDE se podría convertir en un Fondo Monetario de la eurozona, cuya principal función sería ayudar los países miembros en dificultad con la condicionalidad de un programa de reformas económicas y estructurales. Finalmente, el Ministro europeo sería la cara visible del Euro fuera de la Unión Europea, respondiendo así a una de las preocupaciones del informe Juncker de 2015.

11.3.2. UN PODER EJECUTIVO REFORZADO SOMETIDO A CONTROL POLÍTICO

El Parlamento Europeo, por otro lado, es parte de la solución para politizar las actividades de la Unión Europea, aunque tiende a arrogarse una representatividad y legitimidad social mayor de la que realmente tiene y una capacidad de cooperación con los parlamentos nacionales aún no demostrada³⁷.

No obstante, es necesario seguir dando pasos para que el Parlamento se desarrolle como la institución que representa directamente a todos los ciudadanos europeos y más dotada para debatir sobre distintas ideas para formular una serie de valores que representen el bien común europeo.³⁸ La reducción de sus tres sedes a una sola y el reconocimiento del derecho de iniciativa legislativa serían dos medidas que ayudarían a conseguir este objetivo. Ambas innovaciones exigen reforma de los Tratados.

Una gran transformación que mejoraría el debate europeo y la rendición de cuentas sería conseguir una nueva composición de la cámara, a partir de una fórmula mixta, una mitad de diputados elegidos en elecciones europeas y otra mitad de diputados nacionales, delegados de sus parlamentos³⁹ para servir también como represen-

³⁷ Cfr. las resistencias del Parlamento Europeo a tratar en pie de igualdad a los parlamentos nacionales a la hora de abordar cuestiones europeas relacionadas con el desarrollo de la Unión Económica y Monetaria bien patente en el Informe de la Cámara «Report on constitutional problems of a multi-tier governance in the European Union» (2012/2078 (INI)), European Parliament, Committee on Constitutional Affairs, Rapporteurs: R. GUALTERI Y R. TRZASKOWSKI, November 7, 2013. Ver también, V. KREILINGER, «La nouvelle conférence interparlementaire pour la gouvernance économique et financière», Notre Europe, Policy Paper 100, Octubre 2013.

³⁸ Cfr. el estudio sobre el impacto de la co-decisión del Parlamento Europeo en los últimos veinte años sobre el equilibrio institucional y el fortalecimiento de la democracia en la UE de C. BURNS, A. RASMUSSEN Y C. REH, «Legislative codecisión and its impact on the political system of the European Union», Journal of European Public Policy, vol. 20, 7, 2013.

³⁹ De hecho, como es bien sabido, antes de la elección de los diputados del Parlamento Europeo por sufragio universal directo (que se produjo por primera vez en las elecciones de 1979 después de la adopción del Acto del 20 de septiembre de 1976 [Acto por el que se eligen los representantes en el Parlamento por sufragio universal directo. DO L 278, 5/10/1976]), los diputados europeos eran elegidos entre los diputados nacionales y conservaban ese doble mandato. Luego, a pesar de la elección directa de los diputados europeos por parte de los ciudadanos europeos, nada le impedía hasta 2002 (Decisión del Consejo del 25 de junio 2002 y 23 de septiembre de 2002 por la que se modifica el Acto relativo a la elección de los diputados al Parlamento europeo por sufragio universal directo, DOCE L 283/1) ser también diputados nacionales. Es por lo tanto solo en esa fecha, con ocasión de la reforma del Acto de 20 de septiembre de 1976 que se suprimió esa facultad. Véase al respecto, «Building Parliament: 50 years of European Parliament History 1958–2008», European Parliament Series, 50th Birthday, bajo la dirección de Y.MENY, en particular p. 38-39. Disponible en: http://www.ab.gov.tr/files/ardb/evt/1_avrupa_birligi/1_1_tarihce/50_years_of_european_parliament_history.pdf



tantes europeos. Sería una manera de reconectar en el día a día las democracias nacionales con la europea, aunque para eso, habrá que encontrar fórmulas para conciliar las dos cargas de trabajo.

Igualmente, otra propuesta por explorar sería la de crear un sub-parlamento de la zona euro, dependiendo del propio Parlamento Europeo, al igual que existe el Eurogrupo como órgano informal del Consejo de la Unión Europea⁴⁰. Dentro del actual Parlamento Europeo existe ya una comisión para asuntos económicos y monetarios (ECON) competente para para «la Unión Económica y Monetaria (UEM), la regulación de los servicios financieros, la libre circulación de capitales y pagos, la fiscalidad y las políticas de competencia y el sistema financiero internacional»⁴¹. Su cometido es fundamentalmente la de examinar las propuestas legislativas en esos ámbitos, además de proponer la adopción de resolución por parte del pleno del Parlamento en su conjunto.

Pero su visibilidad es muy limitada, aunque cuente con 61 miembros. No representa ni la décima parte de los miembros del Parlamento Europeo, aunque participa en la adopción de decisiones de enorme trascendencia para los ciudadanos europeos. Tener un sub-parlamento de la zona euro ante el cual el Eurogrupo, el MEDE (a su vez presidido por el presidente del Eurogrupo) y cualquier institución de la zona euro pueda rendir cuentas mejoraría también la legitimidad de la zona euro. No es ni mucho menos incompatible con la actual comisión ECON. Simplemente serían dos órganos distintos con funciones distintas (la comisión ECON tendría una función más técnica mientras que el sub-parlamento una función más política). En ningún caso se convertiría en un nuevo parlamento, sino que funcionaría como una nueva formación dentro del Parlamento Europeo (es decir compuesta por miembros del Parlamento Europeo de los Estados miembros de la zona euro), distinta a su vez de las 20 comisiones que ya existen (art 201 del Reglamento Interno del PE sobre competencias de las comisiones). A largo plazo, podría coincidir con el Parlamento Europeo una vez que todos los Estados miembros adopten el euro como moneda (salvo Suecia, si consideramos que dentro de quizás dos años el Reino Unido ya no estará en la Unión Europea).

Por otra parte, reforzar el papel de los parlamentos nacionales podría permitir reconectar los ciudadanos europeos con la Unión Económica y Monetaria. Una solución pasa sin lugar a dudas por facilitar el dialogo entre los parlamentos nacionales y el Parlamento Europeo (en el marco de la Conferencia Interparlamentaria) o entre los parlamentos nacionales y las instituciones de la zona euro, tal y como lo propuso el informe Juncker de 2015. Además, se podrían recomendar (siendo una decisión de organización constitucional propia a cada Estado miembro) la adopción de nuevos mecanismos de control desde los parlamentos nacionales, en cada Estado miembro. En efecto, como

⁴⁰ Esta propuesta va más allá de otra propuesta respaldada por varios autores relativa a la creación de una sub-comisión de la zona euro dentro del Parlamento Europeo (véase por ejemplo Y. BERTONCINI, «Les parlements de l'Union Européenne et la gouvernance de l'Union Economique et Monétaire», Notre Europe, Tribune, 11 avril 2013, p 4. Véase también, T. CHOPIN, «Zone euro, légitimité et démocratie: comment répondre au problème démocratique européen », Question d'Europe, n°387, abril 2016, p. 8).

⁴¹ Véase página web del Parlamento Europeo: <http://www.europarl.europa.eu/committees/es/econ/home.html>



apunta Y. Bertoncini, existe una gran variedad entre los Estados miembros en la implicación de sus parlamentos en controlar las normas adoptadas por los gobiernos nacionales en materia de Unión Económica y Monetaria. Concluye por lo tanto que «es en efecto en el seno de los Estados miembros que el ‘déficit democrático’ relativo a los asuntos europeos es el más substancial, ya que numerosos gobiernos pueden adoptar decisiones claves a nivel europeo sin que su acción este sometida a un control y a un debate público reales»⁴².

11.4. EL DILEMA DE LAS DOS VELOCIDADES EN LA UNIÓN EUROPEA POST-BREXIT

Otro gran asunto que se plantea cada vez que se piensa en las siguientes reformas políticas e institucionales en la Unión es la puesta en pie de una eurozona más integrada, incluso como un «núcleo duro federal», para conseguir una integración más estrecha entre sus miembros. El gobierno francés se ha manifestado en ocasiones recientes favorable incluso a la creación de un Parlamento europeo solo para la eurozona. Jean Claude Piris ha sugerido dar el primer paso en esta dirección al sugerir la creación de una «Eurozona plus» (los miembros del euro más otros Estados de la Unión Europea que quisieran unirse)⁴³, como un modo de mejorar el funcionamiento de la Unión Económica y Monetaria. Estaría basado en un acuerdo intergubernamental similar al del Tratado Fiscal de 2012 adoptado por 25 Estados miembros, sin reforma previa de los tratados ni grandes alteraciones del marco institucional existente. No obstante, con el tiempo, esta «Eurozona plus» quedaría regulada por los tratados europeos.

La propia canciller alemana se ha mostrado partidaria de hacer, a medio plazo una reforma de los tratados para incorporar los pactos intergubernamentales que han sido parte del rediseño del euro. Como ha explicado Fernando Fernández, «la magnitud de los retos a los que se enfrenta el diseño de una nueva unión monetaria hace muy complicado seguir con interpretaciones flexibles de los textos actuales; interpretaciones que dan lugar a soluciones particularmente complejas y sujetas a su constante cuestionamiento legal ante cualquier Tribunal Superior».⁴⁴

En este sentido, la citada propuesta de Piris ofrece soluciones jurídicas inteligentes al reto de reforzar la eurozona con normas propias e introduce la flexibilidad suficiente para gestionar la diversidad de intereses y agendas nacionales presente en la Unión de veintiocho Estados miembros.⁴⁵ Pero conviene sugerir que el proyecto de un «núcleo duro» debe respetar la peculiaridad jurídica y política de la Unión Europea,

⁴² Y. BERTONCINI, «Les parlements de l'Union Européenne et la gouvernance de l'UEM», *Notre Europe*, Tribune, 11 avril 2013, p. 3.

⁴³ J.C. PIRIS, «The future of Europe: towards a two-speed European Union?», Cambridge University Press, 2011, p. 6.

⁴⁴ F. FERNANDEZ, «Anuario del Euro 2014», dir. F. Fernández, Fundación de Estudios Financieros y Fundación ICO, 2014, p. 34.

⁴⁵ K. DERVIS, «Visions for Europe: Democratic Legitimacy and EU Institutions», en *Europe's Crisis, Europe's Future*, K. Dervis & J. Mistrál (eds.), Brookings Institution Press, 2014, p. 185.



formulada por Joseph Weiler como un orden constitucional sin un «*demos*» constitucional, una realidad que funciona mientras la centralización sea menor que la de un Estado federal aunque su Derecho haya sido internalizado como parte del orden doméstico.⁴⁶

La operación de abordar una mayor diferenciación de la eurozona no está exenta de riesgos, por las tensiones políticas que se generaría en un esquema de Europa a dos velocidades entre los miembros del primer círculo concéntrico y los del siguiente, y la amenaza a la integridad del mercado interior y al derecho comunitario compartido por todos, las dos redes que crea interdependencia y unidad europea. Cabe recordar que el mercado interior sigue siendo el gran proyecto europeo, con más potencial de crecimiento económico y más consenso que ninguna otra tarea común. El crecimiento y la prosperidad futura no vendrán de la moneda, sino de mejorar las reglas del mercado interior y hacer reformas para ser más competitivos. En áreas como la energía, los servicios, la economía digital o el libre comercio con terceros queda mucho por hacer. La ventaja añadida no son solo los resultados económicos potenciales, sino que éste es el proyecto que mayor consenso político genera entre todos los Estados miembros.

La eurozona no requiere una Europa a dos velocidades, ni tampoco «la creación de una nueva entidad política», como han sugerido entre otros Giorgio La Malfa, antiguo ministro de Asuntos Europeos italiano⁴⁷, sino mejores instrumentos propios, incluido una revisión del papel del Banco Central Europeo, y más política y deliberación en torno a los valores que guían y explican sus decisiones.⁴⁸

Una vez anunciado el Brexit, los riesgos de configurar una Unión a dos velocidades aumentan. Los Estados miembros que fueran eventuales participantes en la segunda velocidad podrían tener la tentación de pedir tanto la salida de la Unión Europea como la solución a medida que consiga el Reino Unido.

11.5. PROBLEMAS JURÍDICOS Y POLÍTICOS PARA REFORMAR LOS TRATADOS UE

La reforma institucional del gobierno de la Unión Económica y Monetaria requiere en muchas de nuestras propuestas una reforma de los Tratados. La única propuesta que se podría implementar sin reforma de los Tratados es probablemente la de la presidencia única del Consejo Europeo y de la Comisión Europea⁴⁹. En efecto, bastaría con un acuerdo institucional con «carácter vinculante», tal y como está previsto desde el Tratado

⁴⁶ J. WEILER, «Dialogical Epilogue», en *The Worlds of European Constitutionalism*, J. Weiler, G. De Búrca (eds.), Cambridge University Press, 2012, p. 269.

⁴⁷ G. LA MALFA, «The Euro: Hopes Betrayed», *Aspenia Review*, Aspen Institute Italia, vol. 67, 2015, 197-214.

⁴⁸ J.M. BENEYTO «Unidad y Flexibilidad en el futuro de la Unión Europea», Biblioteca Nueva e Instituto Universitario de Estudios Europeos Universidad CEU San Pablo, 2010.

⁴⁹ Véase T. CHOPIN, 2016, p. 6.



de Lisboa por el artículo 295 del TFUE. Actualmente, el artículo 15 del TUE prohíbe al presidente del Consejo Europeo ejercer a la vez un mandato nacional, pero no otro mandato europeo. En el caso del Presidente de la Comisión Europea, podemos razonablemente pensar que la prohibición enunciada por el artículo 245 TFUE («los miembros de la Comisión no podrán, mientras dure su mandato, ejercer ninguna actividad profesional, retribuida o no») no se aplicaría al asumir la presidencia del Consejo Europeo, tal y como ocurre con el puesto de Alto representante de la Unión Europea para la Política Exterior que es Vice-Presidente de la Comisión Europea y presidente a la vez del Consejo de Ministros de Asuntos Exteriores.

El resto de las reformas institucionales propuestas requeriría en cambio una reforma de los Tratados. Como es bien sabido, acorde con el artículo 48 TUE, existen desde el Tratado de Lisboa, dos modos de revisión de los Tratados: uno simplificado (artículo 48.6 TUE) y otro ordinario (artículo 48.2 TUE y apartados siguientes). El simplificado se limita a la reforma de la Tercera Parte del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea (Políticas y acciones internas de la Unión) y excluye una reforma de las competencias de la Unión Europea. La principal diferencia con el proceso ordinario reside en la posibilidad de reformar la tercera parte del TFUE sin necesidad de elaborar un Tratado internacional de revisión que necesitaría un proceso de ratificación por parte de los Estados miembros. Se necesita en todo caso el acuerdo unánime de todos los miembros en el Consejo Europeo, además de la aprobación también unánime de todos los Estados miembros. Esa posibilidad ha sido utilizada por primera vez en 2011 para reformar el artículo 136 del TFUE⁵⁰ y fue objeto de la sentencia Pringle del Tribunal de Justicia de la Unión Europea en noviembre 2012⁵¹.

En cambio, en caso de procedimiento ordinario, el proceso es mucho más largo y rígido. Constituye sin lugar a dudas una particularidad del método comunitario, contrariamente a lo que puede suceder en el marco internacional.

El artículo 48.2 TUE se refiere la convocatoria de una Convención (una Conferencia Intergubernamental ampliada, siguiendo el modelo al que se recurrió para proponer una Constitución para la Unión Europea) y, por supuesto, a la ratificación unánime del Tratado internacional de reforma por parte de todos los Estados miembros, en un plazo de dos años. Aunque el proceso de elaboración del texto reformado tiene el inmenso mérito de intentar estar abierto y transparente, la experiencia ha demostrado que el proceso de ratificación puede ser caótico y arriesgado. En efecto, todos los Estados miembros tienen que dar su visto bueno a la reforma, siguiendo sus propias normas constitucionales de ratificación de acuerdos internacionales, vía parlamentaria o vía refrendaría. En otros términos, si un Estado se opone, la reforma del Tratado no puede entrar en vigor aunque haya sido ratificada por una mayoría de Estados miembros (aunque el artículo 48.5 TUE prevé que el Consejo Europeo tendrá que examinar «la cuestión» si un Estado miembro ha «encontrado dificultades para proceder a dicha ratificación»). Acordémonos de la fallida ratificación de la Constitución Europea (2004) o de la caótica ratificación del

⁵⁰ Véase M-J GAROT, «El gobierno del Euro», Anuario del Euro 2013, p. 264.

⁵¹ TJUE, C-370/12 del 27 de noviembre de 2012.



Tratado de Lisboa (2007), después de un primer rechazo de los irlandeses. Es claramente una de las paradojas de la democracia en la Unión Europea: aunque una mayoría de ciudadanos europeos (directa o indirectamente) han expresado su acuerdo a una revisión de los Tratados Europeos, basta que una mayoría –incluso muy corta– de ciudadanos en un solo Estado miembro se opongan para que el Tratado revisado no pueda entrar en vigor (en el caso Irlandés de 2008, unos 862.415 ciudadanos votaron ‘no’ y 752.451 optaron por el “sí”, es decir que un poco más de 100.000 votantes estuvieron a punto de decidir de la suerte de unos 500 millones de Europeos).

¿Cómo explicar entonces que los socios europeos sigan corriendo este riesgo, a la vista entre otras cosas del número elevado de socios? Por varias razones: primero, porque los Estados no quieren renunciar a este inmenso poder que les brinda el artículo 48 TUE, que les sitúa en pie de igualdad a la hora de negociar los tratados. Es también una garantía de que el Tratado sea el resultado de una verdadera búsqueda de consenso entre todos los socios europeos. Segundo, porque para cambiar esta regla de la unanimidad, haría falta también la unanimidad. Tercero, porque este principio se puede leer también como una expresión más del principio de igualdad, no solo entre los Estados miembros (la ratificación o el rechazo de Irlanda vale igual que la ratificación o el rechazo de Francia), sino también entre los ciudadanos europeos (el voto de un ciudadano irlandés vale igual que el voto de un ciudadano francés). Como dice Carlos Closa, «la unanimidad protege *demos* separados: sin embargo, al imponer la decisión de uno de esos *demos* a todos los demás, se está creando tácitamente un único *demos* (es decir los ciudadanos están sometidos a la misma ley y por lo tanto, deben participar en la decisión)»⁵².

Resulta difícil cambiar por lo tanto la regla de la unanimidad para ratificar una reforma los Tratados, fuera de las posibilidades que ofrece el procedimiento abreviado. Sin embargo, incluso en el marco europeo (aunque formalmente fuero del marco «comunitario»), algunos tratados han podido seguir sus propias reglas de ratificación para acelerar su entrada en vigor. Como es bien sabido, el Tratado Fiscal (Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza) aunque firmado por 25 de los entonces 27 Estados miembros de la Unión Europea entró en vigor en enero de 2013, después de que 12 Estados miembros (de los entonces 17) de la zona euro lo hayan ratificado. Una amplia mayoría de $\frac{3}{4}$ fue entonces suficiente para permitir la entrada en vigor del nuevo Pacto⁵³.

Sabiendo que nuestras propuestas buscan reforzar la eficacia, la legitimidad democrática así como la rendición de cuentas del gobierno del Euro (que todos los Estados miembros a largo o corto plazo, salvo Suecia, están llamados a adoptar como moneda única), podríamos pensar en reformar el modo de revisión de los Tratados, requiriendo unanimidad en el Consejo Europeo y mayoría de $\frac{4}{5}$ ⁵⁴ de todos los Estados

⁵² C. CLOSA, «Tras Irlanda : referéndum y unanimidad», ARI nº 62/2008, Real Instituto Elcano, 16 de Junio de 2008.

⁵³ Al respecto, se puede leer el interesante análisis jurídico-político de esa regla de entrada en vigor: C. CLOSA, «Jugando a ratificar: las reglas de entrada en vigor del nuevo Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza del euro», Real Instituto Elcano, ARI 15/2012,7/3/2012.

⁵⁴ Esa mayoría ampliada es la que hace referencia el propio artículo 48. 5 del TUE (cuyo principal valor es intentar buscar una salida en caso de bloqueo por parte de uno o varios Estados miembros): «Si, transcurrido un plazo de dos años desde la firma de un tratado modificativo de los Tratados, las cuatro



miembros a favor de la ratificación (por vía parlamentaria o de referéndum) para entrar en vigor. Claro está sin embargo que para poder introducir esa reforma, habrá que modificar los Tratados siguiendo el actual procedimiento ordinario del artículo 48 TUE.

La secuencia sería entonces la siguiente: 1) reforma de los Tratados siguiendo el procedimiento ordinario para introducir el nuevo procedimiento de reforma; 2) reforma introduciendo las propuestas institucionales; 3) ratificación siguiendo el nuevo proceso.

Siendo más preciso, el nuevo procedimiento sería el siguiente: convocatoria por mayoría simple del Consejo Europeo de una Convención, adopción por consenso por parte de la Convención de una recomendación de revisión de los Tratados, adopción por unanimidad del Consejo Europeo del acuerdo de revisión, proceso de ratificación de los Tratados modificados en los distintos Estados miembros, entrada en vigor de los Tratados cuando 4/5 de los Estados los hayan formalmente ratificados, siguiente sus reglas constitucionales de ratificación de tratados internacionales.

Este nuevo procedimiento atiende las demandas de los representantes máximos de los Estados miembros reunidos en el Consejo Europeo y les permite incluso en su caso bloquear la entrada en vigor de las reformas (aunque desde un punto de vista político, parece complicado pensar que un Estado se vaya a oponer a una reforma apoyada por una Convención). Por otra parte, el proceso de ratificación en los Estados miembros permite hacer oír la voz de los ciudadanos europeos sin que la regla de la mayoría en un solo Estado miembro pueda bloquear la entrada en vigor del nuevo Tratado modificado.

6. CONCLUSIONES

Animados por el deseo de buscar soluciones a la profunda crisis vivida actualmente en la Unión Europea y que afecta en particular a la Unión Económica y Monetaria, hemos avanzado una serie de propuestas. Lo que debería guiarnos no es avanzar de forma poco crítica hacia «más Europa» sino más bien dibujar una «mejor Europa», que pueda contar con el respaldo de los ciudadanos europeos, que como la sentencia van Gend en Loos (1963) recuerda, son también destinatarios del proyecto europeo. La célebre fórmula que definió el proyecto europeo en el preámbulo del Tratado de Roma de 1957 como la búsqueda de «una unión cada vez más estrecha entre los pueblos europeos» debe seguir siendo el motor del proceso de integración europea.

Aunque este gran objetivo de la integración cumple sesenta años en marzo de 2017, puede seguir gozando de buena salud e incluso encontrar una nueva juventud.

Sin lugar a dudas, alcanzar esa unión cada vez más estrecha pasa por reformar las instituciones y el proceso de toma de decisión europea para que los ciudadanos europeos puedan entender, identificar y en su caso mostrar su disconformidad con quienes son los actores principales en este proceso. Además de reforzar la legitimidad democrática de la acción europea, una mejor comprensión del proceso de decisión europea debería

quintas partes de los Estados miembros lo han ratificado y uno o varios Estados miembros han encontrado dificultades para proceder a dicha ratificación, el Consejo Europeo examinará la cuestión.»



poder a su vez reducir la brecha entre las instituciones europeas y los ciudadanos. Como hemos argumentado, esa necesidad es especialmente imperiosa en la Unión Económica y Monetaria si la Unión Europea en su conjunto quiere ser capaz de luchar contra las variadas amenazas que pueden hacer tambalear el edificio europeo.

La crisis del euro y el Brexit han demostrado también que «más Europa» sin un claro refuerzo del principio democrático no puede ser la solución, de allí nuestra propuesta para conciliar unos mecanismos de limitación de competencias con una necesaria flexibilidad para que el proyecto pueda avanzar sin romperse.

Avanzar en el proceso de integración europea pasa por lo tanto por reforzar la participación democrática directa o indirecta de los ciudadanos europeos e limitar la cesión de competencias de manera flexible, racional y global.

Por último, pensamos que el reclamo continuado de liderazgo europeo tiene que ser realista y no caer en el pensamiento mágico con el que se buscan soluciones sencillas y hombres fuertes en momentos de debilidad institucional y contextos globales adversos, como los que atravesamos en estos años. El liderazgo que ha hecho avanzar la integración europea ha sido siempre pragmático, adaptativo, con un estilo transaccional y unos objetivos incrementales. Más que nunca esta necesidad de una política europea sin héroes está justificada en nuestro tiempo, acompañada de una gran tolerancia a las ambigüedades en los objetivos y los medios con los que contamos para afianzar una Unión asediada por las crisis.

ENTIDADES PATRONO
de la Fundación de Estudios Financieros

BANCO SANTANDER, S.A.
TELEFONICA, S.A.
BBVA
CITI
BANCO SABADELL
BANKIA
CLIFFORD CHANCE
FIDELITY WORLDWIDE INVESTMENT
INDITEX
KPMG
LA CAIXA
BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑÓLES
URIA & MENENDEZ
ACS
BANCO POPULAR
CAJA RURAL CASTILLA LA MANCHA
DELOITTE
ENDESA, S.A.
EY
FUNDACIÓN MUTUA MADRILEÑA
MAPFRE
ZURICH ESPAÑA
MIRABAUD
BAKER & MCKENZIE
J&A GARRIGUES, S.L.
CECA

ENTIDAD FUNDADORA
INSTITUTO ESPAÑOL DE ANALISTAS FINANCIEROS

