



RESUMEN EJECUTIVO

FERNANDO FERNÁNDEZ¹

1. INTRODUCCIÓN

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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



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

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

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

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



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

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

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

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



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

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

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

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

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

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



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

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

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

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



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

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

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

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

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



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

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

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

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

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



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

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

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

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

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



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

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

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

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



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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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



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

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

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

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



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

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

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

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

¹⁶ *European Deposit Insurance Scheme.*



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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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



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

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

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



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

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

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

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

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



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

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

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

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



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

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

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

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



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

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

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

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

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

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



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

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

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



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

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

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



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

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

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

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

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



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

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

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

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

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



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

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

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

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



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

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

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

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



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

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

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



BIBLIOGRAFÍA

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