



RESUMEN EJECUTIVO

FERNANDO FERNÁNDEZ¹

1. UN AÑO INQUIETANTE PARA LA UNIÓN

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

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

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



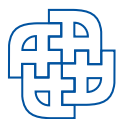
mista, la falta de voluntad política tan evidente, la diferencia entre los discursos y los hechos tan real.

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

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

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

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



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

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

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

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

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

⁴ European Commission (2016d).

⁵ European Commission (2016c).



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

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

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

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

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



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

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

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

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



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

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

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

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

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



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

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

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

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

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



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

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

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

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

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



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

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

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

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

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



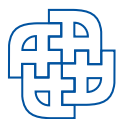
sustitutiva del dólar. Porque el euro se ha mantenido como segunda divisa internacional más relevante en el año en prácticamente todos los indicadores analizados, pero permanece a una larga distancia de la divisa norteamericana. Distancia que además ha aumentado en los años 2015-16 que han supuesto un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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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



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

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

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

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

¹² Bech, M. and Malkhozov, A. (2016).



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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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

¹⁷ Jaime Caruana (2014).



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

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

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

¹⁸ ECB (2016).

¹⁹ OECD (2015).

²⁰ Jobst & Lin (2016).



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

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

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

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

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

²³ Nouy (2016).

²⁴ Demertzis & Wolff, 2016.

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



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

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

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

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



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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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



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

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

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

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



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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

³³ European Commission (2016a).



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

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

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

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

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

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



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

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

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

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



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

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

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

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



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

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

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

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

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



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

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

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

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



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

3. UN AÑO MÁS, LAS DIEZ LECCIONES EUROPEAS

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

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

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

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



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

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

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

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

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



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

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

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

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

BIBLIOGRAFÍA

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



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



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