



RESUMEN EJECUTIVO

FERNANDO FERNÁNDEZ¹

1. UN AÑO ILUSIONANTE EN EUROPA

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

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

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



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

Políticamente se ha recuperado la ilusión y la confianza en Europa. Han bastado unos cuantos acontecimientos singulares. Primero, las derrotas sistemáticas de los populistas anti europeos que han sido incapaces de romper su techo de cristal en Francia, Alemania, Holanda, Italia, España, e incluso Polonia y Austria entre otros. Segundo, la Arcadía feliz del Brexit se ha convertido en una pesadilla que no suscita deseo de emulación ni contagio alguno, a medida que se ponen de manifiesto las crecientes complicaciones de su aplicación, los costes económicos, sociales y humanos de su materialización y las implicaciones políticas y estratégicas para un Reino Unido desconcertado. Tercero, Francia, el eterno enfermo de Europa, ha recuperado la autoestima y renovado su liderazgo europeo de la mano de un Presidente joven y ambicioso que ha puesto en la agenda política una idea de la Unión que, más allá de su contenido concreto, recupera el espíritu fundacional de una siempre creciente integración. Cuarto, Alemania ha renovado su compromiso europeo de la mano de la canciller Merkel, no sin dificultad pero de manera indiscutible. Un compromiso que es tanto económico –unión bancaria y fiscal– como moral –inmigración y refugiados– y político –seguridad y defensa–. Y quinto, y me alegra afirmarlo porque he sido muy crítico de su actuación, la Comisión Juncker ha terminado por poner encima de la mesa un ambicioso proyecto de transformación institucional hacia la unión bancaria, fiscal, económica, social, de defensa y seguridad, que constituye un auténtico mapa de ruta hacia un nuevo Tratado constituyente². Al actuar así, la Comisión ha recuperado el *método comunitario* y marcado la agenda europea durante los próximos años, a pesar del rechazo inicial del Consejo que siente amenazado su liderazgo y cuestionado su procedimiento de avanzar mediante acuerdos internacionales abiertos a los países comunitarios que quisieran adherirse. Avanza la Unión y pierden terreno las geometrías variables, las cooperaciones reforzadas, las alianzas ad hoc.

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

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



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

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

El Anuario del año pasado concluía reclamando un nuevo Tratado desde el pesimismo de sus escasas posibilidades políticas. Este año 2017 termina con la convicción de que más pronto que tarde habrá un nuevo Tratado. Convicción compartida con mayor o menor intensidad por todos los que siguen la actualidad política económica europea. Esa es la verdadera dimensión del cambio político sucedido en Europa gracias al renacido liderazgo franco alemán. Sigue habiendo algunas diferencias profundas, sigue habiendo dos versiones enfrentadas del *steady state* final de la Unión Monetaria Europa³, en realidad de la propia Unión Europea. Porque esa ha sido una consecuencia prácticamente unánime del Brexit, que la diferencia entre la UEM y la UE es ya sólo transitoria, para acomodar distintos ritmos de ajuste y adaptación a la situación final, que será una Unión con una moneda única y más integración política.

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

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



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

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

2. LA REFUNDACIÓN INSTITUCIONAL DE LA UNIÓN EUROPEA

Al terminar el año 2017 hay un gran proyecto concreto de reforma de la Unión Monetaria encima de la mesa, el propuesto en diciembre por la Comisión Juncker⁴. A la que han seguido una anunciada contrapropuesta francesa, publicada en la prensa con un cierto detalle, y una supuesta reacción de la canciller alemana que no es ni puede ser aún oficial pues se encuentra en funciones. El partido ha empezado y las reglas de juego marcadas.

La Comisión había publicado en junio de 2015 el Informe de los Cinco Presidentes⁵ que constituyó la primera vez que se presentaba una hoja de ruta sistemática para dar respuesta a los fallos de diseño de la Unión Monetaria que la crisis había puesto de manifiesto. Este documento inició un debate necesario que tras muchas vicisitudes, ver Anuarios 2015 y 2016, parecía haberse perdido en los arcanos de la política europea

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

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



hasta que ya este año 2017 la Comisión publicó el Libro Blanco sobre el Futuro de Europa⁶ que retomaba la agenda de las reformas institucionales y al que siguieron cinco documentos de reflexión, los llamados *Reflection Papers on the Future of Europe*, de los que tres son particularmente relevantes a nuestros efectos, los que tratan sobre la Profundización en la Unión Económica y Monetaria⁷, sobre el Futuro de las Finanzas y el Presupuesto de la Unión⁸, y sobre la Dimensión Social de Europa⁹. He criticado duramente estos documentos¹⁰, en su forma y en su contenido. Por su forma porque a fuer de querer hacer divulgación y llegar a públicos más amplios y menos especializados, la Comisión cae en el simplismo con lenguajes, ejemplos e ilustraciones tan sesgados y populistas como los que dice combatir. En cuanto al contenido porque la Comisión parecía renunciar a liderar a la opinión pública y se limitaba a diseñar escenarios simplistas, sin ninguna profundidad, y a enumerar las cuestiones pendientes, los debates abiertos y las diferentes propuestas ya formuladas y conocidas desde hace años, sin expresar ninguna preferencia. Parecía querer situarse más como árbitro imparcial que como gobierno europeo. Más aún, en el más puro y desesperante estilo participativo europeo la Comisión abrió después un intenso proceso de solicitar opiniones y buscar consensos, a través de mesas redondas y debates sin fin en las principales capitales europeas hasta el mes de octubre.

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

Reformas en un horizonte 2018-2025 que son muy ambiciosas y sin duda polémicas. Reformas que han sorprendido por su profundidad y alcance y que han permitido a la Comisión recuperar su perdido liderazgo. Hay obviamente muchos aspectos criticables. Habrá que matizar, enmendar, perfeccionar y completar muchas de ellas¹¹. Pero siem-

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

⁷ COM (2017) 291, 31 de mayo de 2017.

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

⁹ COM (2017) 206, 26 de abril de 2017.

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

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



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

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

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

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



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

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

Desde una interpretación más personal, este capítulo presenta lo que podríamos llamar el consenso de Bruselas¹², que contrapone a los augurios catastrofistas, injustos e infundados, sobre el futuro de la UEM tan frecuentes en autores norteamericanos tan diversos como Feldstein, Stiglitz o Krugman. Consenso de Bruselas que define en una frase: «los problemas de la UEM se han debido más a errores de diagnóstico en los desequilibrios nacionales ... o a los fallos de política económica de sus gobiernos que a los defectos estructurales del diseño inicial establecido en Maastricht». Consenso que no comparto, como saben los autores de cualquier edición de este Anuario, y que precisamente ha retrasado la corrección de estos fallos institucionales, –unión bancaria, unión fiscal, eurobonos, etc.– y que ha alargado y profundizado innecesariamente la crisis. Ha habido evidentes fallos de diagnóstico, pero estos han estado tanto en Bruselas y las autoridades comunitarias como en los gobiernos de los Estados Miembros. Y ha faltado entre las primeras el liderazgo y la claridad de ideas que se les suponía.

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

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



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

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

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

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



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

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

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

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

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



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

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

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



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

A continuación, José Ramón Díez, del servicio de Estudios de Bankia, describe y analiza la política monetaria de la Unión. Un tema que será el protagonista de la actuación, y de las críticas, del BCE en 2018, pues ya nadie discute que la autoridad monetaria europea ha iniciado el camino de la normalización de tipos y de su balance¹³, sino cuándo y con qué intensidad se habrá de producir la primera subida de tipos oficiales. Normalización que es consecuencia del cambio fundamental en las condiciones económicas de la Eurozona, en plena recuperación generalizada como ya hemos comentado, pero también, en palabras del autor, de la necesidad de: (i) ir recuperando grados de libertad de la política monetaria, (ii) no extender en el tiempo anomalías que pueden estar distorsionando las decisiones de los agentes y (iii) evitar las vulnerabilidades en las exigentes valoraciones existentes en los mercados de valores o en los reducidísimos niveles de volatilidad¹⁴.

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

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

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

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



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

Para terminar, el autor describe el escenario esperable de esa normalización monetaria, apartándose ligeramente del consenso de mercado, no tanto en el orden pero sí en los tiempos. Primero, continuar la reducción paulatina de las compras netas manteniendo la reinversión del principal de los títulos que vayan venciendo. Segundo, ajustar en el tránsito 2018-19 el corredor de tipos disminuyendo el coste de la facilidad de depósitos, lo que ya podría tener un impacto notable en el euríbor a 12 meses llevándolo a terreno positivo¹⁶. Finalmente, la subida efectiva del tipo de intervención, que no se produciría hasta la primavera del año 2019. Me preocupa este consenso benigno, porque personalmente creo que todos los riesgos son al alza, dada la fortaleza de la economía europea, y más aún si, como argumentamos en este Anuario, se producen avances significativos en completar la Unión Monetaria. Como me preocupa que el comprensible énfasis que están poniendo los bancos centrales, y que refleja este capítulo, en buscar una transición suave y sin sorpresas que evite picos en las rentabilidades de los activos, pueda convertirse en un inmenso riesgo moral. Pues pareciera que es responsabilidad de los bancos centrales asegurar la rentabilidad de los inversores o al menos evitarles sustos (el denominado *Greenspan put*). Cuando no hay duda que en este ciclo ha habido tiempo más que suficiente, y advertencias y avisos hasta la saciedad, para entender los riesgos que se están acumulando.

Gerard Arqué, Enric Fernández, Pau Labró y Estel Martín de Planificación Estratégica y Estudios de Caixabank, analizan en el capítulo 5 las ventajas, dificultades y posibilidades reales de las fusiones bancarias paneuropeas. Circula hace tiempo la idea de que los inversores crearán en la Unión Monetaria Europea cuando vean bancos europeos, bancos minoristas con presencia significativa en varios países de la UEM. Lo cierto es que a la fecha no hay ninguno¹⁷, que las últimas fusiones europeas han sido nacionales y las pocas que no lo son han sido mayoritariamente fuera de la Eurozona. Y lo cierto también es que los consejeros del BCE no pierden oportunidad de alentar y predicar sobre las bondades de las fusiones transnacionales, hasta el punto de que algunas declaraciones levantan la suspicacia de las autoridades de la competencia. Por mucho menos la CNMC ya hubiera abierto expediente a la AEB.

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

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

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



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

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

A analizar los obstáculos internos y a explorar vías para reducir la fragmentación regulatoria aún existente se dedica la última parte de este capítulo. Un obstáculo regulatorio obvio es la ausencia de un esquema europeo de depósitos, no solo porque mantiene el nexo riesgo bancario soberano y dificulta la gestión de las eventuales crisis bancarias, sino porque impide gestionar de forma conjunta la liquidez de una entidad paneuropea. Sorprende en este sentido que la última propuesta de la Comisión¹⁸ al respecto, suponga un auténtico paso atrás al eliminar permanentemente del proyecto la tercera fase de plena mutualización y se queda muy corta a la hora de crear un auténtico terreno de juego equilibrado. Como escriben los autores, «no parece coherente que un banco europeo se supervise y resuelva a nivel europeo, pero si quiebra un banco con oficinas en todos los países euro deban ser los fondos de depósitos nacionales los que compensen, cada uno por separado y en función de sus posibilidades, a sus nacionales». En mi opinión es completamente insuficiente y constituye una línea roja del proyecto común.

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

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



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

Francisco Uría, socio principal de KPMG abogados, entra de lleno en el siguiente capítulo, el sexto, en el análisis de la tríada mejora, convergencia y estabilidad regulatoria en la UEM. La crisis financiera ha producido, como es bien sabido, un diluvio regulatorio global, europeo y español. Si le añadimos el activismo judicial, podemos concluir que ha afectado de manera sustancial al modelo de negocio de las entidades y a su rentabilidad. Por eso se impone con urgencia, escribe, un doble ejercicio; por un lado, la revisión de la regulación aprobada tratando de detectar duplicidades, redundancias y contradicciones y por otro incentivar el uso de las nuevas tecnologías para facilitar tanto el cumplimiento como la propia implementación de la nueva regulación. Algo se ha hecho ya en el seno de la EBA, en el ámbito académico¹⁹ y en el FSB, Consejo de Estabilidad Financiera, pero faltan estudios sistemáticos. Sin embargo, dos conclusiones emergen ya claramente: hay efectos no deseados sobre el desempeño conjunto de la economía y estos efectos son mayores en las normas nacionales que en las internacionales. Avanzo mi opinión de que esto último se produce porque la legislación y regulación nacional está más ligada al populismo político y a la aparente necesidad de generar respuestas rápidas a problemas complejos.

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

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

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



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

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

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

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



to no es el caso español. No veo el mapa político europeo muy partidario. Creo además que la premisa en la que se basa este artículo es cuanto menos ingenua, técnicamente inadecuada y potencialmente explosiva. Ingenua porque ignora los problemas de redistribución de pérdidas que son inherentes a toda restructuración. Técnicamente inadecuada porque es sabido que las crisis de balance, como adecuadamente ha sido definida esta por el BIS y es ya un lugar común²⁰, llevan tiempo en ser digeridas. Intentar atajos solo crea riesgos de precipitarlas y magnificarlas. Y políticamente explosiva porque puede hacer volver a recrear la crisis de la deuda europea.

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

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

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



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

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

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



El capítulo 9 vuelve sobre el tema de la Unión Fiscal que fue analizada en detalle el año anterior²¹. Pero esta vez no se trata de informar sobre las distintas versiones posibles de un tema que ya forma parte de la agenda europea, sino de ofrecer una opinión concreta, un modelo de reglas e instituciones fiscales europea, como hace Pablo Hernández de Cos, Director General del Banco de España. Empieza señalando las mejoras introducidas en el marco europeo de gobernanza fiscal desde que estalló la crisis: (i) la introducción de la regla de gasto en el arma preventiva del Pacto de Estabilidad, (ii) el fortalecimiento del criterio de deuda en el proceso de supervisión, (iii) el endurecimiento del régimen sancionador, y (iv) la creación de Autoridades Fiscales Independientes. Mejoras importantes pero insuficientes y que no han resuelto el exceso de complejidad y falta de transparencia, ni la discrecionalidad y falta de automatismo, no han creado una facilidad de estabilización macroeconómica, ni han avanzado en la mutualización de la deuda soberana ni en la creación de un activo europeo libre de riesgos como *benchmark*. Por eso este capítulo se dedica a argumentar sistemática y rigurosamente la necesidad de avanzar en cubrir esas tres debilidades pendientes, desde el entendimiento de que los mecanismos propuestos estaban implícitos ya en el Informe de los 5 Presidentes de 2015, y han sido reforzados con la Comunicación de diciembre 2017. Parte el autor de una premisa que ha sido un lema de este Anuario desde las primeras ediciones, la inevitable mayor integración fiscal solo puede venir de la mano de la mayor disciplina fiscal. No hay contradicción alguna entre solidaridad y responsabilidad, sino que no puede haber una sin la otra.

En primer lugar, Europa necesita un marco de reglas fiscales más sencillas, por eficacia y legitimidad. Complejidad que afecta al número de reglas²², la cuantía y naturaleza de las excepciones permitidas –para lo que hay que ser un auténtico experto en matices y eufemismos– y al seguimiento y evaluación de las mismas, en las que ahora además y eufemismos– y al seguimiento y evaluación de las mismas, en las que ahora además de Comisión y Consejo hay que añadir a las Autoridades Nacionales Independientes y al Consejo Fiscal Europeo (*Fiscal Stability Board*). La complejidad solo hace más probable su incumplimiento y más inconsistente la potencial aplicación de sanciones. Por eso el autor propone sustituir toda esta confusión por dos sencillas reglas numéricas: una regla de gasto parecida a la actual y una de deuda, que no sería más que un factor de corrección de la de gasto si la deuda pública supera un cierto umbral (los detalles en el texto). Una sencilla regla de gasto disciplina la elaboración de los presupuestos, permite identificar los componentes que generan desviaciones, y sobre todo ahorra ex post el aumento cíclico de los ingresos. Sería también necesario avanzar en paralelo en la automaticidad de la aplicación de la regla de gasto, para lo que el autor sugiere podrían utilizarse las Autoridades Nacionales Independientes, de cumplirse ciertas condiciones, o el Consejo Fiscal Europeo. Pienso sin embargo que en unión fiscal, esta función política y ejecutiva le corresponde por definición y sin excusas al proyectado ministerio europeo de Finanzas. De otra forma no tendría ningún sentido su

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

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



creación.

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

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

Toda esta propuesta descansa sobre la idea de evitar la mutualización del riesgo soberano europeo. Por eso no puede funcionar y es de hecho muy peligrosa. Supondría, como tuve ocasión de discutir in extenso en el capítulo 7 del Anuario 2013²³, que los tramos *junior* no tendrían la calificación de grado de inversión, serían equivalentes a bonos basura, y su tenencia en los balances bancarios estaría castigada. O lo que es lo mismo, toda la deuda pública doméstica emitida o en circulación por encima de un determinado nivel de endeudamiento sobre PIB sería un activo basura. Lo que limitaría seriamente la capacidad de hacer política económica en los países considerados fiscalmente débiles o excesivamente endeudados, mantendría la fragmentación financiera de la Eurozona, el bucle riesgo soberano bancario y la desigualdad de condiciones de financiación para el sector privado de los distintos Estados miembros. No compartí esta propuesta cuando se hizo en 2011²⁴

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



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

Por último, el Anuario incorpora un capítulo sobre la dimensión social de la Unión Europea, obra de Rafael Doménech, de BBVA Research, y Javier Andrés, de la Universidad de Valencia. Parten de una premisa política, la crisis ha ampliado las desigualdades entre países y restando legitimidad al proyecto europeo. Potenciar un crecimiento más inclusivo²⁵ es pues una necesidad política si queremos avanzar en la integración económica. Es una tesis que se está extendiendo por contagio y casi sin discusión entre políticos y autoridades europeas, aunque a riesgo de pecar de incorrecto, pienso que sería necesario un poco más de evidencia empírica comparada. No hay datos que permitan afirmar que aquellas uniones económicas y monetarias que más han disminuido las desigualdades regionales internas son más sostenibles. No es el caso de ningún área monetaria grande como Estados Unidos, Brasil o China. Tampoco es evidente que el Brexit, el mayor ejemplo de desafección con el proyecto europeo, sea precisamente el resultado de las diferencias creadas por la crisis, pues si acaso al Reino Unido le ha ido bastante mejor que la media.

De hecho, este capítulo dedica toda una sección a medir la desigualdad en la Unión Europea y llega a resultados que se me antojan un poco contradictorios con esa tesis central. Primero, la desigualdad de la distribución de la renta en la Unión Europea es la más baja entre las grandes áreas mundiales. Segundo, el nivel de desarrollo alcanzado es un importante factor explicativo de los buenos resultados en términos de igualdad, como lo es el sistema impositivo y el Estado del Bienestar. Tercero, dentro de esa baja desigualdad comparada, existe aún enorme heterogeneidad entre los distintos países europeos. Cuarto, sin embargo, la desigualdad de la renta disponible después de impuestos o transferencias se ha mantenido relativamente estable o incluso ha disminuido en la UE, a diferencia de por ejemplo Estados Unidos. Y cinco, uno de los factores que mejor explica la desigualdad es el funcionamiento del mercado de trabajo y las diferencias en las tasas y calidad del empleo. Por lo que es lógico que en los países donde más ha aumentado la tasa de paro, más haya crecido la desigualdad y el descontento social, incluida la desafección política interna y con la Unión Europea. De ahí la importancia de las políticas laborales y educativas²⁶ para la cohesión social interna y en la Unión Europea.

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

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

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



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

4. LAS DIEZ REFORMAS NECESARIAS

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

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

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

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

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



riesgo es una buena noticia para la estabilidad financiera, (iv) es razonable debilitar a los bancos de la Eurozona para forzar su fusión y crear entidades financieras europeas auténticamente transnacionales, y (v) no existe límite a la política de tipos negativos (*zero bound*) y es razonable enfrentarse a un nuevo ciclo económico desde este nivel de tipos de interés, piensa que la tasa natural de interés es cero en el nuevo normal²⁹. No creo que el Consejo del BCE se haya convertido en pleno a la hipótesis del estancamiento estructural, sino que es preso de una fuerte inercia institucional en la toma de decisiones y duda ante las insuficiencias del marco fiscal europeo y la inestabilidad que puede ocasionar en los mercados, y en su propia credibilidad, el abandono temprano de una política de tipos y provisión de liquidez que tanto esfuerzo ha hecho por comunicar al mercado.

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

Tercera, la plena normalización del BCE requiere pues la existencia de un Tesoro europeo que emita ese activo europeo con la profundidad, liquidez y variedad de plazos suficiente para servir de referencia a los tipos de interés en Europa. En su ausencia, el bono alemán seguirá jugando ese papel, lo que dota a la UEM de una asimetría peligrosa y a Alemania de un privilegio exorbitante³⁰ que algunos analistas olvidan voluntariamente, no así su gobierno, y que le obliga a adoptar responsabilidades supranacionales con más frecuencia de la que las circunstancias políticas internas aconsejarían. La puesta en circulación de eurobonos, en una u otra de las variadas propuestas que circulan por Europa y que ya analizamos en Anuarios anteriores, no es una cuestión de solidaridad sino de normalidad institucional y de estabilización del proyecto de la Unión Monetaria. Los problemas de las muy distintas situaciones de partida, las *legacy issues*, pueden resolverse con una mezcla de ajuste, solidaridad, creatividad e ingeniería financiera, pero son un tema menor. El problema no es el borrón sino la cuenta nueva.

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

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

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



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

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

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



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

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



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

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

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

**BIBLIOGRAFÍA**

- Bank for International Settlements (2017). *High-level summary of Basel III reforms*, December 2017.
- Bénassy- Quéré, A. and Giavazzi, F. (2017). *Europe's political spring. Fixing the Eurozone and Beyond*, VoxEU, CEPR Press, May 2017.
- Caruana, J. (2016). En *Anuario del Euro 2016*, cap.1, Fundación de Estudios Financieros y Fundación ICO, Madrid.
- Claeys, G. and Demertzis, M. (2017). *How should the European Central Bank «normalise» its monetary policy*. Bruegel Policy Contribution 31, November 2017.
- European Commission (2017). *Communication from the commission to the European parliament, the European Council, the Council, the European Central Bank, the European Economic and Social Committee, the Committee of the Regions and the European Investment Bank*, Brussels, May 2017.
- European Commission (2017). *Reflection paper on the Deepening of the Economic and Monetary Union*, COM (2017) 291, 31 May 2017, Brussels.
- European Commission (2017). *Reflection paper on the Future of EU Finances*, COM (2017) 358 of 28 June 2017, Brussels.
- European Commission (2017). *Reflection paper on the Social dimension of Europe*, COM (2017) 206, 26 April 2017 Brussels.
- European Commission (2017). *Communication from the commission to the European parliament, the European Council, the Council and the European Central Bank*, Brussels, December 2017.
- European Commission (2017). *Communication from the Commission to the European Parliament, the European Council and the European Central Bank, Further Steps Towards completing Europe's economic and Monetary Union: A Roadmap*, Brussels, COM (2017) 821 and complementary documentation. December 6th, 2017.
- Fernández, F. (2013). *Anuario del Euro 2013, capítulo 7, Unión Fiscal*, y en particular el epígrafe 7.3. *Hacia un activo europeo para la gestión de la política monetaria común*, págs 229-235. Fundación de Estudios Financieros y Fundación ICO, Madrid.
- Fernández, F. y Navarrete, F. (2011). *Un euro con futuro. Un mecanismo Europeo de Garantía de Depósitos y Resolución Bancaria para la moneda única europea*, papeles faes, N°158, septiembre 2011, Madrid.
- Guerguil, M. y Escrivá, J.L. (2016). *Anuario del Euro 2016, cap. 9 y 10*, Fundación de Estudios Financieros y Fundación ICO, Madrid.
- IMF WP/17/18. L. Eyraud, V.Gaspar y T. Poghosyan, *Fiscal Politics in the Euro Area*, January 2017.
- McKinsey Global Institute (2017). *Rome Redux: New priorities for the European Union at 60*, March 2017.
- Miguel Marín (ed.) 2015, *Desigualdad, oportunidades y sociedad del bienestar en España*, Informe Faes, Madrid.



RESUMEN EJECUTIVO



- Sapir, A. and Schoemaker, D. (2017). *The time is right for a European Monetary Fund*, Bruegel Policy Brief 4, October 2017, Brussels.
- Klaus Regling (2017), *European integration and the ESM*, Speech at Sciences Po, Paris School of International Affairs and School of Public Affairs, Paris, September 2017
- Torres, R. (2017). *The Euro: An incomplete architecture*, Spanish Economic and Financial Outlook, Vol.6 N°2, Marzo 2017, FUNCAS.
- Wolf, G. (2017). *Beyond the Juncker and Schäuble Visions of Euro-area Governance*, Bruegel Policy Brief 6, October 2017, Brussels.