



ANUARIO DEL EURO 2018
**Completar la Unión Monetaria para un
mundo diferente**

Editor
Fernando Fernández Méndez de Andés
IE Business School

ISBN: 978-84-09-08410-4

Depósito Legal: M-3132-2019

Edita: Fundación de Estudios Financieros y Fundación ICO.

Imprime: Reimpventa



ÍNDICE

EQUIPO DE TRABAJO	5
PRESENTACIÓN	9
RESUMEN EJECUTIVO	
<i>Fernando Fernández Méndez de Andés, IE Business School</i>	11
PARTE I. EL DEBATE EXISTENCIAL DE EUROPA	
1. La Unión Monetaria: los riesgos de una obra en construcción <i>Pablo Hernández de Cos, Banco de España</i>	45
2. La Unión Monetaria Europea: lo que falta políticamente <i>Román Escolano, Técnico Comercial y Economista del Estado</i>	65
3. Europe in the midst of China–EU strategic economic competition: What are our options? <i>Alicia García-Herrero, Natixis y Bruegel</i>	77
4. Italy's 2019 Fiscal Budget: a double challenge <i>Francesco Papadia and Inês Gonçalves Raposo, Bruegel</i>	99
PARTE II. POLÍTICA MONETARIA Y SISTEMA FINANCIERO EN EUROPA	
5. El fin de la política monetaria ultraexpansiva del BCE: balance y perspectivas <i>Carlos Gómez Fernández, Miguel Fernández Acevedo y Blanca Navarro Pérez, Servicio de Estudios. Dirección de Estrategia, ICO</i>	119
6. Diferencias en la situación de los sectores bancarios europeos: un freno para la unión bancaria. <i>Joaquín Maudos, IVIE, Universidad de Valencia</i>	143
7. Central Bank Digital Currencies: features, options, pros and cons <i>Santiago Fernández de Lis, Olga Gouveia, BBVA Research</i>	165
8. El fenómeno fintech. Retos y oportunidades de la tecnología Blockchain para el sistema financiero europeo <i>Eduardo García, Clifford Chance</i>	181
9. El impacto del Brexit en el sistema bancario europeo <i>Francisco Uría, KPMG</i>	195



PARTE III. COMPLETAR LA UNIÓN MONETARIA: EL ESTADO DE LA ETERNA CUESTIÓN

10. The European Banking Union: achievements and challenges,
Fernando Restoy, Financial Stability Institute _____ **217**
 11. Completando la Unión Bancaria: avances en la reducción de riesgos.
José Ramón Díez, Servicio de estudios de Bankia _____ **237**
 12. La ineludible necesidad de compartir riesgos: el tortuoso camino hacia
la unión fiscal
Miguel Otero y Federico Steinberg, Real Instituto Elcano _____ **263**
- ENTIDADES PATRONO DE LA FEF** _____ **277**



EQUIPO DE TRABAJO

DIRECTOR

Fernando Fernández Méndez de Andés. Doctor en Economía y Profesor en IE Business School. Miembro del Consejo Asesor de *Bruegel* y de la Fundación de Estudios Financieros. Consejero de Bankia. Ha sido *Chief Economist* del Santander, Economista Principal del FMI y Rector de las universidades Antonio de Nebrija y Europea de Madrid.

COLABORADORES

José Ramón Díez Guijarro. Director del Servicio de Estudios de Bankia, Profesor de Entorno Económico del IE Business School y Profesor de Economía Española en CUNEF. Máster en Finanzas por ICADE. Licenciado en Ciencias Económicas por la Universidad Complutense de Madrid con especialidad en Análisis Económico y Economía Cuantitativa.

Román Escolano. Técnico Comercial y Economista del Estado. Ha sido Ministro de Economía, Industria y Competitividad, Vicepresidente del Banco Europeo de Inversiones, Presidente del Instituto de Crédito Oficial (ICO) y Director de Relaciones Institucionales de BBVA.

Miguel Fernández Acevedo. Servicio de Estudios y Evaluación del ICO. Licenciado en ADE y Derecho por la Universidad Carlos III de Madrid y Máster en Gestión Internacional de la Empresa por el CECO. Ha trabajado en COFIDES y en la Oficina Económica y Comercial de España en Oslo. Colaborador de la OCDE.

Santiago Fernández de Lis. Responsable de Sistemas Financieros y Regulación en BBVA Research. Ha sido presidente del *Banking Stakeholders Group* de la EBA, Socio Director de Internacional de AFI, jefe de la División de Asuntos Monetarios y Director del Departamento Internacional en el Banco de España. Ha trabajado en el BIS.

Eduardo García González. Socio de Clifford Chance, especializado en financiaciones estructuradas, financiación de proyectos, de adquisiciones y fintech. Licenciado en Derecho y Graduado Superior en Ciencias Jurídicas por ICADE. Ha sido profesor en ICADE, la Universidad Autónoma de Madrid y el Centro de Estudios Garrigues.

Alicia García Herrero. *Chief Economist* de Natixis para Asia Pacífico, Investigadora Principal de *Bruegel* y del Real Instituto Elcano, Profesora adjunta en *HKSUT Business School*,



Ph.D Economía, *George Washington University*, MSc Instituto de Economía Mundial de Kiel, Laurea Economía *Università Commerciale Luigi Bocconi*.

Carlos Gómez Fernández. Jefe del Servicio de Estudios y Evaluación del Instituto de Crédito Oficial. Licenciado en Economía, Derecho y Administración y Dirección de Empresas, Universidad Carlos III de Madrid. Máster en Derecho Público por la misma Universidad. Ha trabajado en Banco Santander y el Consejo Económico y Social.

Inês Gonçalves Raposo. Investigadora asociada de *Bruegel* en temas de macroeconomía, gobernanza, finanzas y regulación europea. MSc en Economía en *Nova School of Business and Economics (SBE)* y BSc en Matemáticas aplicadas en la Universidad de Lisboa. Ha trabajado en el departamento de Estabilidad Financiera del Banco de Portugal.

Olga Gouveia. *Lead Economist* de Sistemas Financieros, *BBVA Research*. Licenciada en Economía en Universidad de Oporto y MBA Internacional en *IE Business School*. Ha sido analista de bancos en *Moody's* y analista asociada en *BPI Private Equity*.

Pablo Hernández de Cos. Gobernador del Banco de España y miembro del Consejo de Gobierno del BCE, de la Junta Europea de Riesgo Sistémico (ESRB) y del Grupo de gobernadores y jefes de supervisión del BIS. Doctor en Economía por la Universidad Complutense de Madrid, licenciado en Económicas por CUNEF y Derecho por la UNED.

Joaquín Maudos. Doctor en Economía, catedrático de la Universidad de Valencia, director adjunto de investigación del Ivie y colaborador del CUNEF. Ha sido investigador visitante de varias universidades y consultor de la Comisión Europea, la ONU y el BEI. Autor de numerosas publicaciones académicas y de divulgación.

Blanca Navarro Pérez. Directora de Estrategia y Evaluación del ICO. Anteriormente fue Jefa del Servicio de Estudios y Evaluación del ICO. Master en Finanzas por el Centro de Estudios Financieros. Licenciada en Economía, Universidad de Zaragoza, especialidad Análisis Económico. Ha sido Profesora Asociada en la Universidad Carlos III e ICAI.

Miguel Otero Iglesias. Investigador principal en el Real Instituto Elcano y Profesor de Economía Política Internacional en la *IE School of Global and Public Affairs*. Doctor en *Oxford Brookes University*. Ha sido profesor o investigador visitante en la Universidad de Oxford y LSE.

Francesco Papadia. Investigador Principal en *Bruegel*. Presidente de *Prime Collateralised Security* y del comité de selección del Fondo Griego de Estabilidad Financiera. Licenciado en Derecho en Universidad de Roma y estudios post doctorales en *London Business School* e *Instituto Adriano Olivetti*. Ha sido Director General Operaciones de Mercado en BCE.



RESUMEN EJECUTIVO



Fernando Restoy. Presidente del *Financial Stability Institute* del BIS. Ph.D en Economía por la Universidad de Harvard y Máster por la *London School of Economics*. Ha sido Subgobernador del Banco de España, Presidente del FROB, miembro del Consejo de Supervisión del BCE y Vicepresidente de la CNMV.

Federico Steinberg Wechsler. Investigador principal del Real Instituto Elcano y profesor de Análisis Económico de la UAM. Doctor en Economía por la UAM, Máster en Economía Política por la LSE y Máster en Relaciones Internacionales por la Universidad de Columbia. Especialista en economía política internacional e integración europea.

Francisco Uría. Socio responsable del sector financiero KPMG en EMA y socio principal de KPMG-abogados. Doctor en derecho y abogado del Estado excedente. Ha sido Secretario General Técnico de los Ministerios de Fomento y Hacienda, Subsecretario del Ministerio de Hacienda y Vicesecretario y Jefe de la Asesoría Jurídica de la AEB.





PRESENTACIÓN

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

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

El informe que presentamos, el sexto de la colección, se titula *Completar la Unión Monetaria para un mundo diferente* y consta de doce capítulos estructurados en tres partes distintas. La primera, titulada *El debate existencial de Europa* presenta los riesgos y las dificultades a las que se enfrenta la Unión Monetaria; se reflexiona sobre el verdadero significado de la Eurozona y el desconocimiento, incluso entre la propia población europea, de las consecuencias que conlleva y del coste de su eventual fractura.

La segunda parte, *Política monetaria y sistema financiero en Europa*, incluye el análisis de la finalización de la política monetaria ultraexpansiva del BCE, la situación de solvencia, liquidez y rentabilidad del sector bancario europeo, incluido el impacto del *Brexit*, y los retos y las oportunidades a los que se enfrenta el sistema financiero europeo por la revolución tecnológica.

En la tercera parte, titulada *Completar la Unión Monetaria: el estado de la eterna cuestión*, se describen y analizan los avances en la construcción monetaria y fiscal europea al objeto de garantizar su sostenibilidad y permanencia; se repasa la unión bancaria, sus muchos logros y sus retos todavía pendientes, con especial referencia a los avances en la reducción de riesgos y, finalmente, se incluye un artículo sobre la mutualización de riesgos que es, en última instancia, la unión fiscal.

El trabajo incluye un resumen ejecutivo que sistematiza las aportaciones realizadas por los distintos colaboradores y presenta un decálogo de conclusiones, las diez lecciones europeas, que constituyen los principales mensajes de este Anuario 2018.

En el contexto actual, seguimos pensando que es necesario explicar y dar a conocer con rigor y detalle, como se hace a lo largo de este volumen, los cambios que se están produciendo en la Unión Monetaria Europea, analizar lo que significan y cómo nos influyen.



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

La Fundación de Estudios Financieros y la Fundación ICO esperan que el Anuario correspondiente al año 2018 suponga una importante aportación al actual debate sobre el euro y la construcción europea y que sea del interés de todos sus lectores.

Fundación de Estudios Financieros

Fundación ICO



RESUMEN EJECUTIVO

FERNANDO FERNÁNDEZ¹

1. UN AÑO DECEPCIONANTE Y PELIGROSO EN EUROPA

Empezábamos el año llenos de ilusión. La economía europea se había recuperado, crecía, creaba empleo, se habían superado importantes fracturas de la crisis. Los planes de ajuste funcionaban, Grecia y Portugal recuperaban el acceso a los mercados de capitales y volvían a la estabilidad económica y social, superando la amenaza de una suspensión de pagos que llegó a cuestionar la existencia de la Eurozona y a tensionar irreparablemente al Banco Central Europeo. Los populismos parecían aislados y vencidos, limitados a canalizar el descontento vital de un pequeño porcentaje de la población sin capacidad de influencia real en las decisiones de poder. Había incluso un gran proyecto para la renovación de Europa (COM 2017), para completar el diseño institucional de la Unión Económica y Monetaria. Un plan de acción que conducía a un nuevo Tratado fundacional. Y había en los dos grandes países europeos dos líderes incuestionables, Macron y Merkel, cuya fortaleza, compromiso y acuerdo en lo esencial nos prometían un desenlace feliz. Una Unión Europea más fuerte y más integrada política y económicamente, una Unión Monetaria más estable. La década perdida de Europa parecía haber tocado a su fin.

Un año después, la ilusión europea se ha desvanecido por completo. Nadie sabe muy bien por qué, pero el ideal europeo ya no resulta atractivo. Quizás porque sus logros se asumen como propios, se han convertido en parte de nuestra vida cotidiana y han perdido todo valor. Quizás porque Europa ha perdido ya demasiado tiempo repensándose a sí misma, incapaz de dar una respuesta conjunta al trilema de Rodrik² y sigue

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

² Fue Dani Rodrik 2007 quien plantea por primera vez de manera explícita, la imposibilidad de conseguir al mismo tiempo democracia política plena, globalización económica y soberanía nacional. Tesis que aplicada a la Unión Europea se traduce en la necesidad de cesiones de so-



debatándose entre dos visiones contrapuestas de la Unión³. Quizás porque carente de liderazgo político y visión estratégica, Europa está sufriendo en exceso los destrozos de la globalización y la transformación digital. O quizás simplemente porque la política se ha vuelto excesivamente nacional, local, en una democracia emocional y de baja calidad, dominada por unas redes sociales que pueden ser una máquina perversa de activismo político y linchamiento colectivo.

El año 2018 europeo ha sido el de los nacionalismos y los populismos, de la renacionalización de la política económica y del fraccionamiento político de la Unión. El año en que los extremos, a derecha e izquierda, han accedido al poder ejecutivo, legitimados por los grandes partidos tradicionales, que han preferido el enfrentamiento y la polarización al consenso que había sido hasta ahora marca distintiva de Europa. En ausencia de una idea, de un proyecto para Europa, las viejas fracturas se han hecho más evidentes llegando en algunos casos a estallar con violencia: en política migratoria, en defensa y seguridad, en libertades básicas, en el espacio judicial común, en reducción y mutualización de riesgos financieros, en materia de inversiones, en la respuesta fiscal a la revolución digital, en la actitud ante Rusia, en cómo encarar el ascenso de China. Una Comisión Europea débil, unos gobiernos asustados, unos líderes en retirada y con serios problemas domésticos, han sido incapaces de cumplir expectativas y promesas.

La salida del Reino Unido de la Unión Europea el 29 de marzo de 2019 ha marcado el calendario, el debate y el clima de la política europea. Constituye una derrota del proyecto europeísta y un triunfo del nacionalismo. A la hora de escribir este texto, todas las posibilidades están aún abiertas. Hay un principio de acuerdo pendiente de ratificación en los Parlamentos británico y europeo⁴. Acuerdo que constituye un mal menor y apuesta por una solución que se ha venido en llamar *Noruega plus*⁵ por la que, de manera simplificada y obviamente imprecisa, el Reino Unido se mantendría en la unión aduanera de bienes, pero no de servicios. Un área aduanera común para el comercio de mercancías, con implicaciones regulatorias, técnicas, fitosanitarias, en política de competencia y en ayudas de Estado. Una construcción jurídico-política novedosa y de incierto resulta-

beranía a las autoridades europeas para hacer posible la supervivencia de la Unión Monetaria y de la propia Unión Europea. Una tesis que parecen haber descubierto ayer los académicos norteamericanos, pero que estaba ya en la mente de los padres fundadores de Europa que siempre concibieron la Unión como un proceso político de integración creciente y de creación de una ciudadanía europea.

³ Ver el resumen ejecutivo del Anuario 2017 para una explicación detallada de las dos visiones de Europa aún latentes. Visiones que podemos denominar la federalista y la minimalista utilitarista.

⁴ El Consejo Europeo en su reunión extraordinaria del 25 de noviembre aprobó el Acuerdo de Retirada y el Proyecto de Declaración Política que establece las relaciones futuras entre la UE y el Reino Unido. Los debates en ambos Parlamentos serán agrios e intensos; lo están siendo ya especialmente en el británico donde la debilidad parlamentaria de la Primera Ministra es notoria.

⁵ Para una descripción detallada de las distintas alternativas de relación posible entre la Unión Europea y un tercer país, incluida la que significa el llamado *Noruega plus* ver Souta 2015.



do, un difícil equilibrio que persigue evitar el restablecimiento de fronteras en Irlanda y cumplir con la voluntad democrática del pueblo británico⁶.

Nada está a la fecha garantizado y es posible que el acuerdo se frustre, en manos de esos *Brexiteers* que piensan que el Reino Unido es tan importante que el mundo le necesita y se avendrá a sus caprichos o de esos europeístas furibundos que buscan castigar con dureza a los traidores. Para los primeros, la única alternativa posible es la ruptura total, una salida no negociada que implicaría una ruptura traumática y que precipitaría al Reino Unido al caos y la Unión Europea a un duro período de incertidumbre. Una salida a la que inconscientemente también empujan todos aquellos europeístas que insisten en poner al Reino Unido en su sitio y a no hacer más concesiones. Es posible también que haya un segundo referéndum y hasta que se retire la petición de activar el artículo 50 del Tratado⁷. Es posible pero no probable, por mucho que nos pueda gustar a muchos. No hay mayoría parlamentaria suficiente. Más verosímil parece el alargamiento del período transitorio, en el que se mantendría la permanencia del RU en la UE, un acuerdo que exige petición británica y unanimidad de los países europeos. Un alargamiento que daría lugar a nuevas elecciones británicas, y eventualmente un nuevo gobierno, una posible nueva posición y, ahora sí, un nuevo referéndum. Es posible, pero sigo pensando que a finales de diciembre el escenario menos malo es el Acuerdo de Salida ya negociado, un acuerdo que no deja a nadie especialmente contento pero que quizás por eso es lo único posible.

En cualquier caso, Brexit supone un fracaso europeo y un síntoma brutal de que el paradigma de integración creciente ya no es el dominante. Ciertamente que la Unión ha demostrado una unidad sin precedentes en la negociación comercial, pero no debería extrapolarse a otros ámbitos de las políticas comunitarias donde no existe esa unidad de fondo. Europa se puede romper y harían bien los políticos europeos en tenerlo en cuenta. Nadie está inmunizado ante un hipotético suicidio político, ningún país, ninguna sociedad.

Pero volvamos a la Unión. Se esperaba mucho de la Cumbre de diciembre, sobre todo porque parecía hace apenas unos meses que había voluntad política y trabajo técnico suficiente para dar un gran empujón a la construcción de una unión monetaria sostenible, eficiente y solidaria. No ha sido así. Se han salvado los muebles con avances menores, y cuestionables en aspectos técnicos, pero sin ningún avance material en el diseño institucional de la Eurozona. Una vez más, y ya he perdido la cuenta de cuántas van, todo se confía al BCE y a su capacidad de intervención ilimitada. Es difícil evitar pensar

⁶ Esta es la grandeza trágica de lo que intentan Theresa May y Michel Barnier, con independencia de lo que uno pueda pensar sobre las presuntas bondades de los referéndums. En mi opinión, una populista simplificación de la complejidad del mundo real difícilmente compatible con la democracia representativa.

⁷ Posibilidad que existe hasta el último día, una vez que la Corte Europea ha fallado que es una prerrogativa unilateral del país que ha pedido su activación y que éste mantendría su estatus anterior a la petición. Lo que en el caso del Reino Unido implicaría mantener todas sus excepciones, el cheque británico del IVA entre otros, y sus cláusulas *opts outs* a la unión monetaria.



que el sistema actual de toma de decisiones, la estructura política y de gobernanza europea, no está a la altura de las necesidades de una Unión tan compleja y heterogénea. Porque como hemos venido insistiendo desde la primera edición de este estudio, no hay unión monetaria, bancaria, fiscal y económica posible, sin una estructura política que le de legitimidad. Más aún en democracia.

Para completar la Unión, la Comisión había venido preparando documentos ambiciosos que (i) incorporaban la gobernanza fiscal al método comunitario y superaban el inter gubernamentalismo, (ii) creaban una facilidad europea de estabilización macroeconómica, (iii) dotaban al fondo de resolución bancaria de capacidad de endeudamiento, (iv) establecían un pequeño presupuesto de la Eurozona para apoyar reformas estructurales, (v) apuntaban el embrión de un ministerio de Finanzas del Euro, y por último, (vi) avanzaban en la puesta en marcha del Esquema Europeo de Seguro de Depósitos, cierto es que en sintonía con la reducción de la exposición al riesgo soberano en los balances bancarios. Propuestas todas ellas matizables, discutibles, pero que corregían las ausencias más clamorosas de la actual UEM.

Finalmente, el texto presentado para debate al Eurogrupo recortaba sustancialmente sus propuestas originales y se circunscribía a la declaración de Messberg (RFA 2018). Aunque era parca respecto a la integración económica, esta declaración tenía un gran significado político y recuperaba el *momentum* para la refundación de la Eurozona. Vinculaba crecimiento, convergencia y estabilización con el presupuesto europeo y el marco financiero plurianual, lo que permitía albergar esperanzas sobre la unión fiscal. Traducía en planes de acción el compromiso de los dos grandes motores de Europa en avanzar en la institucionalización e integración de la Eurozona. Aunque el precio de ese presunto equilibrio entre solidaridad y ajuste fuese, una vez más incomprensiblemente, el seguro europeo de depósitos que quedaba pospuesto y reducido a una mera declaración de principios sin operatividad alguna.

Pero finalmente, ni eso ha podido ser. Los ministros de Economía y Finanzas de los 19 apenas han podido ponerse de acuerdo en el *backstop* del fondo de resolución bancaria, que entraría en vigor en 2024, y en la ampliación de competencias del Mecanismo de Estabilización Europeo, MEDE, para que, como un actor externo y con independencia de la Comisión y el BCE, actúe como un Fondo Monetario Europeo y diseñe, negocie, apruebe y supervise el cumplimiento de los planes de ajuste. Planes de ajuste cuyo abanico de instrumentos se clarifica facilitando la inclusión de cláusulas de acción colectiva eficaces en las emisiones de bonos soberanos europeos y para permitir programas preventivos que puedan activarse automáticamente en caso de contagio, aunque para ello se refuerza considerablemente la condicionalidad ex ante (Claeys & Mathieu 2018) y se vincula a un concepto tan discutible y poco transparente como el déficit estructural. Pero el MEDE seguirá siendo una institución plurigubernamental ajena al Tratado y al mecanismo comunitario.

Asegurar la liquidez en los casos de resolución bancaria es una necesidad que se puso de manifiesto con el Banco Popular. El problema es que el Fondo Unificado de Resolución (FUR) solo dispone de €60.000m que han de utilizarse para restablecer solvencia y liquidez. Ciertamente que en la primera ayudan los procedimientos de *bail in*, pero la realidad



es que salvo que el banco a resolver sea comprado por un banco existente y éste utilice su balance y su acceso al endeudamiento del BCE para garantizar la liquidez⁸, en cualquier otro de los mecanismos contemplados el FUR tendría que asegurarla. Los procedimientos habituales incluyen la dotación de bonos públicos al banco nuevo o la provisión de garantías. No son cifras menores, el HypoReal necesitó garantías por €145.000m y Dexia €135.000m (Demertzis & Wolff 2018), muy lejos de la dotación original del FUR. Ninguno de los dos es ahora legalmente posible. Por eso la Cumbre de diciembre autorizó al MEDE a extender al FUR un crédito a 3-5 años con un margen de 35 bp. Pero hay problemas: el MEDE tendría estatus de acreedor preferente, lo que dificulta y encarece la financiación adicional, se mantiene el requisito de la unanimidad para activarlo y se elimina la facilidad ahora existente para la recapitalización directa de bancos.

El Eurogrupo también ha avanzado simbólicamente en materia fiscal, al aceptar en principio la idea de un presupuesto para la Zona Euro. Pero sin especificar su tamaño y condicionado a ulteriores trabajos técnicos a presentar en la próxima Cumbre. Exactamente el mismo lenguaje que se viene utilizando para posponer una vez más el seguro europeo de depósitos. El presupuesto incluiría dos fondos: de convergencia estructural y de inversiones, pero no una facilidad europea de estabilización fiscal. Tampoco ha habido ningún avance en materia de reglas fiscales; ni simplificación, ni acuerdo sobre una regla de gasto, ni precisión alguna sobre cómo reducir la aparente discrecionalidad aumentando su automatismo y despolitizando su cumplimiento.

En definitiva, una Cumbre cuyo éxito principal es que no ha habido retrocesos y se sigue hablando de completar la UEM. Lo que quizás no es poco en el contexto político europeo actual. Pero ha sido incapaz de llegar a acuerdos en temas largamente esperados y debatidos, temas que estaban en los documentos originales de la Comisión. Muy poca cosa para las expectativas creadas y para las necesidades reales de una Unión en un escenario de incertidumbre, volatilidad y cambio de ciclo monetario donde los bancos centrales son, muy a su pesar, los únicos jugadores (El-Erian 2017).

La Unión no ha podido superar las profundas divisiones (Norte-Sur, Este-Oeste) que han estallado en el proyecto europeo. Preocupado el presidente Macron por sus problemas internos, su gran proyecto europeo ha quedado archivado en el cajón de los sueños perdidos. Amortizada la canciller Merkel y sabiendo los que se escondían tras su presunta intransigencia que la política alemana solo puede volverse menos europea, han aparecido coaliciones de países que cuestionan abiertamente la creciente integración: la Liga Hanseática en lo económico, el Grupo de Visegrado en lo político, social y judicial. Cuestionados los fundamentos de la UEM, Italia se ha atrevido a un incumplimiento explícito y público de sus obligaciones fiscales europeas. Actitud que ha resultado en la activación sin precedentes del brazo sancionador del procedimiento de déficit excesivo⁹

⁸ Por los datos conocidos tras su resolución hemos sabido que el Banco Popular perdió el 24% de sus depósitos, €18.156m, en el año previo a su intervención, casi la mitad de los mismos en los dos últimos meses.

⁹ La Comisión Europea, tras analizar el borrador de Presupuesto 2019 revisado presentado el 13 de noviembre por el gobierno Italia ha fallado que Italia presenta «*particularly serious non-com-*



y que abre un horizonte inquietante para la Unión, aunque parece que finalmente ha imperado una cierta cordura y se está negociando un nuevo presupuesto. Un mal necesario pero que sigue cuestionando la credibilidad de las reglas europeas, da alas a los euroescépticos en los países acreedores y es incompatible con el proyecto de fomentar el papel internacional del euro como divisa de referencia en el comercio y las finanzas internacionales.

Este es el preocupante estado de la Unión al final del año 2018 y negarlo sería deshonesto con los lectores de este Anuario que alcanza ya su octava edición. Quizás porque sin perder su espíritu y convicción profundamente europeísta, nunca ha huido de contar la realidad tal y como la veo y entiendo. Hoy, desgraciadamente, todo es posible en la Europa del desencanto. Los problemas continúan y la vulnerabilidad aumenta, pero se sigue confiando en la proverbial autoridad y eficiencia del BCE. Institución que peca de un excesivo presidencialismo precisamente ahora que vence el mandato de su máximo responsable. Las personas han sido muy importantes en la construcción europea. Pero son las instituciones que ellos construyeron las que perduran.

2. COMPLETAR LA UNIÓN MONETARIA PARA UN MUNDO DIFERENTE

Nos habíamos propuesto un Anuario un poco diferente, más prospectivo y menos centrado en los problemas internos de la Unión. Un Anuario abierto a los retos que, para la unión monetaria, el sector financiero y los propios bancos centrales plantean las nuevas tecnologías. Un Anuario sobre monedas virtuales, cuentas digitales y registros descentralizados que cuestionan el monopolio de las autoridades monetarias y su capacidad para estabilizar las economías. Un Anuario sobre el papel de Europa en la creciente polarización entre China y Estados Unidos. Y de todo eso se habla en este Anuario 2018. Pero también de los fracasos de la Unión, de los riesgos de una obra sin acabar, de los incumplimientos italianos y sus posibles consecuencias, de una política monetaria que se está quedando sin margen para encarar una posible desaceleración y un nuevo ciclo bajista, de los peligros de que descarrile la unión bancaria y de las dificultades para crear un auténtico mercado único europeo de servicios bancarios y financieros, del estéril debate sobre unión fiscal sin aceptar la inevitabilidad de los eurobonos.

El libro se estructura en tres partes diferentes. La primera, titulada: «El debate existencial de Europa» quiere sentar las bases de dónde estamos. Los veinte años de funcionamiento de la UEM no han despejado las dudas sobre su permanencia. Continúa el escepticismo en el mundo académico anglosajón sobre la deseabilidad de la UEM y sobre la capacidad europea para construirla; el desconcierto entre las élites económicas y políticas del mundo emergente sobre el verdadero significado de la Eurozona; y el desconocimiento entre la propia población europea de las consecuencias necesarias de la unificación monetaria y el coste de su eventual fractura. Quizás haya faltado en su

pliance» con las recomendaciones del ECOFIN del 13 de julio en lo que se refiere al criterio de deuda.



momento un debate en profundidad que fuera más allá del meramente emocional y europeísta. Pero sería una cruel paradoja que fuera precisamente la moneda única la que eche por tierra el proyecto europeo porque no se quieren entender ni aceptar sus consecuencias necesarias.

Objetivo del Anuario ha sido siempre explicar y divulgar la Unión Monetaria. Este año de crisis de identidad, de renacionalización de Europa, aún más irrenunciable. Pero dar a conocer la UEM implica también confrontarla con sus limitaciones actuales y su necesaria reforma. Hay quien piensa que son momentos de «esperar a que escampe», de sentarse hasta que pase el temporal de populismo nacionalista. No es, en mi opinión, la actitud que la población espera de sus líderes, ni la que cabe exigir a un académico. No es desde luego la que ha adoptado siempre este Anuario. Consecuentemente, la primera parte del mismo se dedica a señalar los riesgos de una construcción inacabada, a exponer lo que debería ser políticamente posible y a confrontar a Europa con la necesidad de definir su estrategia en el nuevo orden económico post-globalización.

La segunda parte, se centra en el sistema financiero europeo. Sabido es que éste se enfrenta en todo el mundo a una revolución tecnológica que ha erosionado las barreras de entrada tradicionales y provocado la ebullición de nuevos competidores digitales a la vez que, al disminuir la asimetría tradicional de información, *empodera* a los consumidores de servicios financieros y multiplica su capacidad de elección y decisión. Un reto al modelo de negocio bancario al que hay que sumar el *tsunami* regulatorio post crisis y la pérdida de credibilidad y legitimidad de las instituciones financieras. Y todos esos desafíos han coincidido con una política monetaria ultra expansiva que ha erosionado los márgenes y castigado la rentabilidad de las entidades. Las autoridades monetarias y supervisoras insisten en la búsqueda de economías de escala, en la consolidación del sector, como la respuesta necesaria¹⁰.

A todos estos temas el Anuario 2018 dedica la segunda parte. Desde temas más tradicionales como el análisis de las implicaciones del fin de una política monetaria expansiva no convencional a la descripción comparada del sistema bancario español, el impacto del Brexit en el sistema bancario europeo o aspectos de prospectiva como las monedas digitales emitidas por los bancos centrales y sus implicaciones para el modelo financiero o los retos del *blockchain*. Debates que este año ha pasado del ámbito académico o de *techies* al de los *policy makers*, sobre todo después de que Christine Lagarde, se haya mostrado decidida partidaria (FMI 2018b).

En la tercera parte, el Anuario describe y analiza los avances en la construcción monetaria y fiscal europea, o más precisamente los insuficientes avances. Empezamos repasando la unión bancaria, sus logros y sus retos pendientes. Un objetivo cuyo éxito dependerá de que sea capaz de asignar el ahorro de los europeos más allá de sus fronteras nacionales tradicionales, lo que probablemente requiera bancos europeos, y de promover y conseguir una diversificación transnacional de las carteras de los inversores

¹⁰ La frase, *There is still a need for further consolidation in some markets, and for greater efficiency*, se ha convertido en una cita obligada de los supervisores europeos. Ver por ejemplo Danièle Nouy, 2018.



europeos. Reducir riesgos se ha convertido en un mantra europeo, por eso este año se presenta aquí la estrategia común, sus exigencias, limitaciones y ausencias. Y terminamos con un artículo sobre la mutualización de riesgos que es en última instancia la unión fiscal. Unión necesaria pero que no puede concebirse solo como una obligación de solidaridad, sino de eficiencia y sostenibilidad de la unión monetaria; no puede entenderse solo como un derecho sino como una obligación, la obligación de cumplir lealmente las reglas que entre todos los europeos nos hemos dado. La unión fiscal no es un pasivo contingente de unos países hacia otros, sino un conjunto de normas y procedimientos que permiten que el ahorro de los ciudadanos europeos fluya libremente dentro de la Unión sin miedo de redenominación, de dilución o de políticas inconsistentes. Que estamos lejos de esa situación es la conclusión inevitable de la lectura este Anuario 2018.

En resumen, un año más hemos intentado presentar al lector interesado el debate europeo con toda su riqueza, todos sus matices y toda su crudeza. Hemos pretendido contarlo y analizarlo con el máximo rigor y honestidad intelectual, pero también con todos nuestros prejuicios. Estoy seguro de representar a todos los autores al afirmar que se trata de un Anuario profundamente comprometido con la idea de Europa, que cree que Europa es la solución. Convencidos que solo desde el rigor y la pasión se puede intentar entender y explicar este proyecto colectivo de vida en común, de construcción de un espacio político nuevo y sin precedentes que es Europa. Con esta idea me ha sido fácil, un año más, reunir a un conjunto inmejorable de profesionales de muy diversos campos de la economía, las finanzas, el derecho y la política. A todos ellos solo me cabe expresarles mi profundo agradecimiento por un trabajo bien hecho. Y su comprensión por un resumen ejecutivo muy personal, que saben deliberadamente sesgado pero que he intentado sea también fiel a sus ideas, aunque luego se atreva disentir de ellas.

3. EL DEBATE EXISTENCIAL DE EUROPA

Comienza el libro con un capítulo ambicioso de Pablo Hernández de Cos, gobernador del Banco de España que, como todos los autores escribe a título exclusivamente personal. Nos recuerda que la crisis es también el resultado de las carencias en el diseño original de la Unión Monetaria. Carencias que resume en problemas de gobernanza, debilidad de las reglas fiscales, ausencia de coordinación económica, falta de una capacidad de estabilización y la asimetría jurisdiccional entre la unión monetaria y la bancaria. Carencias todas ellas que se han tratado de resolver ya desde el Consejo del Euro del 29 de junio de 2012, con desigual fortuna y muy asimétrica intensidad me permito añadir. Pero se trata de un trabajo inacabado. Su aportación pretende priorizar aquellos elementos que «resultan imprescindibles» para superar la «permanente» inestabilidad.

Parte de que toda unión monetaria estable cuenta con tres canales que permiten compartir el impacto de una perturbación asimétrica, con tres mecanismos de mutualización del riesgo o de «*cross border risk-sharing*». El más potente (que absorbe el 40% de las perturbaciones en USA) opera a través de los mercados de capital privados y se nutre de la propiedad transfronteriza del capital, de ahí la importancia de la unión del mercado de capitales y de las medidas para acabar con el sesgo doméstico. El segundo, el canal crediticio, absorbe



el 20% de dichas perturbaciones y en él juega un papel determinante el sistema bancario y su actividad transfronteriza, que aún no se ha recuperado de su renacionalización tras la crisis. Por último, el canal presupuestario, solo suaviza entre el 10-15% de las perturbaciones, pero «su existencia resulta crucial para favorecer el desarrollo de los canales privados». Un canal completamente ausente en la UEM porque el presupuesto de la UE no está diseñado con criterios de estabilización, sino en el mejor de los casos de convergencia.

El capítulo analiza los tres riesgos existenciales del euro y hace propuestas para mitigarlos: el riesgo de redenominación¹¹, la fragmentación nacional de los mercados financieros y la ausencia de un marco fiscal anticíclico común. Para explicarlos, agrupa las propuestas en los tres grandes bloques habituales: unión bancaria, unión de mercado de capitales y unión fiscal, y se ciñe a aquellas que resultan imprescindibles por su criticidad.

La unión bancaria se hará realidad cuando exista un nivel suficiente de integración mayorista y sobre todo minorista en Europa, un sistema bancario paneuropeo, lo que implicaría fusiones transnacionales. Analiza por qué no se han producido y cita varias causas sobre las que habría que actuar con prudencia y persistencia. Primero y principalmente, la ausencia de un seguro de depósitos a escala europea, o al menos de un compromiso firme y datado sobre su puesta en marcha. Pero también aspectos más técnicos como la inexistencia de presiones competitivas en algunos países centrales¹², la falta de armonización regulatoria, la no consideración de la diversificación geográfica en el cómputo de los activos ponderados por riesgo, o los obstáculos al tratamiento integrado de los grupos bancarios paneuropeos. Y concluye, la inexistencia de un acuerdo definitivo sobre el estadio final de la unión bancaria «no hace sino dejar abierto el riesgo político y social larvado, ... solo añade riesgo político a la ineficiencia económica». Este capítulo no se limita a constatar los riesgos de la parálisis actual, sino que propone un camino de solución, «la estrategia de compartición de riesgos sin problemas heredados se presenta como la avenida más prometedora y rápida». Una tesis defendida en este Anuario¹³.

Las opiniones del autor sobre la unión fiscal son bien conocidas, (Hernández de Cos 2017). Resumámoslas brevemente aquí. La UEM requiere una capacidad fiscal supranacional de carácter estabilizador que, para evitar transferencias permanentes, se desarrollaría sobre un sistema de aseguramiento cíclico con recurso automático, sobre la base de condiciones macroeconómicas y fiscales ex ante. Sistema que habría de completarse

¹¹ Remito al lector interesado a la lectura completa del artículo en cuestión, pero me parece muy interesante la defensa de la necesidad de un activo seguro para la Eurozona, aunque no se formule explícitamente la petición de eurobonos, y la desconfianza en su sustitución por activos sintéticos mediante ejercicios de ingeniería financiera.

¹² Lo que es un bonito eufemismo para referirse a la persistencia de proteccionismo nacional bancario encubierto y a la fuerte presencia de entidades con estructuras de propiedad públicas o parapúblicas que las hace inmunes a las presiones de margen, rentabilidad o transformación digital que afrontan las entidades privadas y que dificultan la creación de una competencia leal horizontal, un *level playing field*.

¹³ La lección sexta del Anuario de 2017 decía: los «*legacy issues*» no pueden determinar el *steady state* de la Unión Monetaria, sino que requieren de soluciones transitorias imaginativas, prolongadas en el tiempo y con incentivos bien diseñados. Resumen ejecutivo, página 33.



con un mecanismo de coordinación y definición del *stance* de política fiscal para la Eurozona; mecanismo que debería contar con un instrumento para impulsar inversiones europeas, de integración y anticíclicas. Y con el fortalecimiento y simplificación de la disciplina presupuestaria y fiscal nacional, con la reforma en profundidad del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, sobre la base de un objetivo único, la reducción de la deuda, y de un instrumento operativo, la regla de gasto nominal, que aumente su automatismo y reduzca la discrecionalidad política.

El capítulo 2 es obra de Román Escolano quien, desde su privilegiada atalaya de antiguo ministro de Economía y eurócrata en el mejor sentido de la palabra, reflexiona sobre una tarea incompleta. Empieza reivindicando acertadamente las medidas políticas adoptadas para perfeccionar el marco institucional de la UEM, que tuvieron la virtud de acompañar y apoyar las políticas no convencionales del BCE. Medidas que, a pesar del pesimismo dominante, han generado seis años de recuperación, seis millones de puestos de trabajo, tasas de actividad cercanas al 70% y déficit públicos que han bajado del 6% en 2010 al 1,4% en 2017. Conviene no olvidarlo cuando se critican las políticas seguidas y se juega al catastrofismo. Tiene razón Escolano, las medidas han sido acertadas. Otra cosa es que hayan sido insuficientes en integración y que la expansión monetaria heterodoxa haya durado demasiado tiempo.

El autor adopta un enfoque muy sugerente, conceptual y europeísta, a la hora de analizar las tareas pendientes. Critica la visión de Merkel de noviembre del 2010, cuando apelaba a superar el método comunitario y abogaba por una renacionalización de las políticas europeas. Una visión insatisfactoria, que ha hecho más difícil avanzar y ha propiciado un debate equivocado entre dos conceptos aparentemente opuestos, «reparto y reducción de riesgos» que bajo el eufemismo del «*sequencing*» (calendarización de las medidas) esconde diferencias de fondo y es una excusa para un cierto replanteamiento de la unión monetaria.

La idea de que solo tras un largo período de coordinación y armonización de las políticas económicas, y de convergencia en los resultados en inflación, crecimiento y empleo, puede plantearse un proceso de mutualización de riesgos financieros, la Teoría alemana de la Coronación que nos recuerda se remonta a los años sesenta, no solo está equivocada, sino que es peligrosa para los propios objetivos que pretende defender. Y ello por tres motivos: (i) porque mientras la arquitectura financiera no esté completa, en la medida en que prolongue el círculo vicioso entre riesgo bancario y soberano, harán falta más rescates y transferencias públicas transfronterizas; (ii) porque las transferencias entre países serán necesariamente de mayor tamaño en ausencia de un seguro europeo de depósitos, EDIS, porque no solo tendrán que hacer frente a eventuales problemas de solvencia sino también a problemas puntuales de liquidez; y (iii) porque esta situación de unión bancaria incompleta puede dar lugar a resultados políticos inadmisibles en democracia, como que los contribuyentes nacionales sean responsables en exclusiva de las consecuencias de decisiones de autoridades europeas como el Mecanismo Unificado de Supervisión, MUS, o el Fondo Unificado de Resolución, FUR.

Para cerrar la unión bancaria, el autor propone básicamente dos medidas por él propiciadas (Mineco 2018): un cortafuegos común para el FUR y un acuerdo definiti-



vo sobre el EDIS, con una fecha irrevocable para su entrada en vigor. Fecha que sería irreversible, pero que puede demorarse en el tiempo para permitir la limpieza de los balances bancarios, la aportación de recursos suficientes al sistema y la puesta en marcha de un cortafuegos similar al FUR. Cerrados los tres pilares de la unión bancaria, la UEM ganaría tiempo para resolver los temas estructurales pendientes: un Mecanismo de Estabilización, un esquema de originación de un activo europeo libre de riesgo y reformas en la gobernanza que recuperen el método comunitario, incorporando en él al *Fiscal Compact* y al MEDE. En definitiva, un catálogo de medidas no muy distintas del formulado en el capítulo anterior, lo que refleja el amplio consenso existente a nivel técnico sobre la manera de hacer sostenible y permanente a la UEM. Consenso técnico que también existe en Europa, pero que se resiste políticamente.

Continúa esta primera parte del Anuario, Alicia García Herrero, investigadora de Bruegel y economista jefe de Natixis para mercados emergentes, quien en el capítulo tres se plantea esencialmente cómo debe responder Europa al desafío que suponen la emergencia de China y el nuevo nacionalismo norteamericano, ¿qué debe hacer la Unión ante el nuevo mercantilismo en las relaciones internacionales? Un debate importante pues este Anuario siempre ha defendido que Europa está demasiado centrada en sí misma, obsesionada con sus problemas internos e ignorante de los cambios globales. Este capítulo trata específicamente tres cuestiones: la guerra comercial como una manifestación de la rivalidad estratégica entre Estados Unidos y China que va a marcar el siglo XXI; un estudio sectorial detallado de las oportunidades y posibles ventajas europeas del rearme arancelario; y una revisión de las opciones estratégicas europeas en un mundo polarizado.

Estados Unidos ha decidido cambiar el status quo comercial y utilizar su poder hegemónico como regulador, como «*rule setter*». Ha impuesto unilateralmente un arancel adicional del 25% a importaciones chinas por valor de US\$50bn y ha aprobado otra lista que afectaría a US\$250bn. El impacto macro se ha dejado notar sobre todo en el tipo de cambio del Renminbi (RMB) que ha perdido el 20% en el año. El FMI estima que China crecerá 1,6 p.p. menos en 2019 y USA 0,9 p.p. Los mercados europeos han permanecido relativamente inmunes, aunque los últimos datos apuntan a una notable desaceleración de las exportaciones alemanas, y españolas, y a una ralentización del crecimiento. Y cuidado, que las estimaciones habituales solo miden el impacto directo en el comercio de mercancías, dejando fuera el efecto sobre el flujo de inversiones y otras cuestiones cualitativas esenciales. La primera ronda de aranceles perseguía contener el avance tecnológico chino, el 62% se aplicaba sobre productos de alto contenido tecnológico, algunos de los cuales China todavía no exporta a Estados Unidos. Mientras que la segunda, prevista y aún no implementada, persigue la relocalización de la producción industrial en USA. Con formas inaceptables, pero el presidente Trump parece dispuesto a negociar sobre reindustrialización, pero no sobre cómo detener el poderío tecnológico chino. ¿Es Europa consciente y tiene una estrategia preparada?

Si la guerra comercial va a más, Europa podría ocupar el espacio que ambos se dejan mutuamente libre. Para analizarlo, se presenta un estudio granular de los flujos comerciales a nivel sectorial. Concluye que la estructura de las exportaciones europeas sugiere que tiene más posibilidades de ganar en el mercado chino que en el americano, por la sencilla



razón de que las exportaciones europeas y americanas a China son buenos sustitutivos y porque aprovechar las ventajas relativas en Estados Unidos requieren un tamaño que Europa tardaría años en conseguir. China será pronto un mercado más importante para Europa que Estados Unidos. Pero para conseguir esos beneficios, «Europa tendría que permanecer neutral y abstenerse de aliarse con USA y de imponer sanciones a las importaciones chinas».

Cuestión central que lleva a García Herrero a plantearse la estrategia a seguir por Europa ante el cambio estructural en el paradigma del comercio libre. Son varias las decisiones a tomar. Primera, Trump ha dejado claro que el modelo comercial basado en reglas multilaterales está muerto, básicamente porque considera que las reglas no se aplican con equidad y su tamaño ha permitido a China evadir su cumplimiento, en lo que no le falta razón. Pero es un modelo particularmente estimado en Europa, entre otras razones por su propia complejidad interna. Parece pues necesario asegurar la efectividad de las normas internacionales. Segunda, la OMC tendrá que afrontar el papel de las empresas públicas (SOE, *state owned enterprises*) en la producción de bienes y servicios; su presencia dominante y perversa en muchos sectores y los inmensos subsidios con los que cuentan, entre otros de financiación privilegiada. Un debate que ni siquiera la Unión Europea ha sido capaz de resolver satisfactoriamente. Hoy Europa es el único gran mercado en el que crecen las inversiones chinas en la compra de compañías, incluidas las empresas tecnológicas. Tercera, la cuestión del acceso al mercado, que en un sistema político autoritario y centralizado se confunde con el anterior pues concede unas extraordinarias ventajas no competitivas a las SOE. Superar este obstáculo y conseguir acceso privilegiado, sin peajes intermedios, parece una obligación de reciprocidad en el nuevo orden económico con China y un componente necesario de cualquier acuerdo bilateral. Y cuarta, la cuestión de la seguridad nacional, de mediática actualidad, y el acceso a sectores considerados estratégicos que coinciden con los protagonistas de la revolución digital. Un tema que solo puede resolverse con mucha más transparencia sobre la propiedad, contratos y tecnología de las empresas chinas, y con un respeto absoluto a las reglas de propiedad intelectual e industrial.

Cierra esta primera parte dedicada al debate existencial de la Unión, un artículo de Francesco Papadia e Inês Gonçalves Raposo, investigadores de Bruegel, sobre Italia, el elefante en la habitación del euro y el problema crónico de la construcción europea, socio fundador y *free rider* profesional para muchos. A la hora de escribirlo, el gobierno italiano había chocado frontalmente en materia presupuestaria con la Unión, síntoma de un rechazo más profundo del modelo económico y de derechos humanos imperante en la Unión, y con un desenlace abierto en el que todo era posible.

Para los autores, el borrador de presupuesto italiano planteaba un doble reto a la Unión, institucional y económico. Desde el punto de vista institucional, se trata de un nuevo ataque a la gobernanza fiscal europea, que es explícitamente ignorada. La Comisión, como guardiana de los Tratados, no tenía más remedio que denunciarlo y abrir un procedimiento de déficit excesivo confiando en que, como Tsipras en Grecia, el gobierno italiano ceda y tras abundante postureo aplique las normas comunitarias. Todo apunta a que así está sucediendo, aunque es demasiado pronto pues hasta las elecciones europeas ninguna de las partes tiene interés en ceder ni «patear el tablero».



Concluyen que Italia tiene mucho más que perder que la Unión, sobre todo porque el plan económico italiano no tiene sentido ni racionalidad intrínseca; no aumenta la capacidad ni probabilidad de crecimiento en Italia. A demostrarlo se dedican los autores en su trabajo. Pero antes hacen unas afirmaciones que me atrevo a discutir, porque se han extendido en exceso entre algunos sectores políticos europeos. Plantear si un marco fiscal diferente hubiera evitado el enfrentamiento es un ejercicio académico necesario¹⁴, pero utilizar esa posible imperfección como argumento para justificar su incumplimiento abre la puerta a todo tipo de populismos. Afirmar que otro marco fiscal menos procíclico hubiera evitado la recesión italiana es un ejercicio de voluntarismo excesivo, cuando el estancamiento italiano es muy anterior a la unión monetaria. Pero, además, sobre esa base de deslegitimidad y desconfianza permanente de las reglas comunes no puede estabilizarse ni perpetuarse la Unión. Y desde luego las normas son aplicables a todos los países, con independencia de su tamaño. Precisamente por eso, hacen falta reglas fiscales claras, sencillas, comprensibles y automáticas.

Papadia y Gonçalves dedican gran parte de su capítulo a desmontar la idea de que el presupuesto italiano genera crecimiento. Empiezan cualificando el cálculo del multiplicador fiscal, que hoy sabemos que es una relación no lineal que depende de muchos factores. Factores todos ellos que aplicados a Italia darían una cifra muy modesta y muy lejos de la estimada o deseada por el gobierno italiano. Incluso podría ser negativa con supuestos nada heroicos sobre la reacción de los tipos de interés al enfrentamiento y ruptura con Bruselas.

Este capítulo aporta abundante evidencia empírica sobre los tipos de efectos recesivos de una expansión fiscal que podrían estar presentes en el caso italiano. Primero, una subida permanente de los tipos de interés generaría dudas sobre la sostenibilidad fiscal italiana, dada la magnitud de su endeudamiento público y la resistencia del mismo a la baja en un período de expansión económica y tipos cercanos a cero. Más aún en un momento de cambio de ciclo monetario. Segundo, el desplazamiento de un «buen» a un «mal» equilibrio con la subida de los tipos de interés no es en absoluto descartable. De hecho, es exactamente lo que pasó en la crisis de la deuda europea a partir de 2010 (Papadia y Välimäki 2018). Este fenómeno de cambio de régimen estacionario puede considerarse la versión moderna y desarrollada de los *animal spirits* keynesianos. Tercero, hoy sabemos que en el área euro las dudas sobre la sostenibilidad de la deuda se traducen rápidamente en dudas sobre la permanencia en el área monetaria, provocando fuertes movimientos especulativos sobre depósitos y otros activos italianos ante el riesgo de redenominación. Y cuarto, dada la fragilidad de los balances bancarios italianos, las condiciones fiscales pueden afectar sustancialmente a sus bases de capital y provocar una nueva espiral de desconfianza y de ciclo perverso soberano-bancario. Ciertamente que hoy la Unión cuenta con el MEDE y el FUR para hacer frente a esa situación, pero ambos necesitan como condición previa la colaboración del gobierno italiano con las autorida-

¹⁴ Son innumerables los comentarios académicos al respecto. No otra cosa ha hecho este Anuario desde su primera edición al tratar de cómo completar el marco institucional de la gobernanza del euro.



des comunitarias, la aceptación explícita de la gobernanza fiscal y la aprobación de un programa de ajuste.

4. POLÍTICA MONETARIA Y SISTEMA FINANCIERO EN EUROPA

Con el capítulo 5 empieza la segunda parte del Anuario dedicada a la descripción y análisis de la política monetaria y el sistema financiero europeo. En él, Carlos Gómez Fernández, Miguel Fernández Acevedo y Blanca Navarro Pérez, de la Dirección de Estudios y Estrategia del ICO, analizan la actuación del Banco Central Europeo concluyendo que «la política monetaria ya nunca volverá a ser lo que era». Afirmación que se refuerza insistiendo en que nunca veremos tipos altos como los de antes y que se ha superado la frontera del «*Zero bound*», de los tipos cero, como límite de efectividad de la política monetaria, gracias a la instrumentación de medidas heterodoxas e innovadoras. Los autores reflexionan adecuadamente sobre lo diferente que es hoy el BCE, pero creo que demasiado convencidos de que esta vez sí es diferente y de que ha disminuido para siempre el tipo de interés natural de equilibrio.

Ante la excepcionalidad de los años de crisis, las autoridades monetarias improvisaron ampliando su catálogo de herramientas en dos direcciones complementarias: (i) incidiendo directamente en los tipos de interés que afectan a la economía real, es decir en los que se aplican al sector privado de la economía y asumiendo riesgo de crédito; y (ii) mejorando el funcionamiento del canal de transmisión de la política monetaria, aunque tuvieran que convertirse en creadores de mercado. En la primera categoría, incluyen la orientación de expectativas, «*forward guidance*», y los programas de compra de activos, públicos y privados. La orientación de expectativas está siempre condicionada a la credibilidad del banco central y será puesta a prueba ahora que el BCE inicia un nuevo ciclo de tipos, en condiciones de incertidumbre sobre la fortaleza subyacente de la economía europea. Veremos su eficacia real. Las compras de activos han supuesto que el BCE termine el año con una cartera de más de €2,5 bn de activos, el 23% del PIB nominal de la Eurozona. Han tenido éxito en relajar las condiciones de acceso al crédito bancario, en mejorar los mercados de crédito corporativo y, en general, en los mercados de renta fija. Pero sobre todo en abaratar el servicio de la deuda pública. No obstante, convendría analizar si esta política no se ha mantenido demasiado tiempo y si no está en la base de los problemas de endeudamiento excesivo.

Entre los instrumentos de estabilidad financiera, se destacan (i) la adjudicación plena en las subastas de liquidez, (ii) la compra de cédulas hipotecarias iniciada en 2009, (iii) las operaciones de financiación a largo plazo, primero las LTRO con un plazo de 36 meses en diciembre de 2011 y posteriormente en 2014, enfocadas al crédito adicional, como TLTRO, y por último (iv), el programa de compra de valores conocido como SMP, «*Securities Market Programme*». Iniciado en 2010, fue sustituido en 2012 por las controvertidas Operaciones Monetarias de Compraventa, «*Outright Monetary Transactions*», sujetas a la condicionalidad macroeconómica del MEDE, y que conllevaban la esterilización de las inyecciones monetarias hasta que en 2014 se optó por una política agresiva de ampliar el balance del BCE.



Se consiguió así liquidez suficiente para evitar o sustituir el cierre de algunos mercados financieros, pero a costa de que el BCE se convirtiese en creador de mercado, de generar una cierta dependencia de estos de la actuación del BCE¹⁵. Dependencia que será puesta igualmente a prueba a la hora de decidir la continuidad de estos programas a su vencimiento. El BCE ha anunciado, y seguido, un calendario para dejar de comprar activos netos, pero no ha asegurado la renovación de los TLTRO. De hecho, ésta es una de las incógnitas que pesan sobre los mercados europeos al cierre de 2018 (Barclays Research 2018) y que el BCE no despejó en su última reunión de diciembre. La no continuidad de este programa, aunque sea en un formato más reducido y exigente, aumentaría los costes de financiación para algunos bancos en un contexto de riesgo macro al alza, a la vez que la entrada en vigor de las ratios regulatorias de liquidez, LCR y NSFR, llevaría a otros bancos a reducir sus balances. Para muchos analistas, desde un punto de vista de estabilidad financiera pura, continuar las TLTRO es más importante que la propia compra de activos.

El capítulo subraya los efectos positivos de la actuación extraordinaria del BCE: (i) evitar la fragmentación de la Eurozona; (ii) contribuir al 40% del crecimiento económico real, y (iii) reducir la desigualdad. Finalmente se deslizan algunas críticas, «riesgos asociados a un periodo tan largo de acomodación monetaria» que en ningún caso pueden cuestionar el éxito de esta estrategia. Se citan (i) la posible creación de burbujas con la búsqueda de rentabilidades positivas, (ii) los riesgos macroprudenciales, (iii) los efectos negativos sobre la rentabilidad de los bancos, y (iv) un incremento de la deuda global¹⁶.

El capítulo 6 describe el sistema bancario español desde una perspectiva europea. Joaquín Maudos, catedrático de la universidad de Valencia y director adjunto del IVIE, nos ofrece una gran riqueza estadística para concluir que esas diferencias son un freno para una construcción estable. La Unión bancaria nació para superar las conocidas limitaciones de la UEM, pero la persistencia de importantes diferencias en las tasas de morosidad por países ha frenado su desarrollo. Diferencias que son igualmente notables en otros aspectos como rentabilidad, eficiencia, liquidez o solvencia. Diferencias que son en parte producto de la distinta evolución macroeconómica, pero también de divergentes políticas fiscales, de tratamientos regulatorios y supervisores diferenciales y de las propias imperfecciones de la Unión. Alejarse del simplismo en el diagnóstico es esencial para evitar conclusiones equivocadas y populistas.

Empieza el autor presentando la dimensión y estructura de los sistemas bancarios europeos. Desde el peso de los activos bancarios en el PIB, a la densidad y capilaridad de la red de oficinas bancarias con variaciones de 8 a 1 y donde España, a pesar de la reducción del 40% durante estos años de crisis, y de algunos lamentos sobre la desbancar-

¹⁵ En cierto sentido podríamos hablar de un *Draghi put* por analogía al ya célebre *Greenspan put* que siguió a la actuación de la Reserva Federal USA tras la crisis de las tecnológicas en los años noventa.

¹⁶ El lector interesado en hacerse su propio balance de la actuación del BCE puede encontrar útil contrarrestar la visión tan positiva de este capítulo con una ligeramente más crítica de José Ramón Díez 2017 y con mis propios comentarios en el Resumen Ejecutivo de ese año.



rización, sigue siendo el país con más oficinas por habitante (1 por cada 1.693). Oficinas que son además las más pequeñas de Europa en número de empleados. Este capítulo pone también cifras a la fragmentación del mercado bancario europeo: el 92% del crédito bancario es a residentes del propio país y solo el 2% adicional de otros países de la Eurozona. Dato que se agrava porque ha desaparecido prácticamente el mercado interbancario europeo, lo que, en mi opinión, debería ser un motivo de honda preocupación para las autoridades supervisoras y reguladoras.

Pero donde este capítulo presenta mayor riqueza de información es en lo relativo a la salud del sistema financiero. No puedo resumir aquí toda ella, pero permítanme unos breves apuntes al objeto de animar a su lectura. El nivel de morosidad no da la verdadera dimensión de la dispersión en la calidad de los balances bancarios, con fuertes diferencias que remiten a la situación macro pero también a diferencias significativas en el uso y exigencia de los modelos internos de estimación de la misma. Hay que completarla con el análisis de los activos adjudicados y de las pérdidas que han sido reconocidas y provisionadas. En solvencia bancaria, España está ligeramente por debajo de la media de la Eurozona, pero es la única de las grandes economías europeas que tiene una banca eficiente. Aspecto éste de la eficiencia clave en un mercado que no crece, como corresponde a una etapa de desapalancamiento de empresas y familias, y donde los márgenes seguirán siendo muy estrechos por la fuerte competencia y también por decisiones de política monetaria. La rentabilidad de la banca europea en general ha mejorado, pero aún deja bastante que desear, el *return on equity* de la banca americana es prácticamente el doble, y apenas supera el coste de capital. Datos que se olvidan en el debate político europeo cuando se cargan costes regulatorios, impositivos, prudenciales y de conducta a la banca sin reparar en su situación real¹⁷. O cuando se anima a la consolidación transnacional del sector ignorando que requiere rentabilidad para atraer capital. De nada vale insistir en el aumento de la solvencia, si la banca no es rentable.

Por último, el profesor Maudos analiza la exposición de la banca europea a la deuda soberana, el tema probablemente más controvertido del debate actual sobre la unión bancaria y que está detrás de la paralización de cualquier avance real en el seguro europeo de depósitos. Los datos son muy claros, las interpretaciones muy diferentes¹⁸. Hay dos grupos de países bien diferenciados, que se definen casi exactamente por los problemas de acceso al mercado de capitales durante la crisis y con el obligado papel de único proveedor de liquidez que cumplieron los Tesoros nacionales de la mano del BCE.

¹⁷ Llama la atención que la solvencia bancaria de las grandes economías europeas esté por debajo de la media de la UE, con la excepción de Alemania donde, por otro lado, los problemas de su principal banco son bien conocidos. Para ilustrar esta aparente paradoja basta ver aquí cómo cambia el ránking de solvencia si en vez de medir el capital sobre activos ponderados por riesgo, APRs, lo hacemos sobre total de activos, anulando así el impacto de la benignidad regulatoria, «*regulatory forbearance*», de algunos países. Circunstancia bien conocida por el BCE y que empujó al MUS a considerar la revisión específica de los modelos internos de riesgo como una prioridad estratégica de su programa supervisor del año 2018 y siguientes.

¹⁸ Lo que me refuerza en la idea de que no hay datos sin una teoría que los explique, solo hay caos e información incomprensible.



Concluye el autor aceptando la relación entre morosidad bancaria y seguro de depósitos que otros autores y yo mismo hemos cuestionado en este Anuario y en este mismo Resumen. Y también que, si bien no es ahora el mejor momento, «conforme nos alejamos del final del QE, será conveniente tomar medidas para evitar una excesiva concentración de deuda soberana en los balances bancarios, con consumos de capital diferenciados según el riesgo de cada país y/o con límites al peso de la deuda pública en el activo del banco». Posición que como sabe el propio autor no comparto. La UEM es la única jurisdicción monetaria relevante avanzada sin un activo seguro de la propia área, y por eso los bonos soberanos nacionales son el activo seguro de los bancos. Más aún en un sistema bancario fragmentado por fronteras nacionales como el descrito. Solo con eurobonos desaparecerá el problema, con eurobonos u otorgando un privilegio exorbitante al ahorrador alemán y convirtiendo al *bund* en el activo seguro y dominante en las carteras de los bancos de la Eurozona. No confundamos el síntoma con el problema, como se hace deliberada y torticeramente con los desequilibrios en el Target 2.

El capítulo siguiente, siete, nos lleva al futuro, a analizar las monedas digitales emitidas por los bancos centrales (CBDC, *Central Bank Digital Currencies*) e incluso el posible fin del monopolio de emisión. Un tema tan apasionante como especulativo al que dedican su contribución Santiago Fernández de Lis y Olga Gouveia de BBVA Research. Empiezan advirtiendo que, pese a su creciente popularidad, las monedas virtuales y su tecnología habilitante, las tecnologías de registros distribuidos, DLT en sus siglas inglesas habituales, están en su infancia porque aún no han resuelto un problema central, la escalabilidad. Por eso todavía hoy, los sistemas RTGS «*Real Time Gross Settlement*», de registro y liquidación bruta en tiempo real, como Target, son más eficientes y los bancos centrales no tienen más interés que la experimentación y el control del proceso futuro.

El dinero en efectivo es un activo muy especial que combina cuatro características: permite el intercambio directo sin conocimiento del emisor, P2P en terminología actual, es de acceso universal, anónimo, y sin interés. Pero las CBDC son una alternativa al efectivo que pueden ser universales o restringidas a un colectivo particular de usuarios, permitir transacciones anónimas o solo mediante identificación previa, y pagar interés o no. Un muy ilustrativo cuadro resumen recoge en este capítulo las distintas variedades posibles de CBDC dependiendo de cómo se combinen las tres últimas características anteriores.

Combinaciones que dependen de los objetivos perseguidos. Primero (i), si se trata de mejorar el funcionamiento de los sistemas de pagos como Target, queremos CBDC restringidas, identificadas y sin interés, y el banco central mantendría el control de acceso. Segundo (ii), si queremos sustituir el efectivo tendrán que ser universales, anónimas y sin interés; su gran ventaja estará en los menores costes logísticos. Tercero (iii), si el objetivo es superar las restricciones del «*Zero bound*», serán universales y anónimas, pero pagarán, o cobrarán, interés. Si, cuarto (iv), se trata de reducir o eliminar las crisis bancarias en un sistema fiduciario y fraccional, las CBDC habrían de ser universales, identificadas y sin interés. En su versión más radical, e intervencionista, más antiliberal, todo ciudadano tendría una cuenta corriente sin interés en el banco central donde depositaría su riqueza ociosa y se separaría la provisión de crédito del sistema de pagos.

Los autores dedican gran parte del capítulo a exponer con claridad y sencillez las



ventajas e inconvenientes de las distintas alternativas de CBDC. En la primera opción (i), se trataría de contraponer eficacia, rapidez y competencia a la seguridad y control del sistema de pagos que ofrece hoy un banco central, que sin duda perdería su monopolio en el tema. Un camino que solo depende de la escalabilidad y de la protección del consumidor. En el segundo caso, opción (ii), los bancos centrales solo reemplazarían efectivo por dinero digital, si las monedas privadas amenazan sus ingresos de «*seignorage*». Pero el problema es el anonimato y las facilidades de evasión fiscal, blanqueo de capitales e incluso a la financiación del terrorismo. Es pues un paso ético y políticamente más complejo que técnico y económicamente.

Fue un economista tan ortodoxo como Rogoff quien en 2016 propuso introducir monedas digitales como instrumento de política monetaria para extender el dominio de los tipos de interés negativos (opción iii). Parece sencilla, pero nos llevaría a un territorio de represión financiera creciente, quizás como sustituto permanente de la inflación. Nos obligaría a sustituir completamente el dinero en efectivo, para evitar la aparición de un proceso de arbitraje, a introducir controles de capital para evitar la acumulación de saldos monetarios en monedas extranjeras, (del país cuya emisión monetaria no se digitalice). Pero, además, la inestabilidad financiera asociada a la volatilidad de los tipos de cambio se multiplicaría, si juzgamos por la experiencia de las monedas virtuales privadas existentes. Sobre todo si compiten con monedas virtuales de bancos centrales. Para evitar estos «daños colaterales», habría que conceder tal poder a los bancos centrales que obligaría a plantear su legitimidad y sobre todo su independencia (Tucker 2018).

Pero sin duda es la opción (iv) la que plantea una verdadera revolución estructural del sistema monetario y bancario. La tecnología actual «nos ofrece la posibilidad de separar la generación de depósitos de la provisión de crédito». En su versión extrema conlleva un riesgo cierto de nacionalización del crédito, pues si en el pasivo de los bancos centrales están todos los depósitos de los particulares, ¿bastaría con sus activos tradicionales en sus balances, con reservas internacionales y crédito público? (FMI 2018a). La respuesta es obviamente que o bien crece exponencialmente la financiación a los gobiernos, o los nuevos bancos centrales financian directamente al sector privado de la economía en cantidad, modalidades y plazos inimaginables. Sería una paradoja que un desarrollo tecnológico llamado a liberar al ciudadano de la esclavitud del dinero físico y de su dependencia de un registro público centralizado acabara convirtiendo al sistema financiero en rehén del banco central. Que obviamente se convertiría en la institución más poderosa del planeta. Como lo sería que, en la obsesiva búsqueda de poner fin a las crisis bancarias, las sustituyéramos por crisis más frecuentes e incontrolables del conjunto del sistema financiero o por su completa nacionalización.

El capítulo 8 es una extensión del anterior. Eduardo García González, socio de Clifford Chance, se plantea los retos y oportunidades económicas y sobre todo jurídicas de las tecnologías DLT para el sistema financiero europeo. Empieza enmarcando el fenómeno de las *fintech*, un proceso irreversible que irrumpe en un sector que no estaba preparado para tanta innovación. Dos son las grandes dificultades jurídicas que plantea: su carácter supranacional y la heterogeneidad del fenómeno. La falta de un marco regulatorio internacional armonizado conlleva el riesgo de arbitraje regulatorio. Por ello y tras



muchas dudas, el 11 de octubre el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial publicaron lo que se conoce como la *Bali Fintech Agenda*, una guía con 12 orientaciones de política legislativa que aquí resumiremos en tres: invertir en infraestructuras, adaptar los marcos regulatorios y las prácticas supervisoras y promover la cooperación internacional.

En Europa la Comisión había constituido ya en febrero de 2017 la *Taskforce on Financial Technology* para avanzar en tres áreas clave: regulación financiera, tecnología de datos y derecho de la competencia. Consiguientemente publicó, en marzo de 2018, un Plan de Acción sobre Fintech con 23 iniciativas concretas. Iniciativas entre las que destaca la recomendación sobre «*sandbox*»¹⁹. Adicionalmente la Comisión ha aprobado una propuesta de Reglamento que permite el pasaporte europeo para las plataformas de financiación participativa, «*crowdfunding*», y protege a los inversores en materia de publicidad, gobierno y gestión de riesgos. Y tiene el proyecto de excluirlas de la aplicación de MiFID2.

Los escenarios normativos son diversos, en función del producto o servicio *fintech* del que se trate. Por lo que sería deseable la aplicación de unos principios comunes a cualquier adaptación legislativa en el marco de las *fintech*. Principios que deberían basarse en: flexibilidad y proporcionalidad, conocimiento tecnológico detallado y pragmatismo. En este mismo sentido, en septiembre de 2018, la *Association for Financial Markets in Europe* publicaba de la mano de PwC un Informe sobre la Tecnología y la Innovación en los Mercados de Capitales europeos con cuatro conclusiones: (i) la tecnología es una de las palancas más poderosas que tienen los bancos para enfrentarse a los retos de la industria, (ii) cuatro son las tecnologías potencialmente más transformadoras, el análisis de datos, la computación en la nube, la inteligencia artificial y los registros distribuidos, DLT; (iii) los bancos han de primar la agilidad operativa, la innovación y la relación con el cliente, y (iv) los riesgos de ciberataques serán determinantes en el futuro y requerirán atención ad hoc.

Finalmente, el capítulo presenta un breve repaso al posicionamiento de las autoridades europeas en relación con las DLT. Se plantean algunas preguntas básicas que están pendientes de respuesta legal vinculante, ¿son las criptomonedas, dinero, un token o un valor negociable?²⁰, ¿cuál es su tratamiento fiscal?, ¿son vinculantes los *smart contracts*?²¹ Europa se enfrenta además a un reto específico, la conciliación del Reglamento UE 2016/679, relativo a la protección y tratamiento de datos personales, con la libre circulación de estos mismos datos, necesaria para el desarrollo de las DLT. Tres son los puntos de fricción: el ejercicio del derecho al olvido, las dificultades para identificar al responsable de tratamiento de datos y la transferencia internacional de datos cuando el país receptor no ofrece la misma protección.

¹⁹ En este contexto, un *sandbox* no es más que un espacio regulatorio propio que permita la experimentación controlada en beneficio del desarrollo innovador y la protección del consumidor.

²⁰ Puede parecer un tema menor pero la respuesta regulatoria está siendo muy diferente en Estados Unidos donde la SEC los ha considerado a todos los efectos valores negociables, lo que ha endurecido y disminuido considerablemente la frecuencia y cuantía de las ICO, «*Initial Coin Offers*», y en Japón o en Reino Unido donde su regulación las asimila a monedas, a tokens.

²¹ Contratos que basados en un código informático almacenado en *blockchain*, se ejecutan de manera autónoma ante determinados acontecimientos.



Termina esta segunda parte con un capítulo, el nueve, de Francisco Uría, socio responsable del sector financiero en KPMG, sobre el impacto del Brexit en el sistema bancario europeo. Las consecuencias de la salida del Reino Unido de la Unión Europea ya han sido tratadas abundantemente en ediciones anteriores de este Anuario, y aquí nos centramos exclusivamente en los efectos en el sistema bancario y financiero. El acuerdo final sobre las condiciones de salida y la futura relación, caso de producirse y evitar el caos, no puede ser muy distinto del acuerdo pendiente de ratificación en el Parlamento británico, sobre todo en su parte financiera. Concuero con el autor en que la opción de que el Reino Unido permanezca en la Unión tras el 29 de marzo del 2019 está descartada. También en que una vez que el Reino Unido ha rechazado explícitamente la aplicación de alguna de las cuatro libertades fundamentales, en concreto la libertad de movimiento de personas, la opción de permanecer en el Espacio Económico Europeo, como Noruega, tampoco es posible.

La Unión no quiere sentar un precedente y ha dejado claro que no habrá *cherry picking*. Por lo que el Reino Unido tendría la condición formal y exclusiva de «Estado Tercero», sin acceso a la Unión Aduanera o el Mercado Interior. Lo que referido a los servicios financieros implica que quedaría sujeto al régimen de equivalencia, que le obligaría básicamente a mantener la similitud de su régimen regulatorio, y las entidades financieras allí domiciliadas perderían el beneficio del pasaporte europeo. Derecho que consiste en la posibilidad de ofrecer servicios financieros desde cualquier Estado miembro con la sola autorización del país de origen, sin trámite ni autorización alguna en el país receptor. Cláusula que ha permitido en parte significativa la concentración de muchos mercados y actividades financieras en Londres. La consideración de País Tercero se materializaría, de haber acuerdo de salida, el 1 de enero de 2021, tras el fin del régimen de implementación previsto²². Hasta entonces se mantendría la situación jurídica actual. Lo que no es óbice para que las entidades financieras vayan anticipando su entrada en vigor y adoptando desde ya sus decisiones estratégicas.

El régimen de equivalencia es «un régimen fragmentado de efectos realmente limitados», que se aplica de manera individual para cada entidad solicitante, y que no la libera de la necesidad de obtener una autorización administrativa condicionada al cumplimiento de importantes requisitos en el país de destino²³. No debería haber más problemas que la carga administrativa para obtener de entrada este régimen. Pero obviamente su mantenimiento obliga a una estrecha coordinación de la agenda regulatoria del sector financiero en el Reino Unido y la Unión Europea. Coordinación que será difícil desde el momento que el Reino Unido no esté presente en las deliberaciones, no pueda influir en las mismas y que estará lógicamente sujeta a tensiones nacionalistas

²² En las negociaciones de última hora para facilitar la aprobación del acuerdo de salida ha surgido la posibilidad de prolongar un año más el período transitorio. Pero no hay nada decidido al respecto.

²³ Es interesante señalar que la pretensión británica de obtener un sistema más ventajoso que la equivalencia y conocido como de reconocimiento mutuo ha sido frontalmente rechazada en las negociaciones del Brexit.



centrífugas. Por su lado, las entidades de la Unión Europea que fueran parte de grupos financieros británicos, en tanto que entidades de la Unión Europea, gozarían de los derechos que el ordenamiento europeo les concede y en concreto del derecho de pasaporte. Las entidades europeas que tengan actividad en suelo británico no podrían beneficiarse allí del pasaporte, pero la FCA británica, la autoridad supervisora, ha establecido un procedimiento facilitador para mantener la continuidad de las operaciones.

Este capítulo hace mención específica, por su importancia, a la actividad de compensación y liquidación de valores. A la fecha, prácticamente el 90% de las transacciones de derivados en euros son liquidados en las *clearing houses* británicas. Hecho que venía preocupando a las autoridades supervisoras europeas que habían formulado propuestas legislativas para forzar su domiciliación en la Eurozona. Todo parece indicar que es posible un acuerdo que garantice la continuidad de las operaciones en las plataformas británicas tras el Brexit, gracias a la concesión a la ESMA de la posibilidad de acceso real a esas infraestructuras²⁴ en suelo británico. Pero nada está cerrado y ante la incertidumbre, *Euroclear* ha decidido ya trasladar sus operaciones a territorio de la Unión.

La primera decisión de las entidades financieras en el RU ha de ser mantener su domicilio actual o trasladarse a territorio de la Unión, lo que requiere la necesidad de obtener la autorización en el lugar de destino. Sobre todo, una vez que el BCE se ha mostrado firme en exigir un traslado real y no solo cosmético. Existe también la opción de abrir una entidad nueva en un país de la Unión y obtener desde allí el correspondiente pasaporte. O también desarrollar la actividad financiera desde una sucursal ya existente en un Estado miembro, mediante la solicitud del comentado régimen de equivalencia. Puede ser una buena estrategia para ganar tiempo, pero no parece sostenible a largo plazo sin un acuerdo de reciprocidad o la eventual incorporación del Reino Unido al Espacio Económico Europeo. Por último, todos los contratos que contengan cláusulas referidas al derecho inglés habrán de ser modificados, pues dicho derecho dejará de ser necesariamente coherente con el de la Unión. Se trata de una fuente de inseguridad jurídica y eventualmente de litigiosidad. Nada impide en principio a las partes contratantes acordar la aplicación de un derecho tercero, de un derecho extra-comunitario, aún cuando ambos firmantes compartan la legislación mercantil europea, pero sería extraño. De nuevo, puede ser una solución transitoria, pero no sostenible sin una evolución legal paralela. ¿Por qué iba ser «superior» indefinidamente la legislación mercantil británica?

5. COMPLETAR LA UNIÓN MONETARIA: EL ESTADO DE LA ETERNA CUESTIÓN

Con el capítulo 10 empieza la tercera y última parte del Anuario, la más técnica, dedicada a profundizar en los temas pendientes para completar la unión económica y monetaria. Un tema inacabado e interminable; en parte por su propia naturaleza, la

²⁴ Estamos hablando básicamente de LCH, ICE, Clear Europe y el London Metal Exchange.



integración será siempre un proceso en marcha, y en parte porque no existe voluntad política para avanzar en temas suficientemente diagnosticados, pero que tienen importantes consecuencias redistributivas y suponen considerables cesiones de soberanía a una Europa sin personalidad propia.

Fernando Restoy, presidente del Instituto de Estabilidad Financiera, analiza los logros y retos pendientes de la unión bancaria. Un complemento necesario de la unión monetaria que debería resultar en un sistema financiero más estable y solvente, instituciones más eficientes y competitivas, y servicios bancarios mejores y más baratos para los ciudadanos. Como ya hemos visto, un mercado bancario integrado constituye la base de un efectivo mecanismo privado de mutualización de riesgos y ayudaría a romper el nexo entre la evolución económico-fiscal doméstica y la estabilidad financiera (Draghi 2018). Podemos por tanto juzgar el éxito de la unión bancaria con dos criterios: por facilitar un sistema bancario integrado en la Eurozona y por disociar el perfil de riesgo de una entidad del riesgo soberano del país en el que esté domiciliada. Si nos atenemos a ello, y a pesar de los grandes avances conseguidos, estamos muy lejos de poder calificar de éxito a la unión bancaria.

Este capítulo empieza recordando los logros conseguidos en materia de supervisión: (i) la puesta en marcha en tiempo récord de la autoridad de supervisión europea, (ii) autoridad que ha conseguido aumentar el volumen y calidad del capital y la liquidez de la banca europea hasta niveles confortables, (iii) la cristalización de una cultura supervisora común con énfasis en la gobernanza e intrusiva en la calificación de la calidad de los activos y en la validación de los modelos internos. Mención aparte merece la estrategia supervisora de reducción de activos morosos (NPLs, *non-performing loans*), que ha reducido ya en un tercio el volumen de NPLs de la banca europea, pero la tasa de morosidad aún permanece en torno al 10% en 5 jurisdicciones y está por encima del 25% en dos Estados miembros. La estrategia del BCE incluye una supervisión reforzada específica y la posibilidad discrecional de recargos adicionales de capital en uso del Pilar 2 de Basilea. Estrategia que se complementa con una controvertida propuesta de la Comisión autorizando al BCE a imponer «*prudential backstops*» en caso de provisiones insuficientes según parámetros predefinidos.

Pero la principal debilidad estructural de la banca europea es su falta de rentabilidad. Tras enumerar las posibles causas de la misma, acaba relacionándola con el exceso de capacidad en la industria bancaria europea. Sostiene además que «en situaciones específicas ... con un gran número de entidades bancarias muy pequeñas, ineficientes y no rentables, [la estructura de la industria] acaba afectando negativamente a la estabilidad financiera...lo que constituiría la base para una acción rápida y decidida, *swift*, del supervisor». Todo un programa de activismo regulatorio rayano en el intervencionismo para el BCE²⁵, que no estoy seguro compartan las autoridades de competencia y me temo no aliviaría sus problemas de credibilidad.

Los progresos en Resolución son también evidentes, pero como hemos visto no exen-

²⁵ No conozco precedente de una acción semejante de supervisor alguno y en los casos en



tos de limitaciones: (i) las políticas de colateral y contrapartidas del BCE no garantizan la financiación en resolución, (ii) el FUR actual no facilita la financiación necesaria para preservar las funciones críticas de un banco en resolución, (iii) existen discrepancias sin resolver sobre el alcance, profundidad y detalle de los planes de resolución, y (iv) la determinación concreta del volumen y composición del MREL, los instrumentos susceptibles de convertirse en capital en caso de resolución, que será vinculante a partir de 2020 para las entidades no sistemáticas globales, está resultando muy compleja, dada la diversidad de balances de estas entidades y puede acabar transformando radicalmente la estructura de la industria.

Analiza luego este capítulo de forma muy sugerente la integración del sistema bancario europeo. Empieza constatando que, contra todo pronóstico, la creación del MUS y el MUR no han tenido ningún impacto en el número de fusiones y adquisiciones transnacionales. Y esto es así porque persisten importantes impedimentos regulatorios ya comentados: (i) la ausencia de un verdadero *Single Rule Book* porque la mayor parte de la legislación bancaria europea no son Reglamentos, sino Directivas que requieren transposición nacional; (ii) el no reconocimiento de la Eurozona como una jurisdicción única a efectos de G-SIBs y la no consideración de la diversificación geográfica como un factor mitigante de riesgo, y (iii) el tratamiento regulatorio de los bancos paneuropeos que favorece la expansión vía sucursales antes que la creación o adquisición de franquicias locales, que tienen que cumplir los requisitos de capital y liquidez a nivel local y también consolidado. Y esto es así por la inexistencia de un seguro de depósitos europeo, que obliga al supervisor local a defender a sus depositantes y contribuyentes.

Pero añade que existen razones aún más fundamentales, que tienen que ver con el exceso de capacidad instalada, con la presencia de un gran número de entidades ajenas a las presiones competitivas²⁶ y con la incertidumbre sobre los efectos de la disrupción digital en la rentabilidad del negocio bancario. Una lista muy sugerente a la que, en mi opinión, se podría añadir las políticas europeas de castigo a la banca, en presunta compensación por los costes de la crisis, que reducen su atractivo inversor. En estas condiciones no es realista esperar una rápida consolidación de la banca europea.

Afirma finalmente este capítulo que el nexo riesgo soberano bancario en la crisis de la Eurozona no ha venido de los activos bancarios, de sus tenencias de deuda soberana, sino de la incertidumbre macroeconómica y de las dudas sobre la capacidad de débiles Tesoros para respaldar y proteger los pasivos bancarios. El autor cita tres problemas pendientes a estos efectos. El primero es completar la unión bancaria en los dos aspectos

que lo ha intentado, recordemos la España de los primeros años noventa, las fusiones bancarias resultantes no coincidieron para nada con las que tenían en mente el ministro y el gobernador de entonces, ni las que aconsejaban los expertos, el famoso informe Revel.

²⁶ Aporta un dato revelador, solo el 30% de los bancos europeos son compañías cotizadas frente al 80% en Estados Unidos. Y solo significan el 50% de los activos bancarios totales. La razón, la proliferación de cajas de ahorro, bancos públicos locales o cooperativas de crédito protegidas, porque su estructura de propiedad y capital les inmuniza y les exime de cumplir los requisitos de capital y activos *bailinables*.



conocidos, el seguro europeo de depósitos y el *fiscal backstop* del fondo de resolución. El segundo se centra en la aplicación práctica de las reglas de resolución, consciente de que los requisitos del MREL son especialmente duros en la UEM porque ha decidido establecer unos requisitos de *bail in* del 8% de los activos, no exigidos en ninguna otra jurisdicción²⁷. Por último, la necesidad de un régimen europeo de insolvencia bancaria que complemente el de resolución. Un régimen de insolvencia que, siguiendo las mejores prácticas internacionales, sea un régimen administrativo común cuya autoridad central sería el Fondo de Resolución Europeo y que podría utilizar también para las entidades en liquidación algunas de las herramientas previstas solo para la resolución. Un fondo de tal naturaleza requeriría un cambio en los Tratados.

El capítulo 11 trata específicamente de la estrategia europea de reducción de riesgos. José Ramón Díez, director del servicio de estudios de Bankia, pone cifras a los importantes resultados conseguidos en solvencia, eficiencia y sobre todo reducción de la morosidad. Empieza cuantificando la brutal transformación bancaria. En concreto, en España de las 53 entidades que operaban en 2008 sólo quedan 13. La cuota de las cinco principales entidades ha superado el 70% cuando era el 42% en 2008. El número de empleados se ha reducido un 30%, el de oficinas bancarias un 40%. La capacidad del sistema bancario español se ha reducido a los niveles de principios de los ochenta. La morosidad ha disminuido un 65% para situarse en el 4,2% en términos consolidados, todavía en la media europea. Además, los adjudicados se han reducido un 20% y las refinanciaciones un 56%. En total los bancos españoles han limpiado su balance por un valor equivalente al 20% del PIB español del año 2018. Lo que ha permitido que las pérdidas por deterioro de activos en porcentaje de los activos totales medios hayan descendido al 0,44%, desde el máximo del 3,5%. Y lo han hecho a la vez que el volumen total de crédito ha caído un 36% desde el máximo de 2008, una recuperación sin precedentes que justifica el calificativo de brutal utilizado al principio de este párrafo. Gracias a esta reestructuración, a la buena evolución económica española tras el ajuste de los años 2012-14 y a los avances en la unión bancaria, se ha revertido el diferencial en el coste de financiación de la pyme española. Si ésta pagaba en 2013 por un crédito inferior a un millón de euros 5,39%, 2,4 p.p. más que en Alemania, en septiembre de este año 2018, el tipo estaba en el 2%, por debajo del que pagaba la pyme alemana.

Pero aún quedan importantes debilidades por resolver: reducir el volumen de créditos dudosos (700.000 millones de euros)²⁸; romper el nexo entre riesgo soberano y bancario,

²⁷ Requisitos que no crean problemas para los grandes bancos, que están ya sustituyendo deuda senior *unsecured* por instrumentos subordinados. Tampoco para los pequeños que serán excluidos pues al no ser sistémicos irán normalmente a liquidación. Pero es a los bancos medianos a los que les puede resultar muy difícil cumplir con este requisito y puede acabar forzando su fusión. Otra paradoja del sistema europeo, que puede terminar eliminando a los bancos comerciales privados medianos que sean sociedades anónimas cotizadas.

²⁸ Aunque el stock de dudosos se ha reducido un 30% en la banca europea desde 2014, aún suponía el 3,6% del crédito total de la UEM en junio. La mitad del total en Italia. El coste del riesgo supone el 67% de las pérdidas de capital agregadas de la banca europea en el ejercicio 2018 de stress de la EBA.



entre otras cosas a través de reducir el peso de la deuda soberana en los balances (135% del capital Tier1 en la mediana de la muestra EBA de la banca europea); completar la unión bancaria y crear algún tipo de activo seguro libre de riesgos para el área euro. Diagnóstico que coincide con todos los que se han venido haciendo en este Anuario.

En cierta medida, el inmenso esfuerzo de reestructuración de la banca española y la extraordinaria reducción del volumen de activos dudosos en sus balances ha servido para orientar y perfilar la estrategia europea de reducción de NPLs. Estrategia que se compone de cuatro elementos principales: (i) la supervisión reforzada, que se ha traducido en unas guías de actuación publicadas por el BCE y cuya aplicación se tendrá en cuenta en el SREP a la hora de fijar los requerimientos individuales de capital del Pilar 2; (ii) una propuesta de Directiva presentada por la Comisión (COM 2018) al objeto de facilitar la recuperación de las deudas bancarias, que introduciría un modelo común europeo de ejecución extrajudicial acelerada de las garantías reales; (iii) medidas para fomentar el uso de empresas especializadas en la gestión y recuperación de activos dañados, eliminando obstáculos a su cesión por parte de los bancos y normas comunes que simplifican la autorización de este tipo de empresas; y (iv) una guía con las mejores prácticas en el uso de los llamados «bancos malos» al estilo de la Sareb española, que incluye cuestiones tales como activos admisibles, perímetro de participación, reglas de valoración de activos, estructura de capital, financiación, gobernanza, etc.

Por último, este capítulo intenta poner algo de luz en el complejo y sesgado debate sobre la exposición a la deuda soberana. Un debate íntimamente ligado a la necesidad de contar con un activo europeo libre de riesgos que se convierta en la referencia para la valoración y precio de los activos en la UEM. Y empieza recordando algunas obviedades: (i) que las carteras de renta fija de las entidades tienen la función de operar como una cobertura estructural del riesgo de balance comercial y su tamaño teórico ideal se estima en el entorno del 15% de los activos totales; (ii) que han sido un mecanismo equilibrador para la cuenta de resultados en la crisis, tanto por la generación de plusvalías en un escenario de tipos a la baja como por su aportación al margen; (iii) que su mayor volumen en los bancos de países en crisis se debe a que permitieron solventar las dificultades de financiación de algunos Tesoros, (como bien sabe el BCE que utilizó ese mecanismo en las LTRO, y (iv) que el sesgo doméstico, que oscila entre el 60% y 90% en la UEM, ejerce un papel estabilizador para los mercados de deuda pública en momentos de tensiones idiosincráticas o de puro contagio financiero.

Reducir su tamaño es una buena idea, pero la cuestión central está en el cómo y en el ritmo. Forzar esta reducción como contrapartida para avanzar en la mutualización de riesgos, sólo contribuye a aumentar la inestabilidad, perpetuar el nexo perverso y hacer más probables rescates futuros. Forzarla mediante cambios en el tratamiento regulatorio que penalicen las tenencias de bonos soberanos por vía de capital, provisiones o *concentration charges*, supone aceptar la probabilidad de default soberanos en el área euro, singularizaría la Eurozona y exigiría previamente una política activa de *bail out* o un esquema de reestructuración ordenada de la deuda soberana en la Eurozona. Forzarla sin un activo seguro sustitutivo es un despropósito y un imposible.

El Anuario se cierra con un capítulo sobre la unión fiscal desde una perspectiva políti-



ca. Como en todas las ediciones anteriores, se ha querido aportar la visión de expertos en ciencia política porque la unión monetaria europea no puede entenderse si no es como elemento constituyente de un proceso político de integración europea. En el capítulo 12, Miguel Otero y Federico Steinberg, Investigadores del Real Instituto Elcano, critican que la unión fiscal se haya estructurado como un debate técnico entre economistas, como una discusión sobre cómo crear una facilidad de estabilización macro a la vez que se hacen más efectivas las reglas fiscales. Un enfoque que es para los autores un error porque «una unión monetaria tiene enormes implicaciones políticas, sociales y hasta culturales ... y conlleva elementos redistributivos de carácter político».

Explican los problemas actuales del euro como el resultado de dos visiones contrapuestas del dinero que ya estaban presentes en el Tratado fundacional. Mientras que Alemania veía la unión monetaria como la culminación de un largo proceso de convergencia económica pero también política sobre la base de la exportación de su modelo de estabilidad de precios, para los franceses lo importante era limitar la expansión del poder económico alemán. Pero analistas, inversores y políticos europeos descubrieron que el dinero era una relación de poder cuando, en plena crisis, constataron que el BCE era solo el prestamista de última instancia para los bancos y no para el soberano, mientras que la Reserva Federal lo era para ambos. Pues «el QE no es otra cosa que financiar directamente el gasto público del gobierno»²⁹. Dada así la naturaleza fiscal de la unión monetaria y bancaria, se necesita una unión fiscal con un presupuesto federal, lo que obliga a entrar en el debate sobre la unión de transferencias y sobre cómo se financia, en el debate sobre la solidaridad europea. El problema es que la creación de un soberano fiscal europeo exige una unión política y esto no parece hoy probable.

Una vez que explican conceptualmente la naturaleza de su unión monetaria, Otero y Steinberg presentan su ambiciosa visión del Estado Final de la unión fiscal, aunque se manifiestan plenamente conscientes de que no existe el acuerdo mínimo para alcanzarla. Proponen la creación de una Autoridad Fiscal Central Legítima dirigida por una figura política de peso, que sería el Comisario del Euro y tendría la autoridad para fijar la posición fiscal de la Unión, hacer cumplir las reglas fiscales a los Estados miembros y decidir qué países podrían acceder a los fondos comunes. Un verdadero ministro de Economía y Finanzas del Euro, propuesto por el Eurogrupo, pero legitimado por su ratificación en el Parlamento Europeo. Los fondos de esta política fiscal europea vendrían de la emisión de deuda europea, común y solidaria, y de impuestos europeos de nueva creación, como tasas ecológicas o a las transacciones financieras. Fondos que habrían de asegurar un cierto nivel de inversión pública en todos los países, un fondo de desempleo común, y la financiación de proyectos de integración europeos. La Autoridad Fiscal asumiría también las funciones, competencias y personal del MEDE, configurándose así como la única agencia ejecutora de los programas de rescate. En definitiva, este capítulo

²⁹ Expresión literal que no puedo ocultar me preocupa seriamente pues leída desde Alemania hará muy difícil avanzar en completar la unión monetaria. Pues se afirma que el BCE nace para hacer algo que precisamente la Constitución alemana ha tratado de evitar desde los tiempos de la República de Weimar. Y que por cierto le ha traído muy buenos resultados económicos y sociales.



presenta un diseño maximalista de una Unión fiscal que parece inspirarse más en las ideas tradicionales de un histórico keynesiano intervencionista, que en la realidad política europea actual y previsible. Permítame el lector, y los autores, un comentario final, no estoy seguro de que estas visiones maximalistas sean útiles, que hagan avanzar la agenda europea, que sirvan para hacer más estable y sostenible la unión monetaria, que no sirvan solo para traer demasiados fantasmas al debate.

6. LAS DIEZ LECCIONES EUROPEAS DEL AÑO

El año pasado, llevados de un optimismo que se ha demostrado excesivo con lo que creíamos el año de la refundación de la Unión Monetaria, terminábamos el Anuario con las diez reformas más importantes y urgentes. Este año del desencanto, desgraciadamente más euro escépticos, volvemos al formato tradicional del decálogo de lecciones europeas. Porque hemos de aprender de lo sucedido.

Primera, solo la voluntad política puede hacer avanzar Europa. La Unión se ha hecho más compleja y los equilibrios políticos más variados e inestables. Ya no basta con el acuerdo franco alemán, aunque éste sea imprescindible. El Parlamento Europeo ha ganado presencia institucional y no puede ignorarse. La Comisión ha recuperado protagonismo y ha puesto encima de la mesa todas las reformas relevantes. Las elecciones europeas darán paso a una nueva Comisión y un nuevo Parlamento. Se renovará también, de forma independiente, al presidente del Banco Central Europeo. Serían deseables líderes europeos fuertes con personalidad y futuro, porque los cambios necesarios exigen un nuevo Tratado. Ya no basta con elegir grandes personalidades de glorioso pasado, ciudadanos ilustres de pequeños países. La construcción europea exige mucho más. La amenaza de los nacionalismos no desaparecerá sola.

Segunda, la Unión Europea tiene que mirar al exterior y resolver simultáneamente los retos de completar la unión bancaria para asegurar su estabilidad y sostenibilidad, y de encarar la globalización y la transformación digital. La emergencia de China y su confusión entre los intereses privados, públicos y estatales, el nuevo mercantilismo americano, la digitalización de la economía con su «*winner takes all*», están dibujando un nuevo orden económico internacional sin respeto a las reglas hasta ahora vigentes y donde las instituciones multilaterales están en retirada. El tamaño y la defensa inteligente y activa de los intereses propios exigen una nueva estrategia europea, más activa, persistente y sistemática. Europa ha de consolidarse como un nuevo actor global y aumentar su presencia internacional.

Tercera, Europa ha iniciado un nuevo ciclo monetario sin mucho margen de manobra, porque el BCE ha prolongado sus políticas ultra expansivas más allá de lo razonable. Tiene que aprender la lección y reconsiderar un sistema de toma de decisiones y un excesivo presidencialismo que llevan a la inacción y hacen muy difícil dotar a la política monetaria de la suficiente agilidad para ser efectiva como instrumento anticíclico. Ayudaría que existiese un marco adecuado para definir y ejecutar una política fiscal en la Eurozona, y que la unión bancaria estuviera completa, pero no pueden ser una excusa



para la inacción. El BCE seguirá siendo a corto plazo el vértice institucional de la política económica del área euro y esto le continuará creando problemas de credibilidad y aceptación. Pero no puede llevarle a la parálisis. Habrá de seguir experimentando con la innovación digital, pero no se librará de la restricción del Zero-bound, ni de las contradicciones entre política monetaria y estabilidad financiera. Que serán más difíciles de gestionar en un entorno de endurecimiento de la liquidez, desaceleración económica y eventuales subidas de tipos de interés.

Cuarta, es necesario continuar el proceso de reducción de riesgos bancarios para recuperar la rentabilidad de las entidades financieras y con ella su contribución al crecimiento del crédito y de la actividad económica y el empleo. Esta es la principal razón de ser de la estrategia europea de reducción de NPLs. Evitar las transferencias entre países y facilitar la aceptación política de la mutualización de riesgos es solo una consideración secundaria, pues toda unión monetaria sostenible exige que el dinero y el crédito fluyan de las áreas con ahorro a las que tienen oportunidades de inversión rentable. Negar este principio es negar la unión monetaria. La estrategia europea de reducción de riesgos bancarios, para ser efectiva y creíble, ha de conceder protagonismo a instituciones especializadas en la gestión y liquidación de activos dañados, a los «bancos malos» o agencias nacionales de gestión de activos, y eventualmente va a obligar a repensar la Directiva europea de saneamiento y reestructuración bancaria (BRRD) y en concreto la idea y cuantía del *bail in* previo y la regla de no utilizar dinero del contribuyente. Preceptos que no contempla explícitamente ninguna otra gran jurisdicción monetaria.

Quinta, se han producido grandes avances en completar la unión bancaria, pero tras la decepcionante Cumbre de diciembre, quedan aspectos relevantes por resolver. La demora solo añade dudas sobre la voluntad de permanencia de la UEM, genera inestabilidad, aumenta el volumen de transferencias necesarias y hace más frecuentes y costosos los rescates financieros. La reforma más urgente es la aprobación de un calendario definitivo e irreversible para la puesta en marcha de un seguro europeo de depósitos que acabe con el nexo riesgo bancario riesgo soberano y posibilite la gestión europea integral de la liquidez. Le sigue en urgencia resolver los problemas puestos de manifiesto con el primer ejercicio de resolución bancaria europea. Principalmente el que se conoce como la financiación de la resolución y que implica dotar al FUR de la capacidad de endeudamiento en la cuantía necesaria, propia o delegada. La solución prevista de hacerlo a través del MEDE, una institución multinacional ajena a los Tratados comunitarios y que requiere unanimidad de sus socios, añade complejidad institucional, complica los procesos de decisión y politiza innecesariamente la resolución bancaria.

Sexta, coordinar resolución e insolvencia bancarias es una tarea poco conocida pero necesaria. En la Eurozona hoy, la resolución bancaria está sujeta a normativa europea mientras que insolvencia y liquidación siguen normas nacionales y por lo tanto criterios y prácticas muy diferentes. Una situación que produce confusión y agravios comparativos, que hace muy difícil la equidad horizontal y la aplicación del principio de que ningún acreedor salga perjudicado en una resolución respecto al coste de la liquidación. Es una fuente de litigiosidad cuya solución exige la aprobación de un régimen europeo de insolvencia bancaria. Un régimen administrativo cuya autoridad central sería el Fondo



de Resolución Europeo y con todas las herramientas habituales a su disposición. Un régimen de insolvencia bancaria común facilitaría mucho la movilidad del capital en la Eurozona y la desnacionalización del ahorro.

Séptima, la experiencia europea refuerza la necesidad de disponer de un mecanismo de mutualización del riesgo que opere a través de los mercados de capital privados, de fomentar la propiedad transfronteriza del capital y acabar con el sesgo doméstico en las carteras de los inversores institucionales. Un canal de estabilización privado y automático para neutralizar shocks asimétricos sin la participación de los poderes públicos. Un canal que será tanto más eficaz cuando más bancos paneuropeos haya. Analizar con rigor los obstáculos regulatorios y proponer medidas para superarlos es una tarea necesaria y no es suficiente con argumentar que existen razones cíclicas y otras más estructurales por las que no se han producido fusiones intraeuropeas. Sería una trágica paradoja que la unión monetaria fracasara porque el sistema bancario europeo se mantiene protegido al margen de la transparencia, competencia y disciplina del mercado.

Octava, avanzar en la mutualización de riesgos exige también reforzar el canal fiscal. La Unión Monetaria no es una unión de transferencias, pero no puede funcionar sin un canal de estabilización fiscal. Para construirlo es necesario primero reforzar la gobernanza fiscal, incorporar el *Fiscal Compact* al acervo comunitario y modificar el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Modificarlo para simplificarlo y hacerlo más operativo y automático y para aumentar su eficacia y las garantías de su cumplimiento. Las reglas fiscales de un área monetaria han de ser simples, transparentes y replicables sin dificultad por todas las partes interesadas, incluida la sociedad civil en los diferentes países. Una sencilla regla de gasto, a semejanza de la regla española vigente, puede perfectamente ser el armazón del sistema. Solo una vez que se disponga de reglas claras, y de que se apliquen, es posible generar la confianza mutua que permita dotar un presupuesto de la Eurozona que sea algo más que una simbólica reasignación de los fondos ya existentes. Vendría luego el Ministerio de Finanzas del Euro, para administrar ese presupuesto y asegurar el cumplimiento de las reglas fiscales. Ese es el orden lógico y entiendo que políticamente viable. Lo demás es retórica y postureo.

Novena, en ese presupuesto del Euro habría que encajar la facilidad de inversión y si acaso el seguro de desempleo europeo. Pero antes habría que dotar una facilidad europea de estabilización macro, coordinada con los mecanismos de rescate existentes. No es una buena idea que la capacidad de estabilización se estructure en torno al MEDE en tanto éste sea una institución no comunitaria y sujeta a acuerdos intergubernamentales. La capacidad de estabilización es una facultad irrenunciable de la Hacienda Pública moderna, una parte constituyente del presupuesto y debe ser administrada por la autoridad política, no por una institución técnica ad-hoc. Si algunos piensan que la Comisión no tiene legitimidad política suficiente, dénsela, pero no intentemos esconder en organismos técnicos lo que es una decisión esencialmente política en una democracia. Ni queramos imaginar impuestos y gastos antes de tener dotados con los recursos actuales los elementos básicos de un presupuesto de estabilización del euro. Si ya va a exigir mucho capital político, no lo hagamos imposible aprovechando para aumentar la presión fiscal en Europa, lo que no tiene nada que ver con el problema de la sostenibilidad del euro.



Décima, reducir la exposición a la deuda soberana exige avanzar en la creación de un activo seguro libre de riesgos para la Eurozona. No es por accidente, desconocimiento o politización que las carteras bancarias están llenas de ese activo. En proporción directa por país a las dificultades de financiación que han tenido sus bancos y soberanos. No confundamos el síntoma con la enfermedad. El problema no son los saldos bancarios de deuda soberana, sino la inexistencia de un activo seguro en el área euro que sirva de ancla del sistema y que permita la valoración y repreciaación de activos, la ejecución de la política monetaria sin consecuencias parafiscales o la valoración de una entidad financiera con independencia de donde esté domiciliada. Este año hemos aprendido que los inventos de ingeniería financiera para crear un activo sintético seguro están llamados al fracaso, como habíamos defendido en el Anuario anterior. Aún nos queda por aprender que la unión monetaria necesita de los eurobonos, y entonces, solo entonces, tendremos que plantearnos un mecanismo de restructuración ordenada de la deuda soberana, o un *bail out* generalizado de la misma según el modelo Hamiltoniano seguido en su momento en Estados Unidos.

BIBLIOGRAFÍA

- BARCLAYS RESEARCH (2018), *ECB Watching: The case for another TLTRO*, November 26.
- CLAEYS & MATHIEU (2018), <http://bruegel.org/2018/12/does-the-eurogroups-reform-of-the-esm-toolkit-represent-real-progress/> Bruegel Blog 13 de diciembre.
- COMISIÓN EUROPEA, COM (2017) 821 del 6 de diciembre 2017.
- COMISIÓN EUROPEA (2018), *Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y el Consejo sobre los administradores de los créditos, los compradores de los créditos y la recuperación de las garantías reales*, marzo.
- CONSEJO EUROPEO (2018), *Acuerdo de Retirada y el Proyecto de Declaración Política*, 25 de noviembre.
- DARVAS, ZOLT y WOLFF GUNTRAM, (2018), *Rethinking The European Union's Post-Brexit Budget Priorities*, Bruegel Policy Brief 1, marzo.
- DEMERTZIS & WOLFF (2018), <http://bruegel.org/2018/12/providing-funding-in-resolution-unfinished-business-even-after-eurogroup-agreement-on-emu-reform/> Bruegel Blog, 7 de diciembre.
- DIEZ, José Ramón (2017), *El camino de la normalización o cómo salir de una política expansiva heterodoxa*, capítulo 4 del Anuario del 2017.
- DRAGHI, Mario (2018), discurso en el Instituto Europeo de Florencia.
- ECB 2018, *Completing the Banking Union with a European Deposit Insurance Scheme: who is afraid of cross-subsidization?*, Occasional Paper Series, N°208, abril, varios autores.
- EL-ERIAN, Mohamed (2016), *The Only Game in Town*, Yale University Press.
- EUROPEAN FISCAL BOARD (2018), *Annual Report*.
- FERNÁNDEZ, Fernando (2017), *Anuario del Euro 2017*, Resumen ejecutivo.



- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (2018a), *Finance and Development, Money Transformed, The future of currency in a digital world*, junio.
- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (2018b), *The Bali Fintech Agenda: A Blueprint for Successfully Harnessing Fintech's Opportunities*, Indonesia 11 de octubre.
- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (2018c), *Revisiting the Economic Case for Fiscal Union in the Euro Area*, Research Department, Helge Berger, Giovanni Dell'Ariccia, and Maurice Obstfeld.
- HERNÁNDEZ DE COS, Pablo (2017), *Reglas e Instituciones para la gobernanza fiscal en Europa*, capítulo 9 del Anuario 2017.
- JUNCKER Jean-Claude (2018), *State of the Union, The hour of European Sovereignty*, 12 de septiembre.
- MCKINSEY (2018), *Testing the Resilience of Europe's inclusive growth model*, Discussion Paper, McKinsey Global Institute, diciembre.
- MINISTERIO DE ECONOMÍA Y EMPRESA (2018), *Posición española sobre el fortalecimiento de la UEM*, disponible en www.mineco.gob.es/stfls/mineco/comun/pdf
- NATIXIS (2018), *What are the most urgent priorities in the euro zone?*, Flash Economics 1420, 12 de diciembre.
- NOUY, Danièle, (2018), *discurso de apertura con motivo de la reunión del Consejo de la Federación Bancaria Europea, From a wish list to a to-do list: how supervisors can help banks prepare for crises*. 23 de noviembre.
- OTERO-IGLESIAS, Miguel y STEINBERG, Federico (2018), *The Spanish view on EMU reforms: stop kicking the can down the road, A proposal of Spanish academics*, Real Instituto Elcano.
- PAPADIA y VÄLIMÄKI (2018), *Central Banking in Turbulent Times*, Oxford University Press.
- REPÚBLICA FEDERAL DE ALEMANIA (2018), *The Messberg Declaration, Renewing Europe's promises of security and prosperity*, Oficina de Prensa e Información N° 214, 19 de junio.
- RODRIK, Dani 2007, *The inescapable trilemma of the world economy*, https://rodrik.typepad.com/dani_rodriks_weblog/2007/06/the-inescapable.html
- SOUTA, Phillip (2015), *Brexit, Legal and Economic Implications*, Anuario del Euro 2015
- TUCKER, Paul (2018), *Unelected Power, The Quest for Legitimacy in Central Banking and the Regulatory State*, Princeton University Press.

PARTE I
EL DEBATE EXISTENCIAL DE EUROPA



1. LA UNIÓN MONETARIA: LOS RIESGOS DE UNA OBRA EN CONSTRUCCIÓN

PABLO HERNÁNDEZ DE COS¹

1.1. LA CONSTRUCCIÓN DEL EURO DESDE UNA PERSPECTIVA COMPARADA

La arquitectura institucional que soporta la moneda única europea ha estado sujeta a una revisión profunda desde que la Gran Recesión impactó en Europa y, especialmente, desde que se desencadenó la crisis de deuda soberana dentro de la zona del euro. Esta revisión institucional se ha basado en la convicción de que la crisis reciente de la deuda soberana en la zona del euro fue el resultado de un conjunto de factores, que incluía carencias en el diseño original de la gobernanza de la eurozona: en particular, la debilidad de la implementación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC), la ausencia de mecanismos de coordinación de las políticas económicas y de gestión de crisis, y la asimetría entre la existencia de una política monetaria única y una supervisión bancaria a escala nacional. Todas estas debilidades se afrontaron durante la crisis, en mayor o menor medida, con la reforma del PEC (mediante el denominado *Six Pack*) y sus extensiones del Pacto Fiscal y el *Two Pack*, la creación del procedimiento de desequilibrios excesivos, el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) y la Unión Bancaria (Mecanismo Único de Supervisión y Mecanismo Único de Resolución).

A pesar de que estos cambios deberían resultar en un mejor funcionamiento de la Unión Monetaria en el futuro, sigue existiendo la percepción de que el diseño institucional del euro permanece inconcluso y, de hecho, esta cuestión ha seguido siendo un elemento recurrente de debate y se han elaborado numerosas propuestas para completarlo² tanto desde las instituciones europeas como desde ámbitos académicos.

¹ Las propuestas que se plantean en este artículo reflejan la opinión general del autor y no necesariamente las del Eurosistema.

El artículo está cerrado con información a 1 de diciembre de 2018.

² Entre las propuestas más recientes en este sentido se pueden mencionar la de la Comisión



Lo cierto es que esta deficiencia es conocida desde la propia concepción del euro, como apuntaba Romano Prodi en 2001³. De alguna manera, se aceptaba que los elementos que faltaban para garantizar su funcionamiento óptimo se incorporarían con posterioridad. Este gradualismo ha sido, de hecho, consustancial al proceso de integración europeo. Jean Monnet afirmó: «Siempre pensé que Europa se haría entre crisis y que sería la suma de las soluciones que diéramos a estas crisis»⁴. Ni siquiera constituye este un elemento central a la hora de juzgar su futuro previsible, porque, en cierto sentido, la tarea de completar el diseño de la moneda única siempre estará inacabada. Esta es una característica que el euro comparte con prácticamente todos los fenómenos de integración monetaria que ha habido en los últimos siglos. Lo verdaderamente importante para el futuro de la moneda única es tomar conciencia de que la naturaleza de algunos de los elementos incompletos puede suponer un riesgo existencial y, entre todos, generar el suficiente consenso político para afrontar eficazmente los cambios que permitan cubrir estos elementos, de forma que logremos crear una unión monetaria más completa y con mayor capacidad para abordar las perturbaciones que, con certeza, vendrán.

La comparación de la actual situación institucional de la eurozona con la que se encontraron Estados Unidos y el dólar tras la crisis bancaria de 1907 permite extraer algunas conclusiones [véase Kierkegaard y Posen (2018)]. Lo más relevante desde una perspectiva europea es observar que una reacción adecuada pero incompleta a los desafíos de la crisis de 1907 en Estados Unidos dejó abiertas las grietas por las que la economía estadounidense cayó años después en la Gran Depresión, con sus profundas consecuencias económicas, sociales y políticas. Este es el error que la Unión Europea no debe repetir ahora.

Siguiendo el relato canónico de Friedman y Schwartz (1963), las autoridades estadounidenses identificaron correctamente las deficiencias fundamentales de la arquitectura institucional tras el pánico de 1907, en particular la ausencia de una función eficaz de prestamista de última instancia para el dólar. En consecuencia, las autoridades decidieron abordar esa carencia mediante la creación del sistema de la Reserva Federal en 1913. Sin embargo, como consecuencia de distintos elementos de presión de la industria financiera y de la economía política, la decisión no fue llevada hasta sus últimas consecuencias e, ignorando los riesgos de contagio, se dejó la pertenencia y el acceso a las facilidades de préstamo de la Reserva Federal como una decisión voluntaria en manos de cada una de las entidades bancarias. Esto dio lugar a un sistema bancario dual, que fue, precisamente, el punto de fractura inicial por el cual, en 1929, lo que comenzó siendo un pánico financiero en la bolsa se convirtió en una crisis de confianza y posterior pánico en aquellos bancos sin acceso a la liquidez de la Reserva Federal como punto más débil

Europea (2017), la propuesta de consenso franco-alemana que se recoge en Bénassy-Quéré *et al.* (2018) y la elaborada por el grupo ADEMU, recopilada en Marimon y Cooley (2018).

³ Romano Prodi afirmaba públicamente en 2001: «I am sure the euro will oblige us to introduce a new set of economic policy instruments. It is politically impossible to propose that now. But some day there will be a crisis and new instruments will be created».

⁴ Véase J. Monnet (1985), p.410.



del sistema. Una vez iniciado el proceso de contagio minorista en una parte del sistema bancario, las dificultades se extendieron a todo el sistema y derivaron, finalmente, en una crisis bancaria generalizada que sumió la economía en una situación de deflación y depresión.

Más allá de las diferencias en los elementos causales y sus consecuencias, una lección de economía política que se debe extraer es que una reacción de política económica acertada pero incompleta frente a una crisis sirvió de punto de fractura para favorecer el desarrollo de la próxima crisis. De ahí la pertinencia de analizar cuáles son las deficiencias actuales en Europa en cuanto al diseño del euro para impedir que sean estas la grietas por las cuales se ponga en riesgo en un futuro esta gran construcción económica y política de los europeos que es la moneda común.

Tampoco está de más recordar que, a punto de cumplirse los primeros veinte años de existencia del euro, el proceso de unión monetaria europeo se encuentra en un estadio de construcción institucional más avanzado de lo que se encontraban el dólar y el sistema bancario estadounidense tras 130 años de andadura histórica. En suma, estamos ante una unión monetaria incompleta, pero que ha demostrado fehacientemente su capacidad de avance y que debe seguir avanzando.

Una tentación ante este diagnóstico de los riesgos inherentes a un diseño institucional inacabado sería asumir una posición maximalista para la culminación inmediata de una unión monetaria óptima. Sin dejar de ser esta una referencia útil que se debe tener en mente, en términos prácticos no resulta suficiente, ya que, en la Europa de hoy, hay que tener presente que el capital político e institucional disponible es limitado (como lo era también en los momentos fundacionales del euro). Por eso, para poder avanzar lo más rápidamente posible hacia ese ideal y, en todo caso, tener un diseño institucional para el euro que haga de este una unión monetaria estable antes de que surja la siguiente gran perturbación que lo vuelva a poner a prueba, es pertinente realizar un ejercicio de priorización y detección de aquellos elementos más críticos que deben ser abordados con mayor celeridad.

En este sentido, este artículo pretende esbozar aquellos elementos que resultan imprescindibles para que el euro pueda ser considerado una unión monetaria estable frente a perturbaciones económicas y financieras de magnitud equivalente a las observadas en la Gran Recesión. Y no es por falta de ambición teórica, es precisamente por tener gran ambición práctica por lo que considero que este puede ser un enfoque útil para abordar con éxito las reformas pendientes del euro.

1.2. LAS PECULIARIDADES DE LAS CRISIS FINANCIERAS Y LOS MECANISMOS DE TRANSMISIÓN Y MITIGACIÓN DE SU IMPACTO EN LA UNIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

Para abordar esta reflexión sobre los elementos mínimos necesarios para una unión monetaria estable, considero relevante tener en mente las particularidades que muestran las perturbaciones de origen financiero frente a otras que pueden afectar a la evolución



cíclica de las economías. Con carácter general, las crisis bancarias tienen un efecto más permanente sobre las economías y su potencial de crecimiento⁵. Por una parte, en la medida en que afectan a la confianza sobre la seguridad de los depósitos y a la percepción de riesgo de numerosos activos, tienen un efecto más persistente sobre las decisiones de inversión de los agentes que perturbaciones temporales sobre el flujo de renta disponible. Adicionalmente, la dislocación del sistema financiero afecta a la capacidad de este para reasignar eficientemente el factor capital entre empresas y sectores –la evidencia muestra, por ejemplo, la dificultad de las empresas más innovadoras para encontrar financiación y el freno a la incorporación de nuevas tecnologías que se produce tras una crisis financiera, así como las dificultades para crear nuevas empresas⁶–, lo que deteriora la productividad agregada y el potencial de crecimiento a largo plazo.

En el caso de la Unión Económica y Monetaria (UEM), la última crisis financiera se transmitió, además, de manera muy diferenciada a las distintas economías en función de la fragilidad de sus sistemas bancarios o de las vulnerabilidades y los desequilibrios macroeconómicos que habían acumulado durante el largo período de expansión vivido antes de la crisis⁷.

Asimismo, la crisis en la zona del euro se vio amplificada por la existencia de fuertes canales de contagio entre el sistema financiero y los soberanos (vínculo soberano–bancario), y la ausencia de mecanismos comunes de estabilización y de gestión de crisis. En contraste con la potencia de estos canales transmisores, en la UEM los mecanismos de mitigación y compartición de los riesgos son todavía muy limitados en comparación con otras uniones monetarias.

1.2.1. LOS MECANISMOS DE ABSORCIÓN DE PERTURBACIONES EN EUROPA: VISIÓN COMPARADA

La evidencia empírica muestra que los Estados federales y otras uniones monetarias más completas cuentan con mecanismos potentes que permiten que el impacto de una perturbación asimétrica se comparta entre las distintas economías o regiones (lo que en la literatura se denomina *cross border risk-sharing* o «mutualización internacional de riesgos»). La existencia de canales de diversificación de riesgos potentes, que atenúen los costes de ajuste que puede registrar una economía ante una perturbación idiosincrásica, constituye un elemento esencial para el buen funcionamiento de una unión monetaria en la que los países no disponen del tipo de cambio como instrumento de estabilización frente a este tipo de *shocks*.

En este sentido, la evidencia para Estados Unidos sugiere que en torno a un 70 %–80 % de las perturbaciones que afectan a un Estado concreto acaban diluyéndose entre el

⁵ Véase Furceri y Mourougane (2012).

⁶ Véanse Comisión Europea (2013), y Redmond y Van Zandweghe (2016).

⁷ Véase el capítulo 2 del *World Economic Outlook*, octubre de 2018, FMI.



resto de los Estados por medio de tres canales fundamentales⁸. El más potente opera a través de los mercados de capital privados, y su intensidad –que permite compartir en torno al 40 % de las perturbaciones asimétricas en Estados Unidos– viene determinada por la magnitud de activos financieros emitidos por no residentes que hay en las carteras de residentes en los distintos Estados, esto es, por la propiedad transfronteriza del capital. Cuanto mayor sea la proporción de renta de los agentes de una región o Estado que se genera por la propiedad de acciones o títulos de deuda emitidos por no residentes, mayor será su aislamiento frente a perturbaciones idiosincrásicas. El segundo es el canal crediticio, que adquiere una dimensión de *risk-sharing* internacional cuando son las entidades no residentes las que prestan a los agentes residentes (o viceversa). Las estimaciones disponibles sitúan su potencia en torno al 20 % en el caso de Estados Unidos.

Finalmente, un porcentaje pequeño de las perturbaciones –en torno al 10 %-15 %-se suaviza a través de las transferencias recibidas del presupuesto federal, un canal de naturaleza pública (canal fiscal). Esta menor potencia no debe llevar a minusvalorar la importancia del canal público, ya que su existencia resulta crucial para favorecer el desarrollo de los canales privados. Esto es así porque los inversores privados pueden tener mayor disposición a asumir un papel estabilizador –frenando, por ejemplo, las salidas de capital– si saben que el sector público les acompañará en esa tarea⁹. En consecuencia, existen sinergias notables entre los canales públicos y privados.

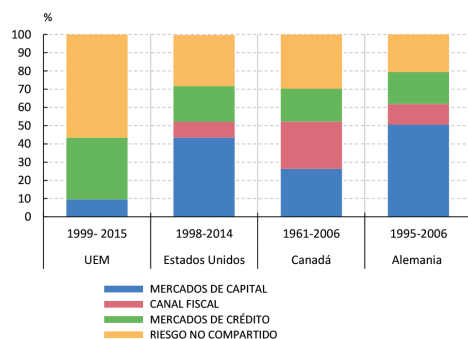
Es importante destacar que todos estos canales, incluido el público, están vigentes entre los estados federados de Alemania o entre regiones de un mismo Estado (véase gráfico 1.1). En cambio, en el área del euro, la evidencia muestra que los canales de *risk-sharing* privado en la UEM tienen menos potencia que los existentes en Estados Unidos o Alemania. En concreto, los mercados de capital apenas suavizan un 10 % de las perturbaciones, debido al elevado sesgo nacional que todavía persiste en las tenencias de activos. Por su parte, los mecanismos ligados al sector público son prácticamente inexistentes. Esto es así porque el presupuesto europeo no está diseñado con fines de estabilización, sino como elemento impulsor de la convergencia real de las regiones europeas más atrasadas o como mecanismo de financiación de la Política Agrícola Común (PAC). Además, el MEDE, vigente desde 2012, se concibe como un instrumento de última instancia para hacer frente a situaciones excepcionales de crisis severa que pueden poner en peligro la estabilidad financiera del conjunto de la UEM; de ahí que resulten relevantes las propuestas que tratan de fortalecer los instrumentos de carácter preventivo de que dispone la UEM.

⁸ El porcentaje de *risk-sharing* hace referencia a la proporción en que las perturbaciones que afectan al producto interior bruto (PIB) de un país o región no se trasladan al consumo de sus agentes. Véanse Asdrubali *et al.* (1996) y Banco de España (2016) para un análisis más detallado de los mecanismos de *risk-sharing* en Estados Unidos y la UEM.

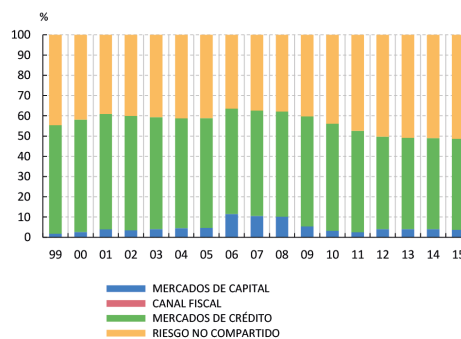
⁹ E. Farhi e I. Werning (2017) muestran que, incluso si los mercados de capital estuvieran totalmente integrados, un sistema que descansase solo sobre mecanismos privados no sería óptimo, porque los agentes no internalizan las ventajas de la estabilidad macroeconómica. Un mecanismo de seguro fiscal conduciría a un sistema más eficiente.

GRÁFICO 1. MECANISMOS DE MUTUALIZACIÓN DE RIESGOS

1. Potencia de los canales de mutualización de riesgos. Comparación internacional



2. Evolución de la potencia de los canales de mutualización de riesgos en la UEM



Fuente: Banco de España.

a. Estimado según la metodología de Asdrubali et al. (1996), que aproxima que el porcentaje de las perturbaciones que registra el PIB de una economía se traslada a la renta y a las decisiones de consumo de los residentes en esa economía. La potencia de cada canal se estima a partir de las siguientes ecuaciones:

$$1 \Delta PIB_t - \Delta PNB_t = V1_t + \beta 1 \Delta PIB_t + \varepsilon 1_t$$

$$2 \Delta PNB_t - \Delta PNN_t = V2_t + \beta 2 \Delta PIB_t + \varepsilon 2_t$$

$$3 \Delta PNN_t - \Delta RNN_t = V3_t + \beta 3 \Delta PIB_t + \varepsilon 3_t$$

$$4 \Delta RNN_t - \Delta C_t = V4_t + \beta 4 \Delta PIB_t + \varepsilon 4_t$$

$$5 \Delta C_t = V5_t + \beta 5 \Delta PIB_t + \varepsilon 5_t,$$

donde PIB es el producto interior bruto, PNB el producto nacional bruto, PNN el producto nacional neto, RNN la renta nacional neta y C el consumo total. Todas las variables se expresan en logaritmos y en desviaciones respecto al promedio del área del euro o, en su caso, de Estados Unidos. Los coeficientes $\beta 1$, $\beta 2$, $\beta 3$ y $\beta 4$ aproximan el riesgo compartido a través de los mercados de capital, la depreciación (sumada en el gráfico con el porcentaje de riesgo no compartido), las transferencias fiscales y los mercados de crédito, respectivamente. El coeficiente $\beta 5$ mide el porcentaje de riesgo no compartido. Las estimaciones correspondientes a Estados Unidos y la UEM son estimaciones realizadas por el Banco de España, las de Canadá y Alemania proceden de J. Melitz y F. Zumer (2002) y R. Hepp y J. von Hagen (2013).

El canal de crédito que discurre a través de las entidades bancarias europeas es el principal canal de *risk-sharing* en la UEM, pero durante la crisis pudo comprobarse que está expuesto a una fuerte inestabilidad, ya que los procesos de incertidumbre y de desconfianza generalizada que se desataron acabaron propiciando una renacionalización de los préstamos bancarios y de otros flujos de capital. Por este motivo, la importancia de este canal disminuyó notablemente, precisamente cuando más se necesitaba (véase gráfico 1.2).



1.3. LOS PRINCIPALES RIESGOS EXISTENCIALES PARA EL EURO

A la luz de la experiencia vivida durante los años de crisis y de la evidencia sobre la escasa potencia de los canales de *risk-sharing* en la UEM, se pueden destacar tres fenómenos que suponen un mayor peligro para la estabilidad del euro en caso de crisis: i) el riesgo de redenominación asociado a la posibilidad de que en los mercados surjan dudas sobre la sostenibilidad de la deuda de un soberano que lleven a vislumbrar su posible salida de la moneda única; ii) la perpetuación de mercados mayoristas y minoristas de financiación fragmentados a lo largo de las fronteras nacionales, que hace que los canales privados de *risk-sharing* tengan una potencia reducida, y iii) la ausencia de un marco fiscal que favorezca el diseño por parte de los países de una política fiscal contracíclica que incentive la creación de márgenes de maniobra en las fases expansivas para hacer frente a las circunstancias adversas, y la falta de mecanismos fiscales de carácter supranacional que contribuyan a aumentar la capacidad de las economías de la UEM para hacer frente a perturbaciones idiosincrásicas o comunes.

Con respecto al riesgo de redenominación, más allá de constatar que su propia naturaleza es la manifestación de una falta de confianza de la comunidad inversora internacional en la propia perdurabilidad de la moneda única, cabe señalar que tiene cierto componente de profecía autocumplida, de ahí que pueda ser catalogado como el principal riesgo que se debe eliminar. Esto es así por la conjunción de, al menos, los siguientes canales de transmisión: el más directo es la potencia de los vínculos soberano-bancario que existen en los países de la UEM. En este contexto, el contagio se extiende rápidamente desde el soberano hacia todo el sistema económico del país afectado, provocando una crisis de balanza de pagos y un endurecimiento de las condiciones financieras que afecta a las decisiones de gasto de los agentes, lo que da lugar a nuevos canales de retroalimentación y contagio.

La transmisión de las primas de riesgo soberanas a toda la estructura de precios de activos financieros en la economía como consecuencia del papel de ancla que ejerce la deuda soberana en los sistemas financieros modernos supone una desventaja competitiva en términos de coste de financiación para el sector privado en determinadas partes de la eurozona simplemente por razón de su localización, que, de mantenerse en el tiempo, haría incompatible las nociones de mercado único y de libertad de movimientos con la estabilidad política del euro.

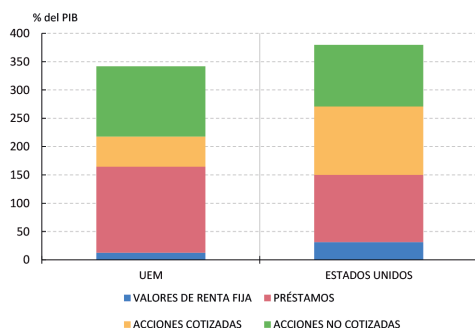
En este sentido, hay que señalar las limitaciones teóricas y prácticas a las ventajas que se podrían derivar de las propuestas que existen de usar ingeniería financiera para la creación de activos sintéticos respaldados por carteras de deuda soberana de los países de la UEM. Este limitado impacto se debe al escaso grado de diversificación que resulta alcanzable con carteras de activos muy poco granulares y que, debido precisamente a los fallos en la arquitectura institucional, pueden presentar una correlación elevada en situaciones de crisis. No obstante, como hemos visto, la existencia de activos seguros como ancla del sistema financiero resulta esencial para su adecuado funcionamiento y para reducir riesgos en los balances bancarios en momentos de tensión financiera y macroeconómica.

Para hacer la situación más compleja, en el actual marco institucional, incompleto y sin suficientes mecanismos de absorción, la única reacción de política económica posible a nivel nacional para atajar la desconfianza desencadenante del riesgo de redención es realizar fuertes procesos de ajuste fiscal de carácter procíclico durante períodos recesivos para recuperar la credibilidad. La combinación final es un *policy mix* a nivel nacional que no apoya la recuperación a corto plazo.

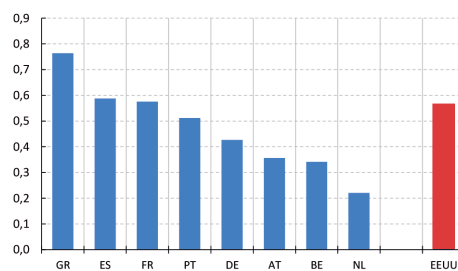
En cuanto a los mercados financieros en el área del euro, estos se encuentran, por una parte, en general poco desarrollados, con un peso comparativamente elevado de la financiación bancaria y escaso de los mercados de capitales (véase gráfico 2.1). Por otra parte, están fragmentados. El sesgo nacional en las tenencias de activos y operaciones con las entidades bancarias sigue siendo elevado (gráfico 2.2), especialmente tras la crisis, ya que, como ponen en evidencia los indicadores que publica el Banco Central Europeo (BCE) en sus informes de integración financiera, el fenómeno de renacionalización de los flujos financieros que tuvo lugar en los momentos más álgidos de la crisis apenas se ha revertido, de manera que, aunque se aprecia una convergencia de los precios y los tipos de interés de los activos, apenas se percibe una disminución del sesgo nacional en la tenencia de activos y en los préstamos y depósitos bancarios.

GRÁFICO 2. DESARROLLO DE LOS MERCADOS FINANCIEROS Y SESGO DOMÉSTICO

1. Pasivos de hogares y sociedades no financieras (2017)



2. Sesgo doméstico de la inversión en valores de renta variable (a)



FUENTES: Banco Central Europeo, Banco de España, Banco Mundial, Fondo Monetario Internacional y Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico.

a. El indicador se calcula como 1 menos la ratio de los valores de renta variable extranjeros en la cartera de inversión de cada país y del mundo. Un valor del indicador de 1 indica que los inversores nacionales invierten el 100% de su cartera en valores nacionales, un valor nulo indica que no hay sesgo doméstico y un valor negativo indica que hay un sesgo hacia la tenencia de valores extranjeros.

Una de las consecuencias más significativas de este fenómeno fue la señalada por el propio BCE en los años más graves de la crisis. El BCE constató que la fragmentación de



los mercados entorpecía incluso la transmisión de la política monetaria hacia las condiciones crediticias locales, haciendo menos efectiva la política monetaria en su conjunto. En consecuencia, el BCE ha tenido un papel preponderante, y que no decrece significativamente, como canalizador por defecto de los flujos transfronterizos de financiación a través de sus distintas facilidades a falta de un mercado interbancario paneuropeo tan integrado como el que existía antes de la crisis. En definitiva, resulta necesario tomar acciones decisivas para que la zona del euro retorne, al menos, a los niveles de integración financiera mayorista en precios y cantidades prevalentes antes de la crisis financiera.

En el ámbito minorista, los fenómenos de salidas de depósitos, en particular los de carácter transfronterizo en el marco de una unión monetaria, de nuevo son un reflejo directo de la confianza relativa de los depositantes en las actuales redes nacionales de seguridad de respaldo al principal componente de riqueza financiera de los hogares en muchos países: los depósitos. Los riesgos inherentes a los procesos de fuga de depósitos y su impacto depresivo quedan también profusamente reflejados en el relato clásico ya citado de Friedman y Schwartz en ausencia de mecanismos públicos creíbles de garantía (Estados Unidos, 1929) o con mecanismos con credibilidad cuestionada.

Finalmente, la inexistencia de mecanismos fiscales supranacionales agrava el problema porque obliga a diseñar medidas de coordinación fiscal *ad hoc* de eficiencia dudosa en un momento en que las políticas fiscales nacionales tienen que abordar procesos de consolidación fiscal de naturaleza procíclica para atenuar la desconfianza de los mercados en la sostenibilidad de la deuda.

1.4. ELEMENTOS IMPRESCINDIBLES PARA GESTIONAR LOS PRINCIPALES RIESGOS EXISTENCIALES

En este apartado se esbozan aquellas tareas que, en mi opinión, pueden resultar más efectivas para conjurar los riesgos asociados a los tres elementos anteriormente mencionados, ya que permitirían mejorar los canales públicos y privados de amortiguación de perturbaciones de carácter financiero. El conjunto de medidas propuestas se pueden agrupar en tres amplios bloques: i) completar el proyecto de la Unión Bancaria; ii) desarrollar las medidas de la Unión del Mercado de Capitales, y iii) reforzar el marco político e institucional para la mejora de la eficacia y la coordinación de la política fiscal.

1.5. UNIÓN BANCARIA

El proyecto de la Unión Bancaria contiene múltiples elementos, pero querría centrarme ahora en aquellos que por su criticidad considero imprescindibles. Aunque la lista de elementos incluye un gran número de iniciativas de carácter legislativo o con potencial impacto fiscal, en realidad estas deben verse como el armazón básico sobre el que construir un nuevo mapa bancario en la zona del euro. Este ha de caracterizarse por un mayor nivel de integración tanto mayorista (que, como hemos visto, se llegó a alcanzar hasta niveles notables antes de la Gran Recesión) como, sobre todo, minorista, con el



fin último de cumplir la pretensión inicial en el nacimiento de la moneda única de que un euro sea un euro con independencia del país en el que esté depositado. Dejando al margen el inevitable nexo de unión entre riesgo bancario y soberano determinado por el factor común de riesgo macroeconómico no diversificable, el nivel máximo de separación factible entre riesgo bancario y soberano se podrá producir cuando exista un nivel suficiente de provisión de servicios bancarios minoristas, en particular de captación de depósitos, de naturaleza paneuropea y la resolución de entidades sea común. En suma, parafraseando a Mervyn King, banca paneuropea en la vida y en la muerte. Solo así se conseguirá el objetivo de total fungibilidad del euro incluso en momentos de máxima tensión financiera.

Por tanto, aunque sean necesarios para su construcción determinados elementos de compartición de riesgos con impacto potencial sobre las cuentas públicas, lo fundamental es el incremento en la capacidad privada de absorción de perturbaciones que se conseguiría a través tanto del canal del crédito como del de mercados de capital anteriormente señalados como fundamentales en otras áreas monetarias. Se trata, por tanto, de poner las bases institucionales y normativas para una mayor eficacia del elemento privado de compartición y mitigación de riesgos en la zona del euro. Adicionalmente, como veremos, las propias medidas específicas de la Unión Bancaria suponen un refuerzo directo de la estabilidad financiera general, por lo que también suponen un factor de reducción del riesgo de inestabilidad financiera y bancaria.

La creación de un sistema bancario paneuropeo podría alcanzarse mediante la fusión y la consolidación de algunas de las entidades bancarias que operan en los países de la UEM. Sin embargo, pese a la existencia de un número de entidades elevado y de niveles de rentabilidad relativamente reducidos, apenas ha habido iniciativas para la consolidación de entidades en los últimos años. Esto se debe a las escasas presiones competitivas que existen todavía en algunos segmentos relevantes de este sector en Europa (cooperativas de crédito, cajas de ahorros y algunas entidades públicas o de ámbito local), así como a la falta de armonización regulatoria, que incluye la ausencia de una normativa completa única europea y la pervivencia de especificidades nacionales, la no consideración de la diversificación geográfica en el cómputo de los activos ponderados por riesgo de crédito en los estándares de Basilea o los obstáculos derivados del tratamiento en la regulación bancaria europea de los grupos bancarios paneuropeos [Restoy (2018)]. Todo ello pone de relieve la necesidad de lograr mayores avances en este campo.

También es importante a largo plazo alcanzar un fondo de garantía de depósitos plenamente común entre los bancos de la zona del euro que cuente con el suficiente respaldo fiscal mutualizado entre todos los Estados miembros de la zona del euro. Las contribuciones de los bancos a este fondo deberían estar basadas en el distinto perfil de riesgo de las entidades de crédito cubiertas con el fin de acomodar los problemas de selección adversa que surgen en todo mecanismo de seguro con un conjunto de sujetos asegurados heterogéneo (en este caso, entidades bancarias), de manera que no se produzcan



transferencias sistemáticas entre tipologías de bancos ni entre jurisdicciones¹⁰. De hecho, la acumulación de mayores aportaciones al fondo común por parte de aquellos bancos que se considere que tengan un mayor riesgo sobre la base de, entre otros muchos factores, sus exposiciones soberanas, es una posible estrategia eficaz y viable de separación del riesgo bancario y soberano sin los costes, en términos de estabilidad financiera general, que pueden implicar otras estrategias que pondrían en cuestión el carácter de ancla de la deuda soberana en los mercados financieros internacionales [véase Banco de Pagos Internacional (2017)].

En términos de una estrategia óptima de despliegue de la agenda de la Unión Bancaria, y dado su impacto potencial en la reducción de las expectativas de los agentes sobre el riesgo futuro de redenominación, un compromiso creíble para alcanzar su estadio final, incluso después de un largo proceso transitorio con varias etapas y objetivos intermedios, tendría un efecto inmediato desde su anuncio en la reducción de la vulnerabilidad de la eurozona. De ahí que resulte imperioso el necesario acuerdo de los líderes europeos en este sentido antes de la siguiente gran crisis.

Finalmente, en términos de economía política, hay que señalar que el retraso en el acuerdo definitivo sobre el estadio final de una unión bancaria plenamente común no hace sino dejar abierto el riesgo político y social larvado en la actual situación transitoria. En este estadio son las autoridades comunes (Mecanismo Único de Supervisión y Mecanismo Único de Resolución) las que tienen las principales competencias de supervisión y resolución de las más importantes entidades bancarias en Europa, y son todavía, sin embargo, los mecanismos nacionales de saneamiento bancario y, en última instancia, los contribuyentes nacionales en el caso de una crisis sistémica a nivel nacional los que deben acarrear las consecuencias de decisiones tomadas en el ámbito comunitario. Esta disociación entre capacidad de decisión y responsabilidad no solo no proporciona incentivos adecuados, sino que supone un riesgo de credibilidad y rendición de cuentas frente a los ciudadanos. Una vez dado el paso de crear instituciones en la zona del euro para la vigilancia y resolución de las principales entidades bancarias, la consecuencia lógica debe ser poner en común los recursos y capacidades para afrontar las consecuencias de las acciones u omisiones planeadas en común por todos los países del euro. Retrasar la aplicación de esta consecuencia derivada de decisiones ya adoptadas solo añade riesgo político a la ineficiencia económica y alimenta la desconfianza entre Estados miembros y de estos frente a las instituciones europeas.

En este necesario proceso de alineación de competencias y responsabilidades, hay que tener presente también la idea de que no resulta razonable intentar mutualizar las consecuencias de situaciones derivadas de decisiones u omisiones cuando las competencias las tenían autoridades nacionales. Decir esto solo significa que la responsabilidad común no debe alcanzar riesgos originados con anterioridad a la entrada en vigor del

¹⁰ En Carmassi *et al.* (2018) se muestra que, de acuerdo con la experiencia de crisis bancarias en el pasado, un fondo de garantía común en Europa que se nutra de contribuciones de las entidades basadas en el perfil de riesgo relativo de cada entidad en relación con el conjunto de la banca europea, no llevaría a transferencias permanentes significativas entre países.



Mecanismo Único de Supervisión en 2014, pero no implica, en ningún caso, que la responsabilidad común solo se active cuando el nivel de riesgo que se asuma sea pequeño en un conjunto de métricas. Sea el riesgo final comúnmente asumido alto o bajo, sus consecuencias deben ser valoradas de forma mutualizada en caso de que trascendiesen la capacidad de absorción de los mecanismos de rescate interno o *bail in*.

Frente al intercambio interminable de concesiones, en términos de reducción de riesgos, y esperanzas en la eventual compartición de riesgos futura, la estrategia de compartición de riesgos sin problemas heredados se presenta como una avenida más prometedora y rápida para el anuncio de un compromiso creíble sobre el estadio final de la Unión Bancaria.

Otro elemento esencial para completar la Unión Bancaria es que el fondo de resolución único cuente con un respaldo fiscal mutualizado suficiente con el fin de hacer plenamente creíbles las estrategias de rescate interno para el caso de crisis bancarias idiosincrásicas, aunque sea de entidades con importancia sistémica. En todo caso, hay que tener siempre presentes los límites que tienen las estrategias de recapitalización interna en el caso de crisis bancarias sistémicas por sus potenciales consecuencias negativas sobre la estabilidad financiera general, tal y como ha señalado recientemente el Fondo Monetario Internacional¹¹. De ahí la necesidad de contar con un respaldo fiscal mutualizado de último recurso. Asimismo, para hacer creíbles las estrategias de recapitalización interna, resulta necesario también dotar a las autoridades de mecanismos que aseguren la provisión de liquidez a las entidades, una vez han acometido procesos de saneamiento interno, hasta que consigan restaurar la credibilidad y el acceso normalizado a los mercados.

1.6. UNIÓN DE LOS MERCADOS DE CAPITALES

La escasa capacidad de *risk-sharing* a través del canal de capital existente en la UEM refleja el menor desarrollo de los mercados de capital europeos en relación con Estados Unidos, así como su escasa dimensión paneuropea, debida al excesivo sesgo nacional que todavía sigue existiendo en las tenencias de valores de los países del área. Hay numerosa evidencia que muestra que los sistemas financieros que descansan exclusivamente en la financiación bancaria son más proclives a inestabilidades y tienden a presentar una mayor prociclicidad, con consecuencias sobre el crecimiento económico a largo plazo [Lagfield y Pagano (2016)]. De ahí la importancia que tiene diversificar y ampliar las fuentes de financiación de las empresas europeas y reducir su excesiva dependencia de la financiación bancaria mediante el desarrollo de fuentes de financiación complementarias. Por ello, aunque, frente a la Unión Bancaria, la iniciativa de la Unión de los Mercados de Capitales recibe generalmente menor atención, su importancia es vital para lograr unos

¹¹ El Fondo Monetario Internacional, en su *Euro Area Policies: Financial System Stability Assessment 2018*, resalta la conveniencia de reconocer una excepción a las exigencias de *bail in* en el caso de crisis de carácter sistémico, dado el riesgo de contagio que supondría su aplicación en estas circunstancias.



mercados de capital desarrollados y fortalecer su vocación transfronteriza, especialmente en los mercados de acciones¹², que son los verdaderamente relevantes para aumentar la potencia de los canales de *risk-sharing* [véase Demertzis, Merler y Wolf (2018)].

El desarrollo de unos mercados de capital eficientes e integrados es un objetivo muy complejo que requiere acciones en muchos frentes relacionados con el desarrollo de infraestructuras de mercado, la revisión y armonización de la regulación, la supervisión de los mercados, etc. Por ello, esta iniciativa presenta una elevada granularidad y dispersión de objetivos, que en ocasiones dificultan que se perciba su importancia.

En este sentido, ha habido algunos avances para impulsar que el capital llegue a aquellas áreas donde no suele llegar la financiación bancaria; por ejemplo, los proyectos de innovación, para los que se plantea el impulso de los fondos de capital riesgo. Merecen especial mención las iniciativas para facilitar el crédito bancario a pequeñas empresas mediante un mayor recurso de las entidades al uso de la titulización como mecanismo de transferencia de riesgos, para lo que se ha apoyado el desarrollo de titulizaciones simples, transparentes y suficientemente supervisadas. Estas iniciativas muestran la estrecha complementariedad entre mercados bancarios y de capitales, y que las iniciativas de la Unión Bancaria y la Unión de los Mercados de Capitales se refuerzan mutuamente.

En cuanto al desarrollo de los mercados de acciones, que son los verdaderamente relevantes para dar músculo a este canal de compartición de riesgos, se han dado pasos hacia la armonización y simplificación de la información necesaria para la salida de las empresas a los mercados y la obtención de capital en estos últimos. También se han hecho numerosos estudios para identificar las barreras a la inversión internacional. Pero, en general, el logro de mercados de capital desarrollados e integrados es un objetivo muy ambicioso que requiere un mayor énfasis en la armonización de la regulación y de la supervisión de los mercados de capital [véase Sapir, Veron y Wolf (2018)] y los procedimientos de insolvencia empresarial¹³, así como una revisión de los sesgos a la financiación mediante deuda que se derivan de la estructura de imposición de algunos países.

1.7. MEJORAR LA COORDINACIÓN Y LA EFICACIA DE LA POLÍTICA FISCAL

Como se ha dicho, todas las uniones monetarias disponen de instrumentos fiscales supranacionales que permiten amortiguar los efectos cuando una perturbación recae sobre una economía determinada. Pero, además, en el caso de la UEM se requiere una

¹² La evidencia empírica disponible sugiere que la potencia del canal de *risk-sharing* que discurre a través de los mercados de capital depende fundamentalmente de la composición de los activos, de manera que es mucho mayor cuando los residentes de un país poseen acciones de las empresas de otros países, en lugar de deuda, que suele tener un comportamiento más volátil. También es importante el plazo de los activos, que suele ser mayor en el caso de las acciones (BCE, 2018).

¹³ Sería también importante construir un régimen de insolvencias común para aquellas entidades financieras que no están sujetas a resolución, lo que requeriría, probablemente, una autoridad administrativa única europea que lo aplicara.



mejora sustancial de los mecanismos de coordinación de las políticas fiscales europeas para facilitar la discusión de cuál es el tono de la política fiscal más adecuado para el conjunto del área, así como la implementación de acciones comunes para afrontar situaciones extraordinariamente adversas, como las vividas en el pasado reciente, cuando los estabilizadores nacionales resultan insuficientes y la política monetaria puede estar agotando sus márgenes de actuación [véase Banco de España (2016)].

La literatura reciente ha planteado numerosas opciones para implementar esta «capacidad fiscal supranacional» [véase Arnold *et al.* (2018)]. Entre todas las alternativas posibles, resulta necesario al menos que la zona del euro cuente con un esquema de aseguramiento cíclico en el que los países acumulen recursos en los momentos cíclicos favorables, para emplearlos de manera automática, simple y transparente ante situaciones adversas. Desde la perspectiva de la UEM, este tipo de fondos tiene la ventaja de que permiten no solo la redistribución espacial, entre países, de los recursos, sino también una redistribución intertemporal que hace posible que puedan contribuir al diseño de la política fiscal agregada y no solo a hacer frente a perturbaciones asimétricas, especialmente si estos fondos tienen capacidad para endeudarse.

El temor a que estos mecanismos conlleven transferencias de renta permanente entre países puede aminorarse introduciendo mecanismos habituales en todos los sistemas de seguro que eliminen esta posibilidad, de modo que a la postre esta capacidad constituya un sistema de préstamo. Además, el acceso a esta capacidad podría estar condicionado al cumplimiento *ex ante* de las reglas de un nuevo marco fiscal europeo, detallado más adelante.

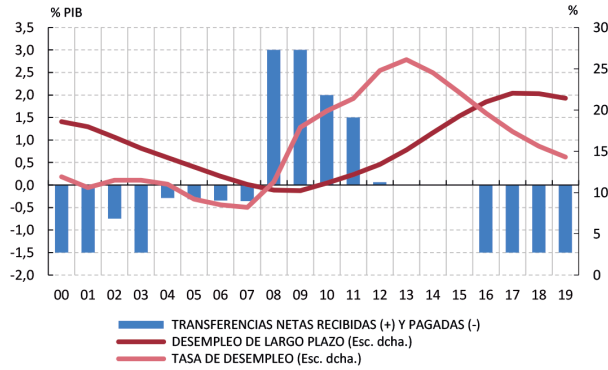
En cuanto a su tamaño, la mayoría de los trabajos realizados sugieren que, con una aportación media anual próxima a 0,3–0,5 puntos porcentuales del PIB, se podría alcanzar una capacidad de estabilización de perturbaciones (*risk-sharing*) similar a la que existe en otras uniones monetarias más perfectas (en las que estos mecanismos contribuyen a amortiguar en torno al 15 % del impacto de una perturbación) [véanse, por ejemplo, Banco de España (2016) y Eyraud *et al.* (2018)]. En el gráfico 3 se presentan simulaciones realizadas con un esquema tipo *rainy day fund*¹⁴ de ese tamaño desde el comienzo de la UEM. Como se puede apreciar, tanto España como Alemania se habrían beneficiado de un esquema de estas características en los momentos más adversos (véanse gráficos 3.1 y 3.2). Además, se puede comprobar como las transferencias netas de este esquema tienen un carácter contracíclico para el conjunto de la UEM, de modo que podría haber contribuido a mejorar el diseño de la política fiscal agregada (gráfico 3.3).

¹⁴ En este tipo de esquemas los países en una situación económica favorable acumulan fondos que se distribuyen hacia aquellos en peor situación. El fondo puede acumular recursos netos y podría incluso endeudarse a nivel agregado. Además se introducen mecanismos para que a lo largo de un período de tiempo determinado no se produzcan transferencias netas o pagos netos a nivel de país.

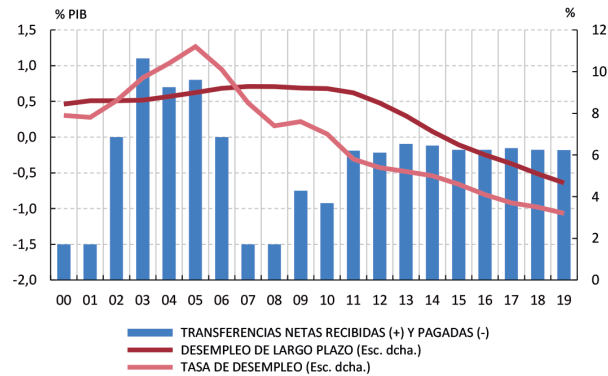


**GRÁFICO 3. TRANSFERENCIAS DE UNA CAPACIDAD FISCAL
PARA LA UEM (1999-2019)**

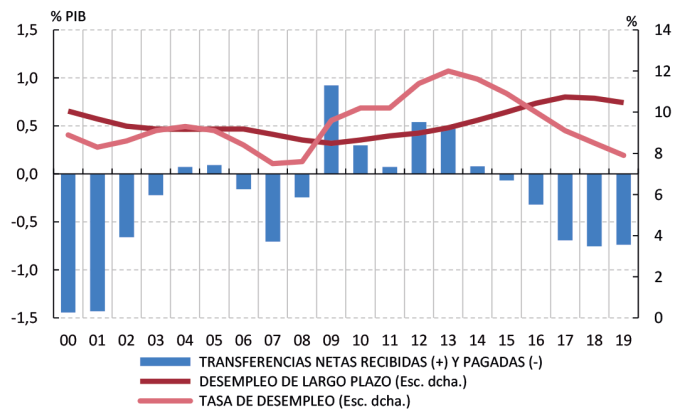
España



Alemania



UEM



Fuente: Banco de España.



En todo caso, la contribución de este tipo de esquemas al tono agregado de la política fiscal en la zona del euro es limitada, por lo que sería necesario complementar dichos esquemas con instrumentos y mecanismos que permitan discutir cuál es el tono fiscal más adecuado para el conjunto de la UEM e implementar una respuesta coordinada en situaciones excepcionales. Este tipo de respuestas deberían orientarse particularmente hacia esquemas que permitan afrontar nuevas inversiones en momentos de fuerte caída cíclica con cargo a mecanismos mutualizados de endeudamiento. El enfoque prioritario sobre la inversión permitiría reducir el fuerte carácter procíclico de la inversión, tanto pública como privada, y mitigar así uno de los canales por los cuales las crisis muestran una mayor persistencia y un mayor efecto sobre el potencial de crecimiento. En este sentido, candidatos naturales a asumir esta función serían el MEDE (en cuanto que vehículo mutualizado con acceso a mercado de los países de la zona del euro, aunque sin experiencia ni cultura institucional como banco de apoyo a la inversión) o el Banco Europeo de Inversiones, que, aunque sí posee la vocación y cuenta con un acceso regular a los mercados internacionales de capitales, es un instrumento para toda la Unión Europea y no solo para la zona del euro, por lo que sería necesario establecer algún tipo de facilidad específica para esta última.

Pero el marco fiscal europeo requiere, además, una profunda revisión para mejorar el diseño y la coordinación de las políticas fiscales nacionales. No debe olvidarse que, en una unión monetaria, la política fiscal constituye el principal instrumento de que dispone un país para abordar perturbaciones asimétricas. De ahí la importancia de que cada economía mantenga una política fiscal de carácter contracíclico que en las fases expansivas genere márgenes de maniobra suficientes para hacer frente a las situaciones adversas.

Con este propósito se diseñó el PEC. Además, el cumplimiento de este marco de reglas y procedimientos presupuestarios resulta esencial para la estabilidad macroeconómica de la UEM. En efecto, en la UEM las consecuencias de las acciones en materia fiscal son de responsabilidad exclusiva de los países, lo que llevó a incluir en el tratado una cláusula de no rescate (*no bail out*), por la que se descartaba la posibilidad de que la deuda pública de un Estado miembro fuera asumida por el conjunto del área. El principal objetivo de esta cláusula consistía en que los mercados financieros desempeñaran un papel disciplinador a través de la exigencia de primas de riesgo distintas para cada país dependiendo de la situación de sus economías nacionales. Sin embargo, en paralelo se fijaron unos límites al déficit y la deuda públicos de los Estados, complementados en el PEC, cuya justificación nace de asumir que los mercados financieros no siempre actúan como elemento disuasorio de las políticas inadecuadas y que la cláusula de *no bail out* podía no ser completamente creíble, dado que es posible que las situaciones de insostenibilidad fiscal de un país tengan repercusiones negativas sobre el resto y generen tensiones sobre el conjunto de la Unión que acaben haciendo más deseable para esta última acudir en ayuda de los países en dificultades.

Como se describe en Hernández de Cos (2014 y 2017), este marco de reglas fiscales es el resultado de un conjunto de reformas sucesivas orientadas, en algunos casos, a asegurar la capacidad de respuesta de la política fiscal frente a perturbaciones adversas



–como la reforma de 2005 o la introducción de criterios de flexibilidad en 2015– y, en otros, a fomentar la disciplina fiscal –introducción de la regla de gasto y la de sanciones, operatividad del criterio de deuda, etc. –. Y a todo ello se añade un conjunto de acuerdos sobre cómo interpretar las reglas existentes, que en general tratan de clarificar aquellos aspectos que más tensiones han suscitado entre la Comisión Europea y el Consejo, y que se plasman en un documento, el vademécum del PEC, cuyas más de 200 páginas ilustran la complejidad de todo este marco.

Pese a todas estas reglas y procedimientos, el Pacto no ha sido capaz de contribuir al diseño de unas políticas fiscales de carácter contracíclico. Su excesiva complejidad, con reglas que en ocasiones se superponen y con procedimientos que se prestan a la discrecionalidad, provoca que resulte poco transparente y difícil de comunicar al público general, lo que no facilita su implementación. Esta complejidad hace también más probable su aplicación inconsistente entre países y a lo largo del tiempo, lo que daña su legitimidad y credibilidad. De ahí que urja la necesidad de llevar a cabo una profunda revisión del marco fiscal vigente, con más premura de la que quizá contempla la hoja de ruta establecida para la revisión de la gobernanza.

En este sentido, existe un amplio consenso en que la reforma debería ir dirigida a reducir el número de reglas en torno a un único objetivo, la reducción de la deuda, y una regla operativa, la regla de gasto que garantice que el gasto público no excede el crecimiento del PIB nominal a largo plazo y que se sitúa por debajo de él en el caso de los países con elevados niveles de deuda [véanse la propuesta reciente del European Fiscal Board (2018) o Darvas, Martin y Ragot (2018)]. La ventaja de la existencia de una regla de gasto es que ejerce control sobre aquella variable en la que, con mayor frecuencia, se producen las desviaciones en la ejecución presupuestaria. Además, con ella se favorece que los ingresos de carácter extraordinario que se generan con frecuencia en los períodos expansivos no se dediquen a financiar incrementos permanentes del gasto, sino a generar márgenes de maniobra para hacer frente a situaciones adversas. Frente a aquellos que argumentan que esta regla puede dificultar la respuesta de la política fiscal durante crisis severas que requieran medidas expansivas, este marco podría incorporar cláusulas de escape claras y transparentes que introduzcan la flexibilidad necesaria en caso de perturbaciones graves.

Con todo, no se puede esperar que, por sí solo, un sistema de reglas sea suficiente para garantizar el giro radical que necesita el diseño de las políticas fiscales europeas en cada país. Las estimaciones disponibles a partir de la experiencia de los países que introdujeron reglas de gasto en los años anteriores a la entrada en la UEM sugieren que dicha introducción solo tuvo un impacto diferencial en aquellas economías que contaban ya con una gobernanza institucional que contribuía a una discusión más transparente de los planes presupuestarios y de sus implicaciones. En este sentido, más allá de la simplificación del marco fiscal, también sería necesario avanzar hacia una mayor automatización en su implementación, que evite su aplicación excesivamente discrecional. Asimismo, este mayor automatismo en la operativa de la regla puede conectarse con el funcionamiento de las autoridades fiscales independientes nacionales o con el Consejo Fiscal Europeo, de manera que se podría otorgar a estas instituciones la competencia del



seguimiento y la evaluación del grado de cumplimiento de las reglas y, en su caso, de la activación del mecanismo de ajuste automático¹⁵.

1.8. CONCLUSIONES

A lo largo de este artículo he expuesto aquellos elementos mínimos de reforma de la arquitectura institucional que considero imprescindibles para garantizar la estabilidad de la moneda única frente a futuras perturbaciones graves. Esta mejora de la capacidad de resistencia de la UEM frente a eventuales crisis podría generar además efectos muy positivos sobre el crecimiento y la convergencia estructural de las economías del área del euro. En el Consejo Europeo de diciembre de 2018 se presenta una oportunidad excelente para avanzar decididamente en estos elementos y asentar así la UEM sobre bases más sólidas.

En todo caso, no se debe olvidar que, en último término, el euro constituye un ancla fundamental de un proyecto que se levanta sobre la voluntad política y el consenso de los ciudadanos europeos. Sin esa voluntad y ese consenso no hay avances posibles. Y la voluntad debe constituirse sobre la base de la confianza mutua entre países y de estos con respecto a las instituciones de la Unión. Generar esta confianza es una tarea no solo, ni principalmente, técnica, sino también política, aunque unos adecuados diseños técnicos de las políticas económicas que minimicen efectos indeseados puedan coadyuvar a su consecución.

En este sentido, más allá de los avances mencionados, resulta crucial mantener como objetivo de largo plazo el logro de un mayor grado de compartición creíble e irrevocable de soberanía en aspectos fiscales y de control de las cuentas públicas, esto es, el logro de una unión política. Para ello, sería útil contar con un marco estratégico de reflexión permanente por parte de los Estados miembros y las autoridades comunitarias. Asumir que esta es una tarea en permanente progreso, que necesita un acopio constante de capital político e institucional, permitirá ofrecer a los ciudadanos un proyecto común más estable y resistente.

BIBLIOGRAFÍA

- ARNOLD, N., B. BARKBU, H. E. TURE, H. WANG, J. YAO (eds.) (2018). *A Central Fiscal Stabilization Capacity for the Euro Area*, Staff Discussion Note, 3, FMI.
- ASDRUBALI, P., B. E. SØRENSEN y O. YOSHA (1996). «Channels of interstate risk sharing: United States 1963–1990», *The Quarterly Journal of Economics*, n.º 111, pp. 10811110.

¹⁵ En todo caso, es importante subrayar que, con este automatismo, se pretende únicamente limitar el grado de discrecionalidad de los Gobiernos en relación con el cumplimiento de la regla, pero estos mantienen todas las funciones propias en los ámbitos de la estabilización macroeconómica, la redistribución de la renta y la mejora de la eficiencia económica.



- BANCO DE ESPAÑA (2016). «La política fiscal en la UEM», *Informe Anual, 2016*, capítulo 4.
- BANCO CENTRAL EUROPEO (2018). *Financial Integration in Europe*.
- BANCO DE PAGOS INTERNACIONALES (2017). *The regulatory treatment of sovereign exposures*.
- BÉNASSY-QUÉRÉ, A., M. BRUNNERMEIER, H. ENDERLEIN, E. FARHI, M. FRATZSCHER, C. FUEST, P.-O. GOURINCHAS, P. MARTIN, J. PISANI-FERRY, H. REY, I. SCHNABEL, N. VÉRON, B. WEDER DI MAURO y J. ZETTELMEYER (2018). «Reconciling risk sharing with market discipline: a constructive approach to euro area reform», *CEPR Policy Insight*, n.º 91.
- CARMASSI, J., S. DOBKOWITZ, J. EVRARD, L. PARISI, A. SILVA y M. WEDOW (2018). *Completing the Banking Union with a European Deposit Insurance Scheme: Who is Afraid of Cross-Subsidisation?*, Occasional Paper Series 208, European Central Bank.
- CLAESSENS, S., A. KOSE, L. LAEVEN y F. VALENCIA (eds.) (2014). *Financial crisis: causes, consequences and policy responses*, FMI.
- Comisión Europea (2013). *Impact of the crisis on research and innovation policies*, Bruselas.
- (2017). *Completing Europe's economic and monetary union*, Bruselas.
- DARVAS, Z., P. MARTIN y X. RAGOT (2018). «European Fiscal Rules require a major overhaul», *Bruegel Policy Contribution*, 18.
- DEMERTZIS, M. S., S. MERLER y G. WOLF (2018). «Capital Markets Union and the Fintech Opportunity», *Journal of Financial Regulation*, 4(1).
- EUROPEAN FISCAL BOARD (2018). Annual Report. Brussels.
- EYRAUD, L., X. DEBRUN, A. HODGE, V. LLEDÓ y C. PATTILLO (2018). *Second-Generation Fiscal Rules: Balancing Simplicity, Flexibility, and Enforceability*, Staff Discussion Note, 4, FMI.
- FARHI, E., e I. WERNING (2017). «Fiscal Unions», *American Economic Review* 107 (12), pp. 3788–3834.
- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (2018). *World Economic Outlook*, chapter 2.
- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (2018). *Euro Area Policies. Financial System Stability Assessment*.
- FRIEDMAN, M., y A.J. SCHWARTZ (1963). «A Monetary History of the United States: 1867–1969», *NBER publications*, Princeton University Press.
- FURCERI, D., y A. MOUROUGANE (2012). «The effect of financial crises on potential output: New empirical evidence from OECD countries», *Journal of Macroeconomics*, vol. 34, 3, pp. 822–832.
- HEPP, R., J. VON HAGEN (2013). *Interstate risk sharing in Germany: 1970–2006*, Oxford Economic Papers, 65(1), pp. 1–24.
- HERNÁNDEZ DE COS, P. (2014). «El nuevo marco de gobernanza fiscal europeo», *Papeles de Economía Española*, 141, pp. 66–83.
- (2017). «Reglas e instituciones para la gobernanza fiscal en Europa, Anuario del Euro 2017, Un futuro para la Unión Monetaria, pp. 237–257, Fundación ICO



- KIRKEGAARD, J. F., y A. POSEN (2018). «Lessons for EU Integration from US History», *Report to the European Commission*.
- LAGFIELD, S., y M. PAGANO (2016). «Bank bias in Europe: effects on systemic risk and growth», *Economic Policy*, 31 (85), pp. 51–106.
- MARIMON, R., y T. COOLEY (2018). *The EMU after the Euro crisis: lessons and possibilities, findings and proposals from the horizon*, 2020 ADEMÚ Project.
- MELITZ, J., y F. ZUMER (2002). «Regional redistribution and stabilization by the center in Canada, France, the U.K. and the U.S.: a reassessment and new tests», *Journal of Public Economics*, 86, pp. 263–284.
- MONNET, J. (1985). *Memorias*. Siglo XXI de España Editores.
- PRODI, R. (2001). *Financial Times*.
- REDMOND, M., y W. VAN ZANDWEGHE (2016). «The Lasting Damage from the Financial Crisis to U.S. Productivity», *Economic Review*, 1612387(101), pp. 39–64.
- RESTOY, F. (2018). «The European Banking Union: what are the missing pieces?», conferencia en el International Center for Monetary and Banking Studies, Génova.
- SAPIR, A., N. VERON y G. WOLFF (2018). «Making a reality of Europe's Capital Markets Union», *Policy Contribution*, 2018 (7), Bruegel.



2. LA UNIÓN MONETARIA: LO QUE FALTA POLÍTICAMENTE

ROMÁN ESCOLANO

Técnico Comercial del Estado, Exministro de Economía

2.1. UNA TAREA INCOMPLETA, UN DEBATE EQUIVOCADO

Han pasado diez años del estallido de la crisis de Lehman Brothers, y nueve desde el momento en el que, tras las elecciones griegas de octubre de 2009, el Gobierno de Yorgos Papandreu cuestionara públicamente las cifras de déficit presupuestario de su país. Se inició así el proceso que terminaría mutando la «Gran Recesión» global, que había comenzado afectando principalmente a la economía norteamericana, en una profunda crisis de la Eurozona.

Es mucho lo que se ha hecho desde entonces para fortalecer la Unión Económica y Monetaria europea (UEM); sobre todo si comparamos esta agitada segunda década del euro con la aparente calma y estabilidad de la primera, una vez producida la adopción del euro en 1998.

Fue sobre todo a partir de la reunión del Consejo del Euro del 29 de junio de 2012 cuando empezaron a contemplarse los cambios del calado necesario desde un punto de vista político e institucional. La historia posterior es bien conocida. A partir de esta fecha, y en los siguientes seis años, se han ido adoptando medidas muy importantes –a un ritmo sin precedentes–, para establecer la llamada Unión Bancaria, término mismo que, merece la pena recordarlo, ni siquiera era de uso habitual con anterioridad a esa fecha.

No es este el lugar para hacer el repaso exhaustivo de todas ellas. Este análisis se ha publicado –y con todo rigor– en otras partes, incluyendo en las sucesivas ediciones de este mismo «Anuario del Euro». Pero no está de más, para entender mejor lo que sigue, recordar cuáles han sido algunos de los principales hitos en este camino.

En primer lugar, tras la serie de *stress tests* de las entidades de crédito más relevantes que se produjo en 2012, se establecieron formalmente las dos primeras «patas» de la Unión Bancaria: en 2014 el Mecanismo Único de Supervisión, y en 2016 el Mecanismo Único de Resolución, que pasó a ser completamente operativo.



Por otra parte, los Estados miembros incorporaron a su legislación nacional –y comenzaron a aplicar– las disposiciones legales incorporadas en el denominado «*Single Rulebook*». Este ha ido conformando gradualmente un marco regulatorio más coherente y una supervisión más eficaz en toda la Unión Europea mediante:

- a) unos requisitos prudenciales más exigentes para los bancos, introducidos por el Reglamento y la Directiva sobre Requisitos de Capital (DRC IV/RRC);
- b) un nuevo marco de resolución, establecido en el texto de la Directiva sobre reestructuración y resolución bancarias (DRRB);
- c) un mejor funcionamiento de los sistemas nacionales de garantía de depósitos (SGD), reforzado por la Directiva sobre sistemas de garantía de depósitos (DSGD).

Estas reformas, de forma evidente, tuvieron el efecto de acompañar y apoyar las medidas extraordinarias (o «*no convencionales*») adoptadas por el Banco Central Europeo desde 2011–2002, cuyos líderes en varias ocasiones han reiterado que no hubieran podido acometerlas en solitario sin el respaldo político procedente del Consejo Europeo, y en particular sin el rotundo mensaje procedente de la citada Cumbre de junio de 2012.

Junto a las diferentes reformas estructurales adoptadas a nivel nacional, estos cambios han traído resultados muy positivos en materia de estabilidad financiera, reduciéndose la fragmentación de los mercados financieros, rebajando el riesgo moral, la amenaza de rescates financiados a través los presupuestos públicos, o haciendo que, a todos los efectos, desaparezca del debate público el llamado riesgo de «redenominación».

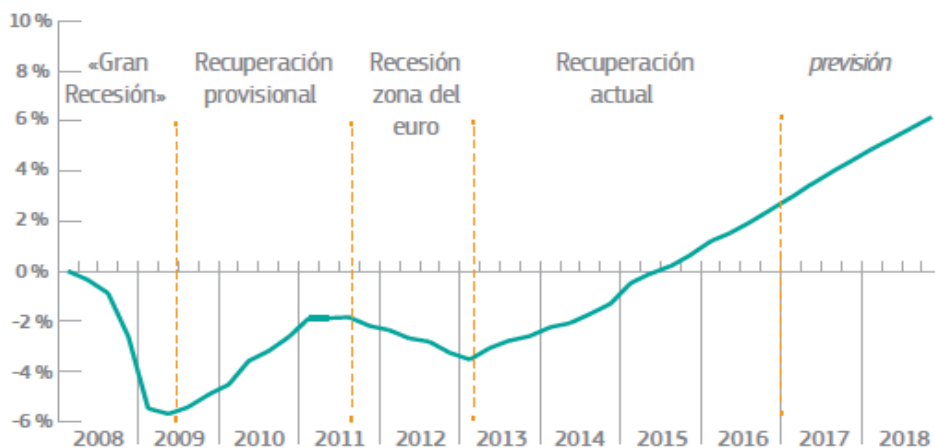
Los efectos han sido también positivos en la evolución de las magnitudes económicas. Citando recientes cifras de la Comisión Europea¹, la economía europea ha entrado en su sexto año de recuperación, creando cerca de seis millones de puestos de trabajo desde 2013, la tasa de desempleo se encuentra en niveles mínimos desde 2013 y la tasa de actividad, con un 70%, supera sus máximos históricos. La inversión ha repuntado. Los déficit públicos han bajado desde una cifra superior al 6% en 2010 a un 1,4% en 2017, y las tasas de endeudamiento público ya han comenzado a disminuir.

Esta evolución positiva resulta incuestionable. La UEM es ahora incomparablemente más fuerte, sólida y mejor preparada para afrontar cualquier *shock* económico que lo que estaba en el verano de 2009. La moneda única, según las sucesivas ediciones del «Eurobarómetro»² sigue siendo popular, apreciada por los ciudadanos, y su contribución a la estabilidad económica se juzga positiva de forma muy mayoritaria.

Sin embargo, es igualmente evidente que nos encontramos ante una tarea histórica todavía incompleta. La Eurozona no ha llegado todavía a la madurez institucional de un área monetaria consolidada.

¹ COM(2017) 291 final: «Documento de Reflexión: sobre la Profundización de la Unión Económica y Monetaria», p.11.

² «Eurobarómetro» de primavera 2018, en europa.eu/rapid/press-release_IP-18-4118_es.pdf



Fuente: Comisión Europea.

¿Qué falta por hacer? El problema no parece ser de diagnóstico. Los elementos pendientes están bien identificados. En el célebre «Informe de los Cinco Presidentes» publicado en 2015 y en otros documentos sucesivos³, se describen con todo detalle todos los elementos necesarios para completar definitivamente la Unión Económica y Monetaria. Si no se han logrado mayores avances, no puede decirse que sea por falta de un análisis minucioso de la situación.

Entre los elementos pendientes, citemos dos bien conocidos. Queda por desarrollar uno de los pilares fundamentales de la UEM, en particular su «tercera pata»: el establecimiento de un Sistema integrado de Garantía de Depósitos (en adelante, EDIS, por sus siglas en inglés). Si el propósito fundamental de las reformas efectuadas desde junio de 2012 era, precisamente, romper el «círculo vicioso» entre riesgo soberano y riesgo bancario, la falta de este elemento supone que la Unión Bancaria europea adolezca todavía de problemas fundamentales de estabilidad, por mucho que se haya avanzado en otros frentes.

Por otro lado, en aquellas partes en las que sí se han conseguido resultados tangibles, como los dos primeros pilares ya mencionados (el MUS y el mecanismo de resolución), el esquema de toma de decisiones es complejo y responde a una mezcla muy poco satisfactoria entre lo comunitario y lo intergubernamental.

En efecto, la crisis griega provocó como efecto inducido una grave crisis de confianza política entre las instituciones europeas, que se sumó a las dificultades financieras. En particular, se extendió la desconfianza entre la Comisión y los Estados miembros, y muy

³ «Informe de los Cinco Presidentes», 2015, en www.consilium.europa.eu/es/policies/emu-report-2015; «Hoja de Ruta del ECOFIN» www.consilium.europa.eu/es/meetings/ecofin/2016/06/17/.



señaladamente con la Alemania de Merkel. Esa crisis de confianza, cuyos ecos se sienten todavía hoy, dejó huellas en el nuevo marco institucional de la UEM desarrollado a partir de 2012.

En noviembre de 2010, a las pocas semanas de la polémica cumbre franco-alemana de Deauville, en un discurso con ocasión de la apertura del Colegio Europeo de Brujas⁴, la Canciller alemana llegó incluso a «teorizar» la necesidad de adoptar en el futuro un nuevo enfoque institucional, afirmando que la Unión Europea debería estar dispuesta a superar el tradicional método comunitario y contemplar la posibilidad de trabajar sobre bases distintas:

«Como representante de un Estado miembro, a veces me parece que los representantes del Parlamento Europeo y de la Comisión se ven a sí mismos como los únicos representantes del método comunitario (...). Tengo que decirles que soy bastante escéptica con respecto a este argumento, y que cuando lo escucho tengo ganas de refutarlo (...). Dada la nueva división de competencias, creo que tenemos que dejar atrás las viejas rivalidades, y adoptar estrategias comunes. Quizá podamos aceptar una definición de este enfoque: cooperación en un espíritu de solidaridad –cada uno en su área de responsabilidad, pero todos trabajando hacia un mismo objetivo. Eso es para mí el nuevo «Método de la Unión».

Este nuevo «Método» de acuerdos de naturaleza intergubernamental, realizados en paralelo –cuando no en contra– de las instituciones comunitarias, se plasmó en iniciativas concretas como el *Fiscal Compact* de 2012 (formalmente, Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza en la UEM) o la creación del MEDE en 2011 por medio de un Tratado firmado por los Estados miembros de la Eurozona.

Hoy, con el tiempo transcurrido, muchos piensan que este esquema institucional no es satisfactorio, por lo que la reintegración de las nuevas instituciones en el marco comunitario se ha convertido en otra de las tareas pendientes.

La situación hoy, como se ha apuntado, es distinta a la de Deauville. El ambiente de recuperación económica ha mejorado la confianza en el euro, pero ha traído también nuevas complicaciones. Tras la serie de grandes acuerdos alcanzados en 2012–2014, con los mercados en una situación financiera límite, una profunda fragmentación financiera y dudas sobre la posible ruptura de la moneda única, el ritmo de avance en la UEM parece haberse frenado.

El crecimiento económico y sobre todo la mejora en el tono de los mercados ha creado un entorno político más difícil para seguir avanzando en los aspectos pendientes. No es difícil entender las razones. En una situación macroeconómica más favorable –el crecimiento europeo ha llegado a ser superior durante varios años al de los Estados Unidos–, los beneficios de dar nuevos pasos de integración parecen más lejanos y menos urgentes; y lo que se percibe como sacrificios o cesiones, más difíciles de explicar a las opiniones públicas. Esto parecería dar la razón a la célebre frase de Jean Monnet, cuando dijo que *«Europa es resultado de las crisis, y consiste en la suma de las respuestas dadas a dichas crisis»*.

⁴ «Speech by the Federal Chancellor at the Opening of the 61 year of the College of Europe in Bruges», 2 de noviembre de 2010.



Y aunque es cierto que ahora existe una visión «canónica» sobre el diseño a largo plazo de la UEM, en torno a lo propuesto por el mencionado «Informe de los Cinco Presidentes» –sobre la que formalmente existe un acuerdo, al menos de principio–, este entorno político hace que las discrepancias entre Estados miembros (los países del Norte frente a los del Sur, los acreedores frente a los deudores, la propia pareja franco-alemana entre sí) se mantengan, e incluso en algunos puntos se hayan enconado, y esté resultando difícil llegar a nuevos acuerdos sobre los elementos pendientes.

El problema deriva de que unos y otros se han enredado en lo que resulta, a mi juicio, un *debate equivocado* entre dos conceptos aparentemente antagónicos: la «reducción» y el «reparto de riesgos» en la Eurozona.

La «Hoja de Ruta del ECOFIN sobre la UEM», de junio de 2016, desarrolló, en forma de pasos muy detallados, la visión a largo plazo establecida por los «Cinco Presidentes». Hoy sigue siendo el documento de trabajo central sobre el futuro de la Eurozona. En este documento podemos encontrar ecos de este debate:

«6. El ECOFIN reconoce que para ello procede adoptar, con la oportuna secuencia, nuevas medidas relativas a la reducción y al reparto de riesgos en el sector financiero para poder abordar una serie de retos que quedan pendientes (...)

d) En cuanto a un sistema de garantía de depósitos europeo (EDIS), el Consejo seguirá trabajando constructivamente a nivel técnico. Las negociaciones a nivel político comenzarán tan pronto como se hayan logrado avances suficientes sobre las medidas de reducción del riesgo, mencionadas anteriormente.»

Esta es la situación en que nos encontramos ahora. Todos afirmamos compartir el mismo objetivo a largo plazo, y admitimos (algunos más libremente en privado que en público) que, en una fecha indeterminada en el futuro, la Eurozona tendrá el diseño institucional acabado, tal y como está establecido en la «Hoja de Ruta».

Pero, apenas escondidas tras el eufemismo de «secuenciación», se mantienen serias diferencias. Para los países más escépticos, los objetivos a largo plazo solo serán asumibles tras un largo proceso de reducción del endeudamiento público, así como de reducción de los activos dañados y de fortalecimiento de los balances de sus sistemas bancarios. Mientras tanto, el cierre definitivo de los elementos pendientes de la Unión Monetaria deberá esperar.

2.2. UNA «CORONACIÓN» PROBLEMÁTICA

Esta debate nos trae ecos de otras discusiones conocidas en el pasado. Desde los años 70, al comienzo mismo del proceso de integración monetaria europea, se defendió en determinados círculos de Alemania, y en particular en torno al Bundesbank, lo que entonces se conoció como «teoría de la coronación». I. Maes (2002)⁵ la define así:

⁵ I. Maes (2002), «On the origins of the Franco–German EMU Controversies», National Bank of Belgium.



«Los «economistas», bajo el liderazgo de Alemania, enfatizan la coordinación de políticas económicas y la convergencia en los resultados económicos, particularmente en materia de inflación, como condiciones previas para la UEM. De acuerdo con este punto de vista, la denominada «teoría de la coronación», la unión monetaria debería ser solamente la última y definitiva etapa del proceso de integración económica»

Llevando esta teoría a los términos de nuestro debate actual, y adaptando sus conceptos: solo si se culmina –y cuando se culmine– un largo proceso de reducción de riesgos en los bancos y en las cuentas públicas de los Estados miembros, se podrá plantear un proceso de mutualización financiera, en el que las diferentes piezas de la UEM terminen ensamblándose de forma definitiva, «coronando» así el sistema acordado en 2015.

Esta idea es la que subyace, por ejemplo, a la reciente Carta⁶ de ocho Ministros de Finanzas europeos –prodecentes de lo que se ha llamado con ironía nueva «Liga Hanseática»–, en la que, una vez más, puede comprobarse como se supeditan los avances de la Unión Bancaria a que se haya producido lo que, de forma deliberadamente inconcreta e indeterminada, se denomina un «avance suficiente» en materia de reducción de riesgos.

Este dilema entre reducción y mutualización de riesgos –por popular y atractivo políticamente que pueda resultar en algunos países– es, en mi opinión, esencialmente equivocado, y, por contradictorio que pueda parecer, contraproducente para los intereses de los que la defienden.

Y esto al menos por *tres razones*:

- 1) En primer lugar, porque mientras la arquitectura de la Unión Bancaria no esté completa, sigue manteniendo elementos de inestabilidad financiera. De esta forma, la necesidad de transferencias y rescates transfronterizos, que está en el centro de los temores y de las críticas de los Estados mencionados, en la práctica se mantiene.

Recordemos que la idea central de todos los pasos dados desde 2012 ha sido quebrar el «círculo vicioso» entre riesgo soberano y bancario. Lo que se trata es de evitar en situaciones de crisis, una fragmentación financiera de la Eurozona y la consiguiente reaparición del riesgo de redenominación que lleve, finalmente, a «paradas súbitas» (*sudden stops*) en la financiación exterior.

En ocasiones no parecen percibirse bien las diferencias existentes entre una Unión Monetaria como la europea y un sistema de tipos de cambio fijos. Como se ha repetido en muchas ocasiones, en Maastricht se diseña un sistema *sui generis*, cuya filosofía parece basarse en la frase de Goethe, que –en traducción muy libre– dice: «si cada uno limpia su propia parte de la acera, la calle entera quedará limpia»⁷.

⁶ «Finance Ministers from Denmark, Estonia, Finland, Ireland, Latvia, Lithuania, the Netherlands and Sweden underline their shared views and values in the discussion on the architecture of the EMU», carta pública de 5 de marzo de 2018.

⁷ «Ein jeder kehre vor seiner Tür, und rein ist jedes Stadtquartier».



Este sistema *sui generis*, en el que algunos no querían ver en ese momento esencialmente sino una continuación del SME, quedó cuestionado por dos factores que no eran completamente previsibles en Maastricht: la UEM acordada definitivamente en 1998 sería más amplia de lo previsto (no circunscrita a los cinco o seis países del núcleo central⁸ del ERM-II, en torno al marco alemán); y finalmente, la pertenencia a la UEM sería irreversible, como quedó demostrado durante la crisis griega en 2012. Pues bien, una Unión Bancaria extensa e irreversible, a la que le falten durante un tiempo transitorio –que podría ser bastante largo en el tiempo–, elementos centrales como EDIS, no termina de eliminar completamente este círculo vicioso y resulta mucho más vulnerable y, en definitiva, proclive a la necesidad de costosos rescates periódicos que un sistema institucionalmente acabado.

En definitiva, es esta Unión Monetaria inacabada *actual*, por sus propias insuficiencias de diseño, la que resulta ser paradójicamente una Unión de transferencias. O, en otras palabras, profundizar definitivamente en la Unión Bancaria, poniendo en marcha los elementos institucionales pendientes, resulta ser, de forma contraria a lo que se afirma, un elemento fundamental –quizá incluso el principal– de reducción de riesgos.

- 2) En segundo lugar, porque una Unión Monetaria incompleta como la actual no solo puede terminar conduciendo a más transferencias, sino a que éstas sean de *mayor tamaño* de lo que hubieran sido en presencia de una arquitectura institucional sólida y acabada. El Director Gerente del MEDE, Klaus Regling, se ha referido en varias ocasiones a este hecho para poner de manifiesto que la falta de elementos comunes como el EDIS durante la pasada crisis agravó la necesidad y el volumen de los Programas acordados. Merece la pena recoger sus palabras:

«Sé que un seguro común de depósitos es un tema muy controvertido en Alemania. Por eso quiero explicar por qué creo que un seguro de depósitos paneuropeo resulta de interés también para Alemania. EDIS ayudaría a reducir la fragmentación de los mercados financieros en Europa y ayudaría a crear un mercado integrado (...). El volumen de los pasados programas del MEDE hubiera sido mucho menor si un seguro común de depósitos hubiera estado en vigor, lo que demuestra que es un instrumento útil. Una gran parte de la financiación del MEDE tuvo que utilizarse para recapitalizar los bancos de los países de programa, dado que los depositantes nerviosos retiraron sus depósitos durante la crisis. Un EDIS creíble hubiera eliminado el miedo de los ahorradores a que sus euros en el banco se redenominasen a una nueva moneda nacional. Y así el riesgo de una corrida bancaria nacional prácticamente desaparecería. Los depositantes sabrían que todo el sistema bancario europeo respaldaría sus ahorros, no solo su propio Gobierno. En otras palabras, poner en marcha un EDIS creíble sería la mejor garantía de que nunca habría que usarlo»⁹

⁸ Recordemos la idea de *Kerneuropa*, o núcleo central europeo, propugnada de Lamers y Schäuble en 1994.

⁹ Regling, K. (2018): «Europa– Quo Vadis? The Role of the ESM», Munich, 23 de Julio de 2018.



- 3) En tercer lugar, porque la puesta en marcha de *algunos* elementos clave de la Unión Bancaria, pero no de otros (como la red de seguridad única para los depósitos), puede dar lugar a consecuencias presupuestarias que resulten absurdas e inasumibles desde el punto de vista político. En ciertas situaciones de crisis bancaria, podría darse la situación en la que los presupuestos nacionales tuvieran que hacer frente a desembolsos muy cuantiosos para atender decisiones de reestructuración bancaria tomadas *a nivel europeo*, fuera de la competencia de los Gobiernos o del control de los Parlamentos nacionales.

Es fácil ver cómo estas situaciones podrían desembocar en controversias políticas muy difíciles de manejar, siendo pasto fácil de sectores populistas y alimentando, en general, el discurso anti-europeo.

El propio Banco Central Europeo, en su Opinión sobre la potencial creación de un sistema común de garantía de depósitos, se hizo eco de esta misma preocupación¹⁰:

«EDIS es el tercer pilar necesario para el establecimiento de la Unión Bancaria, tras la adopción del Mecanismo Único de Supervisión y del Mecanismo Único de Resolución. Dado que el control y las responsabilidades presupuestarias tienen que estar alineadas, establecer una red común de seguridad europea para los depositantes es la consecuencia lógica de haber elevado al nivel europeo las decisiones de supervisión y resolución. Con el MUS y la JUR plenamente operativos, las autoridades nacionales en buena medida ya no tienen control de las decisiones básicas bajo las cuales un sistema nacional de garantía de depósitos tiene que desembolsar fondos para asegurar a los depositantes o financiar una resolución bancaria. De esta forma, la responsabilidad de que existan fondos adecuados para mantener la confianza de depositantes y por lo tanto mantener la estabilidad financiera, debe asumirse en el mismo nivel y por lo tanto elevarse al EDIS.»

Estas tres razones, a mi juicio, ponen en cuestión el falso y artificioso dilema entre «reducción» y «reparto» del riesgo, en las que el debate sobre la Unión Monetaria se ha enredado desde 2015.

Y también muestran que la idea de que el cierre de la UEM pueda postergarse durante un tiempo indeterminado hasta constituirse en una suerte de «coronación» de un largo proceso de reducción de riesgos no solo es inadecuada, sino peligrosa.

2.3. LO QUE FALTA POLÍTICAMENTE

La «Hoja de Ruta» del ECOFIN de junio de 2016, ya mencionada, describió con detalle los elementos pendientes para el desarrollo de la UEM. La Comisión Europea desarrolló más tarde estas ideas en un amplio paquete de propuestas¹¹ legislativas, en diciembre de 2017.

¹⁰ «Opinion of the ECB on a proposal for a Regulation establishing an European Deposit Insurance Scheme», 21 abril 2016.

¹¹ COM (2017) 821 final.



Para responder a la pregunta de qué elementos –de entre todos los pendientes–, pueden ser políticamente posibles en este momento, es interesante examinar algunas tomas de posición públicas tales como la declaración franco-alemana de Meseberg, las Conclusiones del Consejo de Euro de junio de 2018, las sucesivas aportaciones nacionales, o la propia «Carta de los Ocho». En particular, esta última nos da pistas muy interesantes sobre cuál puede ser el curso próximo del debate, precisamente por venir del grupo de Estados miembros que mantiene las mayores reservas sobre la dirección del conjunto del proceso.

A la luz de todos estos elementos, en mi opinión, la secuencia de siguientes pasos podría ser la siguiente:

En primer lugar, y sin ninguna duda, se debe *completar la Unión Bancaria*. Con los matices conocidos, todo el mundo parece de estar de acuerdo en que este es el elemento que resulta prioritario. En términos prácticos, esto, quiere decir dos puntos concretos: desarrollar un «cortafuegos» común para el FUR y llegar a un acuerdo definitivo sobre EDIS.

El respaldo para el Fondo Único de Resolución por parte del MEDE fue ya incluido en la Declaración de la Cumbre del Euro del 29 de junio¹², al menos desde el punto de vista político, por lo que queda es esperar que se produzca un desarrollo efectivo del acuerdo, que sería razonable esperar a partir del año 2019.

El segundo elemento (EDIS) está resultando más complicado. Como se ha apuntado, aunque todos los países afirman estar dispuestos a aceptar la existencia de un EDIS en el largo plazo, la exigencia de un periodo largo e incierto de medidas de reducción de riesgos, las discrepancias por los métricas a utilizar o la falta de claridad sobre los hitos concretos en el camino, hacen que todavía el acuerdo no haya sido posible.

El Gobierno español intentó proporcionar una base concreta para el acuerdo en su contribución¹³ al debate durante el pasado mes de abril. En este documento se abogaba por fijar –a la mayor brevedad posible– una fecha definitiva e irrevocable para la entrada en vigor del EDIS. Esta fecha tendría que ser fija en el tiempo, aunque la red de seguridad común pudiera demorarse un cierto número de años en su desarrollo.

De esta forma, amparándose en la solemnidad propia de una declaración política del Consejo del Euro, los mercados entenderían que la incertidumbre sobre diseño final de la UEM habría quedado ya superada. De esta manera se evitarían los problemas de una larga transición derivados a mantener el sistema abierto en el tiempo, como implica la mencionada teoría de la «coronación».

Al mismo tiempo, una vez acordada su fecha, la puesta en práctica de la red de seguridad de los depósitos podría retrasarse en el tiempo durante un periodo suficientemente largo (pero no indeterminado, pues estaría cerrado *ex ante*) como para permitir al menos tres cosas:

¹² Declaración Cumbre del Euro, pár. 2. En consilium.europa.eu/media/35999/29-euro-summit-statement-en.pdf

¹³ «Posición española sobre el fortalecimiento de la UEM», disponible en www.mineco.gob.es/stfls/mineco/comun/pdf/Posicion_espanola_sobre_fortalecimiento_UEM.pdf



- a) la limpieza de los balances bancarios preexistentes, de tal forma que en el momento del tiempo de la adopción de EDIS ya no existiesen «legados» en forma de carteras dañadas y no provisionadas anteriores a la constitución del MUS a finales de 2014.
- b) la progresiva aportación de recursos del Sistema (en línea, por ejemplo, con las ideas de la Comisión europea en su propuesta legislativa¹⁴) de forma que el Sistema pudiera entrar en funcionamiento disponiendo ya desde el primer día de una dotación adecuada.
- c) y finalmente, la puesta en marcha de un «cortafuegos» similar al del FUR, en el que también el MEDE podría tener un papel central¹⁵.

Adicionalmente, este periodo de tiempo relativamente amplio hasta la adopción material de EDIS podría facilitar un compromiso sobre la paulatina reducción del «sesgo doméstico» (*home bias*) en las carteras de deuda pública existentes en la actualidad en los balances bancarios; y ello con independencia del posible avance global durante este periodo de las discusiones globales en el Comité de Basilea en materia de tratamiento regulatorio del riesgo soberano.

Este compromiso sería un elemento adicional positivo en la vía de reducción del «círculo vicioso» banca/deuda, y podría ser un elemento facilitador de un acuerdo final en el Eurogrupo.

La propuesta legislativa de la Comisión Europea mencionaba la fecha de 2025. Esta fecha (u otra similar como 2028) podrían ser aceptables, pero en cierto sentido este sería un elemento secundario en relación al carácter irreversible de la fecha.

En definitiva, el cierre de la Unión Bancaria, es de entre todos los puntos pendientes, el que parece mas factible desde un punto de vista político. Un acuerdo definitivo en este terreno tendría una importancia incontestable.

Se puede argumentar que resultaría insuficiente, y que solo la Unión Bancaria no basta para que la Eurozona tenga una arquitectura completa. No creo que quepa ninguna duda sobre este punto, pero tampoco debería minusvalorarse su efecto positivo: al eliminar el mayor factor de vulnerabilidad del sistema actual, haría de la Eurozona un área monetaria más estable y mucho más resistente a *shocks* externos o internos. Y esto sería de particular importancia a partir de 2019, ante la perspectiva de una normalización de la política monetaria del BCE que deberá comenzar a partir de esta fecha, y de un entorno económico global que se anticipa mucho menos favorable.

Con los tres pilares de la Unión Bancaria bien cerrados, la Eurozona dispondría de instrumentos plenamente operativos –financiados con recursos comunes –, para tratar

¹⁴ COM (2015) 586 final.

¹⁵ A veces se dice que el FUR y EDIS deberían diseñarse como un único fondo, al modo norteamericano. La evidencia disponible no parece inequívoca, por lo que el documento español no tomaba postura en este tema. Ver IMF Technical Notes and Manuals (2018): «*Resolution Financing: Who pays when Financial Institutions Fail?*».



mucho mejor el impacto de cualquier crisis bancaria futura. El riesgo para los bancos individuales, que se manifiesta de forma más rápida, quedaría mucho más aislado de la evolución de las políticas fiscales nacionales, que precisa una reacción mucho más lenta. Los sistemas bancarios nacionales quedarían más protegidos ante una posible crisis presupuestaria en un Estado miembro; y la estabilidad financiera de la Eurozona en su conjunto se vería reforzada, en un momento en el que el entorno económico se anticipa mucho más complicado.

En suma, la UEM ganaría *tiempo* para tratar los pasos estructurales restantes que están pendientes en el desarrollo de su dimensión económica, en los que las negociaciones serán necesariamente arduas y los resultados serán solo visibles en el medio o largo plazo.

Entre estos, parecen fundamentales los siguientes:

En primer lugar, la puesta en marcha de un «Mecanismo de Estabilización» que grave en torno al Presupuesto común para la Eurozona. Este Mecanismo se podría instrumentar bien a través de un respaldo anticíclico a los sistemas nacionales de protección al desempleo, como aparece recogido en la Declaración franco-alemana de Meseberg, o bien a través de un esquema público-privado de apoyo a las inversiones, en la línea del Plan Juncker o «Fondo Europeo de Inversiones Estratégicas» de 2014 (en el que el BEI podría desempeñar algún papel) o en algún mecanismo similar, tal y como se apunta en la nueva contribución bilateral de Francia y Alemania presentada al Eurogrupo en noviembre de 2018¹⁶.

En segundo lugar, un esquema que permita originar «activos europeos libres de riesgo», en línea con las propuestas realizadas, por ejemplo, por el ESRB¹⁷, que permita avanzar todavía más en la reducción del bucle deuda/bancos.

Finalmente, aunque no en menor lugar, reformas en la Gobernanza de la Eurozona, tanto en lo que se refiere a la progresiva integración en el ámbito comunitario de los actuales mecanismos intergubernamentales (el *Fiscal Compact* o el MEDE), tal y como prevén las recientes propuestas legislativas de la Comisión Europea¹⁸; como mediante la creación de una figura política para las materias relacionadas con el euro equivalente al Alto Representante de la Unión en Asuntos Exteriores y Política de Seguridad (se llame «Ministro europeo de Finanzas»¹⁹ o no, lo que sería quizá más fácil de aceptar en algunas capitales).

Todos estos son elementos imprescindibles, no simples elementos «*nice to have*», como se afirma de forma insidiosa en la «Carta de los Ocho»²⁰. Sin avances en todos ellos no podremos tener una auténtica UEM.

¹⁶ <https://www.consilium.europa.eu/media/37011/proposal-on-the-architecture-of-a-eurozone-budget.pdf>

¹⁷ ESRB Working Paper (2018): «*Regulating the Doom Loop*».

¹⁸ COM (2017) 821 final. «Further steps towards completing Europe's EMU: A Roadmap».

¹⁹ COM(2017) 823 final «A European Minister of Economy and Finance».

²⁰ «La discusión sobre la profundización de la UEM debería buscar un consenso en los «need to have» en lugar de centrarse en los «nice to have», párrafo 3.



Pero el objetivo prioritario, en el actual momento del debate político europeo, debe ser culminar la Unión Bancaria.

Este acuerdo es imprescindible y debería ser posible, a pesar de las dificultades bien conocidas, antes de las próximas elecciones europeas de junio de 2019.

Tras dichas elecciones quedará todavía mucho por hacer en todos los demás frentes. En realidad, la Eurozona estará siempre en construcción. Nunca llegaremos a conocer en Europa algo cercano a lo que los economistas llaman una «Zona Monetaria Óptima». La complejidad europea lo hace imposible.

Aunque óptima en realidad quizá no haya ninguna, en la Eurozona –incluso en el muy largo plazo– las divergencias económicas seguirán siendo mayores que en otras áreas monetarias del mundo; la exposición de los bancos a sus mercados de origen superior, incluso en el caso de que en el futuro surjan entidades transnacionales; así como siempre serán más fuertes las barreras tributarias, legales o laborales, por no mencionar las lingüísticas o culturales.

Pero, como recientemente ha declarado Jean Claude Juncker en el reciente XXV aniversario de la firma del Tratado (1 de noviembre de 2018): «el euro y Maastricht son para siempre». La integración monetaria está aquí para quedarse.

Un acuerdo sobre la Unión Bancaria resultaría clave en este momento. Nos daría tiempo y estabilidad suficientes para avanzar en el resto de pasos necesarios para la Unión Económica y Monetaria, una vez formados la próxima Comisión y Parlamento Europeos a partir de las elecciones de junio de 2019, en un periodo en el que no van a faltar las incertidumbres y las complicaciones políticas y parlamentarias.

Esta es, de entre todas las medidas necesarias, la que ahora resulta políticamente posible y necesaria.



3. EUROPE IN THE MIDST OF CHINA–EU STRATEGIC ECONOMIC COMPETITION: WHAT ARE OUR OPTIONS?

ALICIA GARCÍA HERRERO¹

3.1. INTRODUCTION

As the European Union was recovering from the deepest economic crisis since the euro was created, a number of new challenges popped up. First and foremost, Brexit in June 2018 and a growing number of anti-European and/or populist governments with the most recent – and probably most relevant case – being Italy. Beyond those internal problems, another external shock has hit the EU in 2019, namely the trade war between the US and China. The US-led trade protectionism against China affects the European Union in several ways. First and foremost, it puts at risk multilateralism in trade relations and, in particular, the good functioning of the WTO (Jean, Martin, and Sapir, 2018). In addition, it opens the door to additional trade protectionism with could possibly target the EU as it sits on the largest trade surplus in the world. Third, trade measures taken by the US against China as well as China retaliation have indirect consequences on Europe. These can be positive for some sectors and European exporters have gained a comparative advantage against US exporters in China markets for the US goods on which import tariffs have been imposed and that Europe can produce (Wolff, 2018). Conversely, European exporters have an advantage in the US market compared to Chinese exports for those sectors targeted by the US with tariffs. However, this positive scenario gets blurred when one thinks of the complexities of the global value chain which can lead to increases in European costs of production due to third countries' import tariffs as long as they lie within Europe's production chain (Chiacchio, 2018). This is, no doubt, the case of China.

¹ Senior Research Fellow at Bruegel and Professor at Hong Kong University of Science and Technology.



Given the above complexities, it seems important to analyze in detail what has happened so far on the US–China trade war and beyond trade as this article will hold the view that trade is just one of the facets of much more structural economic confrontation between China and the US. Second, we move to analyse the EU's potential gains on the basis of the trade measures taken by the US and China on each other can help us focus on Europe's potential gains, at least at a sectoral level. Finally, a review of Europe's strategic options in a world that tends to be increasingly divided in two blocks (China and the US).

The paper is divided into 5 sections. The first section is to introduce the background of the US–China trade war. The second section is to provide a review of US–China trade protectionism and the impact of trade war on China and the US. The third section is to show a sectoral analysis of trade measures taken by China and the US. The fourth section illustrates EU's first-best strategy regarding the US–China trade war. The fifth section discusses how EU behave in the US–China trade war.

3.2. AN ACCOUNT OF US–CHINA TRADE PROTECTIONISM

From seemingly untargeted measures announced in early February for solar panels and washing machines (**Table 1**), the US has moved to increasingly targeted action against China. The most obvious case in point was the announcement of 25% additional import duties to be applied to USD 50 billion equivalents of imported goods from China on the basis of China's infringement of intellectual property rights (Garcia Herrero, 2018a). More importantly, about two thirds of those import tariffs have been applied since July 6. The US' speedy introduction of the announced import tariffs, without allowing for much time to negotiate a deal between China and the US, shows that the US resolve to move away from the status quo in terms of the functioning of the global trading system, at least as China is concerned. On that basis, China had no choice but to retaliate with equivalent import tariffs on US goods.

Since then, the list of Chinese imports that the US is aiming at increasing tariffs has expanded again to an additional USD 200 billion. Thanks to a three-month truce reached recently at the side-lines of the G–20 summit, the additional USD 200 billion goods from China will not be confronted with a 25% import tariff yet but it looks increasingly clear that this is just a truce to buy time from both sides and that confrontation is escalating. The recent arrest of a Huawei's CFO because of a potential breach of sanctions against Iran is the proof of the pudding of how far the US is ready to go in weaponizing its current hegemonic position as rule setter.

Going back to the trade war, China's ability to retaliate on trade is obviously more limited as it does not import enough goods from the US to match the announced USD 200 in import tariffs from the US, which explains that China's second batch of second retaliatory measures have been more moderate, at least in size (USD 60 billion). Also the latter have been put on hold thanks to the recently agreed three-month truce.



TABLE 1. US TRADE MEASURES

Type of Product	Solar panels/ Washing machines	Steel / Aluminium	Intellectual Property (1102 products valued at USD 50bn)	Intellectual Property (6031 products valued at USD 200bn)
Rules	Section 201 Import Relief for Domestic Industries	Section 232 National security	Section 301 Intellectual property laws	Section 301 Intellectual property laws
Effective Date	7 th Feb	23 rd Mar	25% additional duty effective on July 6 for 818 products (worth 34bn) included in the proposed list on April 6, and 284 products (worth 16bn) will undergo further review.	10% or 25% (under public review until August 30, 2018)
Exemption	«GSP-Eligible» developing nations ¹	Australia, Argentina, Brazil and South Korea ²	Targeted at China	Targeted at China
Applied to China	√	√	√	√
Retaliation from China	N/A	Tariffs on \$3 billion of 128 products including pork, fruit, nuts and wine of up to 25%	25% duty effective on July 6 for 545 products valued at about \$34 billion and 114 products valued at about \$16 billion with no effective date announced	5207 products valued at USD 60bn (duties of 5, 10, 20 or 25 percent)

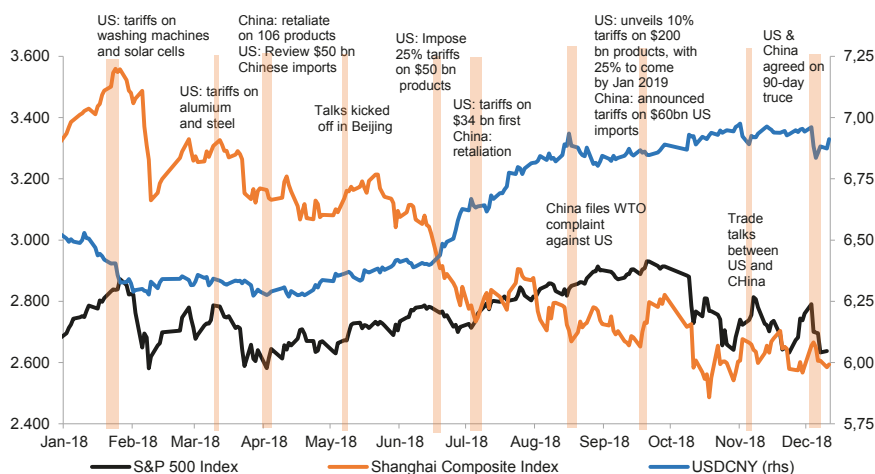
N.B. 1 Philippines and Thailand are not excluded, even though they are GSP-Eligible. 2 Exclusions from US steel and aluminium tariffs may take 90 days.

Source: Natixis, U.S. Government.

The market reaction so far seems to have been more negative for China than the US, at least as far as the stock market is concerned (**Chart 1 and Chart 2**), which has lost more than 20% year to date. Furthermore, the RMB has depreciated quite substantially since the beginning of the trade war until recently, helped by the recently announced truce between the US and China. One may wonder whether the market is overreacting to the potential consequences of such trade war on China or, perhaps, underestimating the impact on the US. So far European markets seem to have remained relatively more insulated from the US-China trade war except when the US pointed towards protectionist measures against Europe directly, as was the case when the temporary lifting of the tariffs

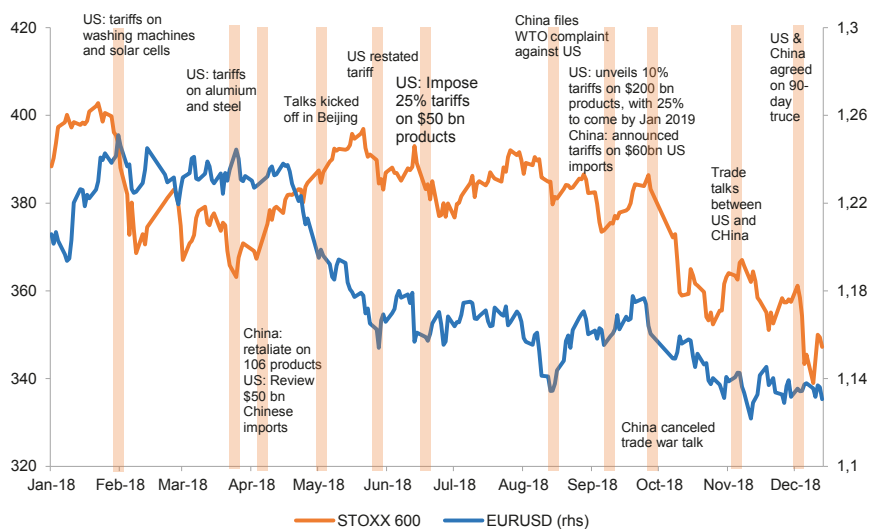
on steel and aluminum were lifted in spring and the threat of import tariffs of autos and auto parts was raised in early summer.

CHART 1. MARKET REACTION OF US AND CHINA



Source: Bloomberg, Natixis.

CHART 2. MARKET REACTION OF EUROPE



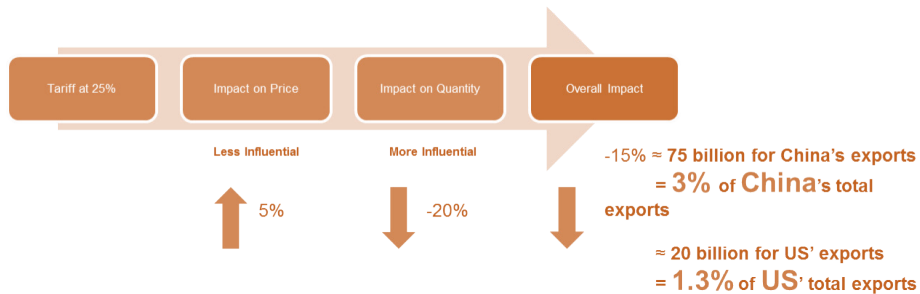
Source: Bloomberg, Natixis.

Moving on to the potential economic impact of the trade war, there have been attempts to estimate the direct impact of tariffs on trade and, thereby, on growth. For



example, the IMF in its latest World Economic Outlook has estimated that the Chinese economy would grow 1.6% point less in 2019 and the US economy will grow 0.9% point less in 2019 if the trade war were to be maintained in 2019. Also, the Euro area's growth rate would be shelved by 0.4% in that scenario. The World Bank, instead, has a much more benign scenario in its latest global economic prospects, as it has estimated that the Chinese economy will only grow 0.2% point less in 2019 and the US economy will grow 0.2% point less in 2019. In the same vein, estimates of price and income elasticities of Chinese exports into the US by Garcia Herrero (2018b) point to a relatively limited value of China's total exports affected by tariffs. Even if the USD 200 billion Chinese were to be confronted by full 25% tariffs, the overall impact on Chinese trade would be limited to only 3% of China's exports and only 1.3% of the US' exports (**Chart 3**).

**CHART 3. ESTIMATION OF THE A FULL-FLEDGED TARIFF WAR
ON CHINA-US BILATERAL TRADE**



Source: Natixis.

Overall, the reason for this relatively limited economic impact, especially when compared with the very negative market reaction, especially for China, is that such exercises only take into account the direct effects on tariffs on trade and not indirect effects on investment through a worsening of market sentiment, among many other channels. The impact on expectations and, thereby, future investment, is probably behind the market fear, especially in China but also in the US and, to a lesser extent, Europe.

The issue is that market may be realizing that the risk is not only protectionism but much more than that as the US' ultimate goal is to try to contain China. In fact, investors both in China and abroad are starting to worry that their investment is possible to be completed blocked by the US or indirectly affected by the worsened relationship between China and the US (Garcia Herrero and Xu, 2018). Moreover, the multilateral trade order maintained by the US is likely to be massively transformed. If that happens, the world will have to return to a much less free system for goods and service flow. It is due to the increasing uncertainties that the market investors' sentiment have become more and more negative.

One way to go about the potential impact of the ongoing trade war might be to look in more details at the measures taken so far and analyze its rationale so as to draw conclusions about their potential consequences down the road.



3.3. A DEEPER ANALYSIS OF THE TRADE MEASURES TAKEN BY THE US AND CHINA

The analysis of the sectoral composition of the goods targeted by the US administration would support the view of relevant structural changes to happen in the global economy due to the trade war. The first round of the US tariffs (USD 50 billion) aiming at China's high-end exports with a view to contain China's technological advance, with 7% of the products on the very high technology products and 55% on the high technology products (García Herrero, 2018c). Some of the products included in the US tariff list has yet not been Chinese exports to the US, such as aircraft and aerospace or arms and ammunition, so the US' true intention of the tariff is not reducing trade deficit with China, but to contain China's moving up the technology ladder. By including products that do not contribute at all to the US bilateral deficit with China, one could argue that the US is revealing its preferences, at least indirectly, which are to contain China in what it wants to become, namely a technological power that competes with the US in high-end products.

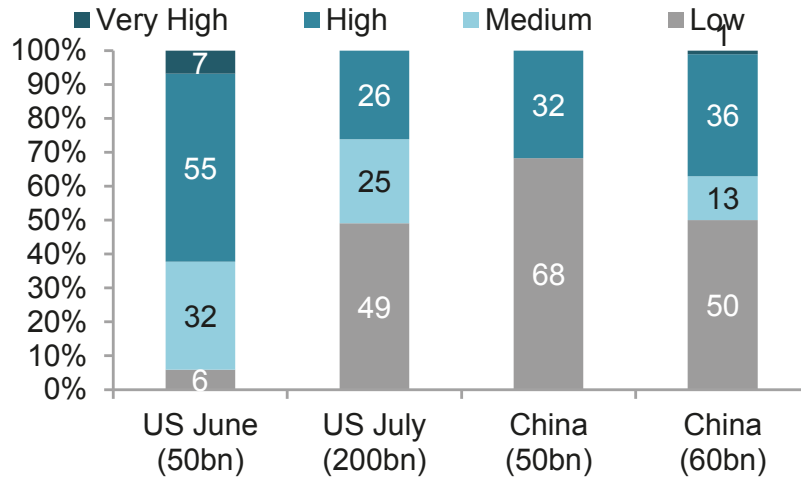
Very interestingly, China appears to have realized quite quickly of the US intention as it has rapidly modified its own retaliation list from a more balanced one which included high-end imports from the US (including aircraft and aerospace) to one more focused on low-end products, such as agriculture (especially soy) and energy. Such a strategy makes sense in as far as imposing tariffs on high-end products which China does not yet produce or cannot be sourced anywhere else would only hurt China. This is because it would only increase the price of products needed for China to achieve its ultimate objective, namely, to move up the ladder of the value chain.

Moving on to the second set of import duties announced by the US, namely that of USD 200 billion to be imposed by August 30, the product composition seems to be very different. In fact, low-end products dominate but, interestingly, very few of them are final – especially consumer – products (with only 22% of total) but rather intermediate products. One could interpret this second wave of import tariffs as a way to re-shore the production of intermediate goods back to the US (or at least to a third country which is not China) and reduce China's role in the global value chain. This interpretation of the second round of tariffs could have tangible implications for third countries which are now part of the value chain and have better economic relations with the US (even a free trade agreement which insulates them from increases in US import tariffs across the board). This is the case of Vietnam as well as Mexico (if NAFTA is finally renewed). But the US has silently removed some key products which would be expensive to substitute in terms of increase in prices for the final consumer (such as white goods for which China has become the largest supplier by far).

For this second round of tariffs, China's retaliation is much smaller with only 60 billion due to the limitation of the total volume China imports from the US. Yet, it is already a large bulk of the total retaliation list China can further extend. In this round of retaliation, all low, medium and high technology stuff are included which shows a determined stance that the Chinese authorities will not retreat from the US threat. Also, more high-technology products as China's imports from the US are limited (**Chart 4 and Chart 5**).

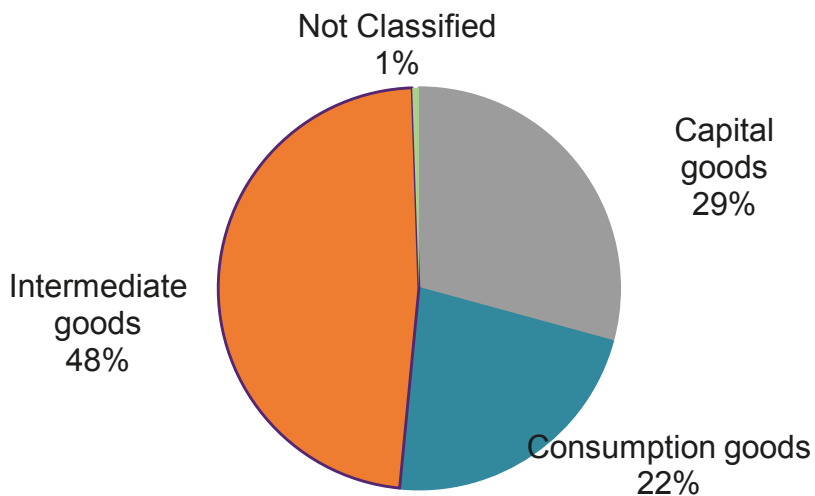


**CHART 4. A COMPARISON OF THE US-CHINA TARGETED PRODUCTS
RELEASED IN JUNE AND JULY (%)**



Source: Natixis, USITC, UN Comtrade.

**CHART 5. DECOMPOSITION OF US' IMPORTS FROM CHINA
UNDER THE 200 BILLION TARIFF LIST**



Source: Natixis, USITC.

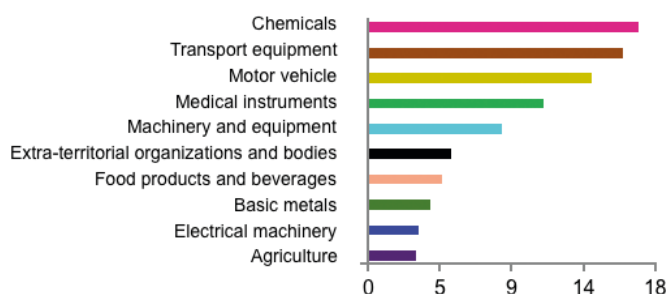


3.4. WHAT IS THE IMPACT OF EUROPE?

Based on the above (namely the structural nature of the trade war between the US and China) the question to ask ourselves is how this may affect Europe.

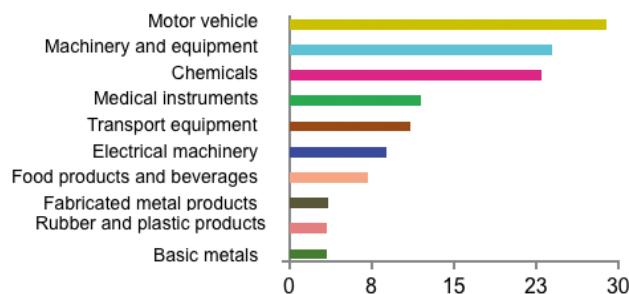
While a trade war can hardly have any winner in absolute terms, as trade is generally beneficial for global growth, there could be some relatively worse or better outcomes depending on the country and sector. If the current dispute between China and the US moves on with punitive tariffs upon each other, the market space left out in the two giants' territory should be, to a certain extent, filled by competitors from the rest of the world. As the biggest economic bloc in the world, the EU is, without doubt, a potential winner in this aspect. So far, the EU is the second largest exporter to both China and the US. This makes the EU exporters most likely to take up the market shares of both of China and the US' companies in midst of the trade war.

CHART 6. CHINA'S TOP 10 IMPORTS FROM THE US IN 2016 (USD BN)



Source: Natixis, UN Comtrade.

CHART 7. CHINA'S TOP 10 IMPORTS FROM THE EUROPE-5 IN 2016



Source: Natixis, UN Comtrade.

N.B. Europe-5 includes Germany, the U.K., France, Italy and Spain.

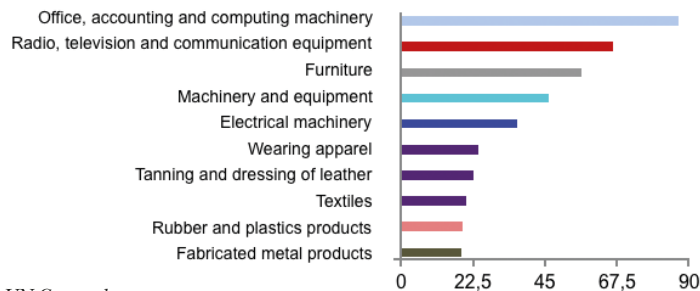
Note: The same color indicates the overlay of the US and the EU's exports to China among the top 10 imports in China.

At first sight, the size of the US market (€ 375.5 bn) is bigger than that of China (€ 198.2 bn), which seems to give the EU more opportunities in the US market than Chi-



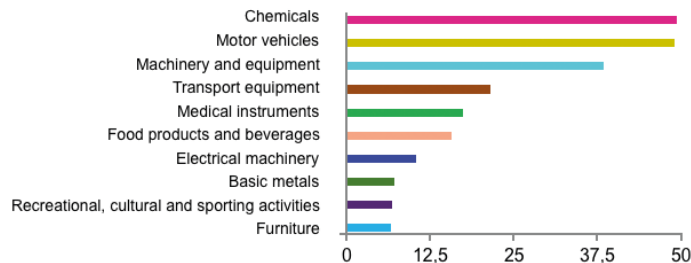
na's market. However, a more granular product-level analysis is needed to understand which sectors can potentially benefit from the trade war. When comparing the export structure of the three economic areas, we find that EU and US companies export more similar products than Chinese corporates, as it could not be otherwise, given the three regions 'different level of development. For example, the top 10 Chinese imports (at the ISIC 2-digit level) from the US and the EU are exactly the same including Transport equipment, Motor vehicles, Medical instruments, Machinery & equipment and Chemicals (**Chart 6 and Chart 7**). While in the US' market, the top two exporting products from China include Office, accounting & computing machinery and the white goods, which are not even top 10 exports from the EU yet (**Chart 8 and Chart 9**). This means, if the US and China are crowding out each other's exports, the EU's exporting structure would suggest more chances in China's market. Also, European products are potential substitutions of American products in the Chinese market but also the other way around, namely substituting Chinese exports into the US by European ones. It goes without saying that, for Europe to reap such benefits, it would need to remain neutral in its trade policies and refrain from aligning from the US to impose tariffs on Chinese goods.

CHART 8. THE US' TOP 10 IMPORTS FROM CHINA IN 2016 (USD BN)



Source: Natixis, UN Comtrade.

CHART 9. US TOP 10 IMPORTS FROM THE EUROPEAN-5 IN 2016 (USD BN)



Source: Natixis, UN Comtrade.

N.B. Europe-5 includes Germany, the U.K., France, Italy and Spain.

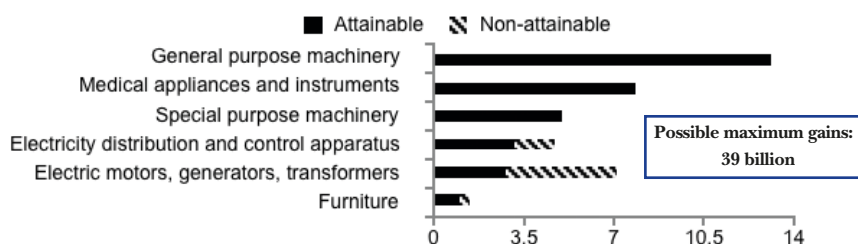
Note: The same color indicates the overlay of the US and the EU's exports to China among the top 10 imports in China.

In such a case, one could estimate the potential maximum gains of substituting Chinese exports into the US and the other way around in the sectors on which tariffs have been imposed upon. The end result is that some specific sectors can really benefit to the extent of nearly doubling their production for exports. This is especially the case of the general purpose machinery sector for the first USD 50 billion package of import tariffs imposed by the US. EU exporters clearly gain more from substituting Chinese exports into the US than the other way around. In other words, the EU dependence on the US goes well beyond the Atlantic Alliance and lands right on economic issues such as trade dependence.

To quantify the benefits for European companies, we first calculate the product overlap (at the HS-6 level) between EU and Chinese exports to the US market, and the EU and US exports to China's market, respectively, and then confine the overlapping product list to the targeted products during the trade war. This gives us a list of the maximum gains that Europe can make for every product both in China's market as well as that of the US. Finally, we match the HS-6 products to the 3-digit level ISIC Rev.3 sectors² to get the maximum potential gains for EU. The relevant sectors are defined as those that have been targeted by the US or China (or both) with additional import tariffs and, at the same time, what the EU has already exported with certain product value (>\$1 billion) into the US or China (or both).

In the first round of the crossfire, both the US and China targeted \$50 billion products on each other. The biggest winners (with potential gains bigger than \$10 billion) from China's market are the EU's aircraft & spacecraft and basic chemicals sectors and the general purpose machinery sector from the US' market (**Chart 10 and Chart 11**). While both countries' target the exact amount of imports, the potential sector gains are higher in the US' market (\$ 39 billion) than China's market (\$ 30 billion).

CHART 10. EUROPE'S GAIN IN US' MARKET FOR THE FIRST 50 BN TARIFFS ON CHINA (FOR SECTORS > \$1 BN)

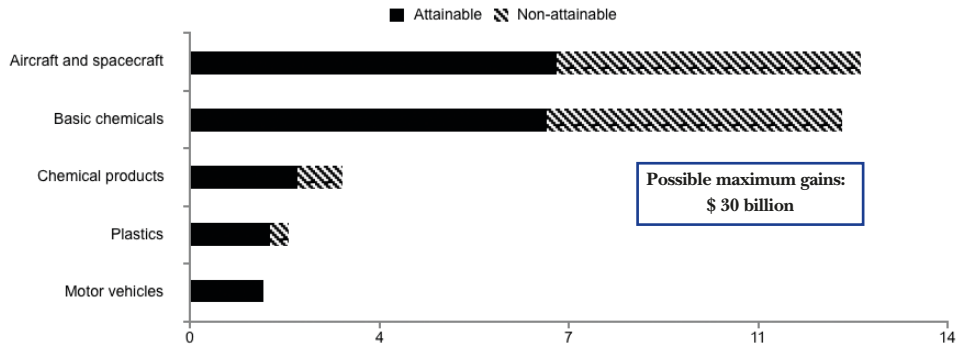


Source: UN Comtrade and the concordance table from WITS. The calculation of the sector's maximum market gain is based on all the related goods in the first round of the tariff lists. The solid part of the bar indicates the EU's current exports to the destination market.

² We use the concordance table provided by the WITS to converse the HS classification into the ISIC Rev.3 classification.



**CHART 11. EUROPE'S GAIN IN CHINA'S MARKET FOR THE FIRST 50 BN
TARIFFS ON THE US (FOR SECTORS > \$1 BN)**



Source: UN Comtrade and the concordance table from WITS. The calculation of the sector's maximum market gain is based on all the related goods in the second round of the tariff lists. The solid part of the bar indicates the EU's current exports to the destination market.

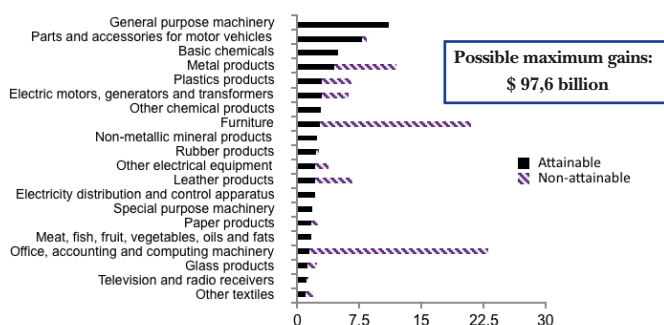
In the second round of the crossfire, the US has escalated the tariff list to \$200 billion imported products from China (although the current three-month truce has limited the tariff increase to 10% instead of the 25% planned). This again gives the European firms more room to access to the US' market, with the possible maximum gains reaching \$97.6 billion (or 50% of total). The benefits will now be extended to some of China's key exporting field such as office, accounting & computing machinery as well as furniture, both of which are already the EU's top 10 exports to the US and have potential to substitute China's exports (**Chart 12 and Chart 13**). That said, the two sectors are restricted in their current capacity to replace the related products in second round of the US' tariff list, as China's exports to the US on these products are more than seven times as large as the EU's current exports so it takes longer time for the EU to accumulate enough capacity to take place of Chinese producers³. On the other side, the EU's relative benefits in China's market is much smaller as the tariff list only covers \$ 60 billion products in total (only \$38.5 billion but a larger percentage of the total amount goods on which tariffs have been imposed upon, namely 66%). In China's market, European gains will be extended to medical & precision products and basic chemicals, and to lesser extent, to general purpose machinery.

That said, European potential gains will very much depend on Europe remaining neutral on the US-China trade war instead of following the US by imposing import tariffs on China. If the EU is forced to pick the US side and impose its own import tariffs on China, China will probably also retaliate against EU companies. It should also be noted, though, that the potential gains to be made are bigger in the US (beyond the already

³ In the calculation of the maximum gains, we take into consideration the capacity restrictions by imposing the maximum gains as three times as large as the current EU companies' exports.

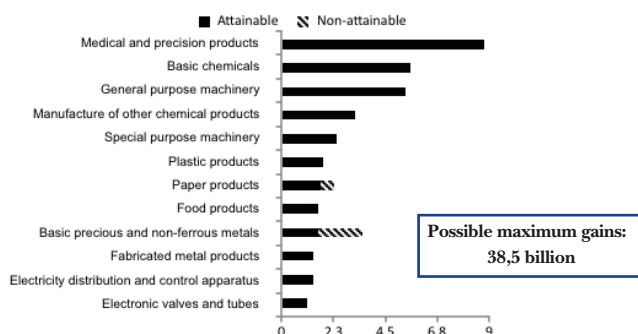
larger export revenues) largely due to more tariffs imposed from the US' side. In other words, beyond Europe's historical alliance with the US which will keep EU policies closer to the US than they would ever be with China, the EU also fears losing the US market even more than that of China as its export share to the US is larger than China (**Chart 14**) while China remains more relevant for EU imports (**Chart 15**). The fact that Europe, an overall net exporter, continues to maintain a bilateral trade deficit with China does not help (**Chart 16**). Obviously, a neutral stance as regards China is the best of all situations with some clear winners among European export sectors but the US clearly comes first in the EU's interests even if you only focus on trade gains.

**CHART 12. EUROPE'S GAIN IN US' MARKET FOR THE SECOND 200 BN
TARIFFS ON CHINA (FOR SECTORS > \$1 BN)**



Source: UN Comtrade and the concordance table from WITS. The calculation of the sector's maximum market gain is based on all the related goods in the second round of the tariff lists. The solid part of the bar indicates the EU's current exports to the destination market.

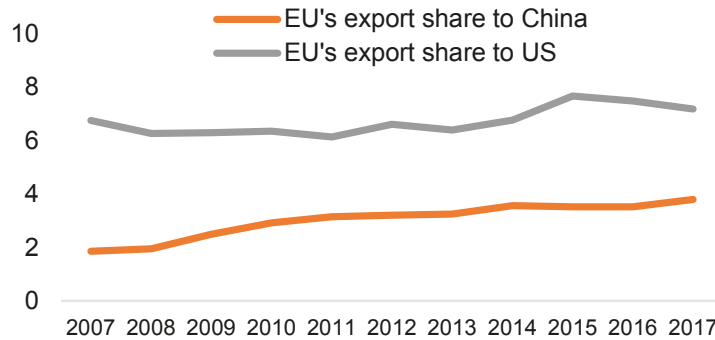
**CHART 13. EUROPE'S GAIN IN CHINA'S MARKET FOR THE SECOND 60 BN
TARIFFS ON THE US (FOR SECTORS > \$1 BN)**



Source: UN Comtrade and the concordance table from WITS. The calculation of the sector's maximum market gain is based on all the related goods in the second round of the tariff lists. The solid part of the bar indicates the EU's current exports to the destination market.

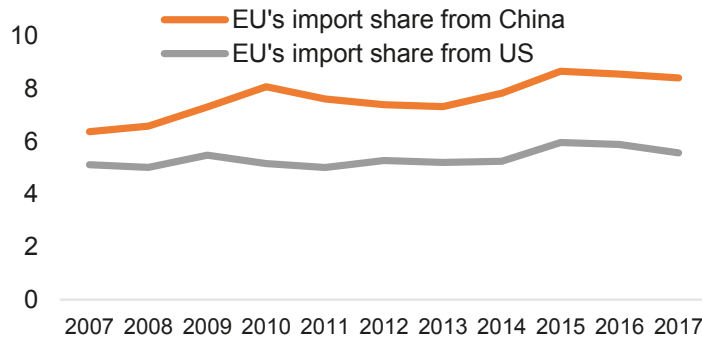


CHART 14 EU'S EXPORT SHARE TO CHINA AND US, 2007-2017, %



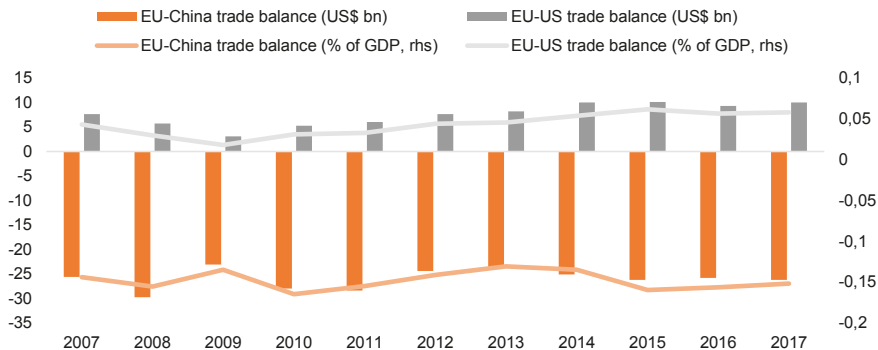
Source: UNCTAD.

CHART 15 EU'S IMPORT SHARE FROM CHINA AND US, 2007-2017, %



Source: UNCTAD.

CHART 16 TRADE BALANCE OF EUROPE WITH CHINA AND US, 2007-2017



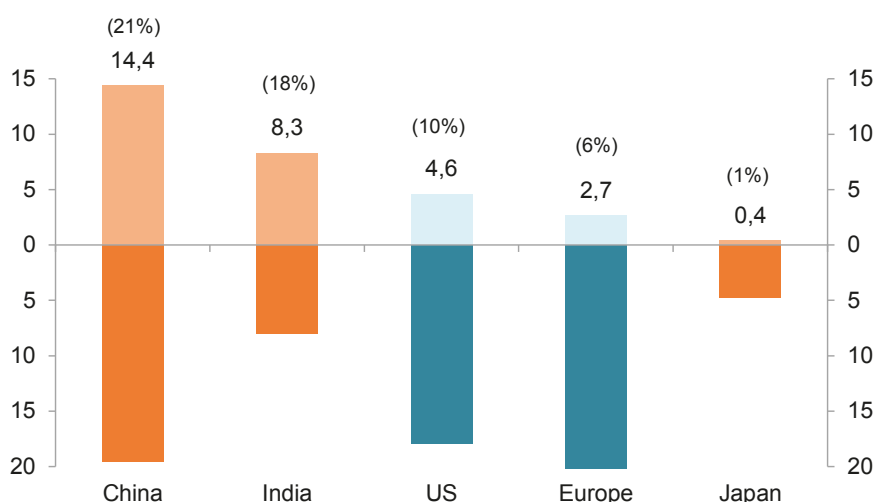
Source: UNCTAD.

All in all, our analysis shows US–China trade frictions are here to stay in as far as they respond to a fight for hegemony in the global economy. The US wants to contain China’s future – which basically implies direct competition with Chinese products in third markets. In that regard, Europe, being export oriented and with a similar economic structure can benefit by substituting some of their exports to China. This, however, requires no retaliation from the US towards Europe. Otherwise, it will be extremely difficult for the EU to keep a neutral stance on the trade war.

3.5. OPTIONS FOR EUROPE IN THE LIGHT OF INCREASING ECONOMIC COMPETITION BETWEEN CHINA AND THE US

What the US–China trade war has brought about is not only short-term trade tensions, but more importantly, a systematic shift of the trade order which has supported the world’s development for the past century. Undoubtedly, the US and China will be the most influential bloc in the 21st century, and their conflict is doomed to be long lasting. While the two countries may find some temporary solution to the current tariff disputes, their conflicts are intrinsically embedded in the competitive stance which could only exacerbate in the future. This is all the more natural when realizing that China’s economy is already as large as that of the US (at least in purchasing power terms and soon in USD terms) but, most importantly, will contribute more than three times the US to the global economy in the next 10 years (**Chart 17**). In other words, although the US is a more important market for Europe today, this will soon no longer be the case, based on the positive growth differential between the US and China, which continues to be very large.

CHART 17 CONTRIBUTION TO WORLD GROWTH (USD TRILLION, %)



Source: Nataxis.



The global influence of the US–China cold war will be persistent. At this turning point, as the world's only one figure that can balance the power between the US and China, the EU has to decide how to respond to the trade war. There are several options under current discussion.

3.5.1. SAFEGUARD MULTILATERALISM?

The EU has been long called for economic multilateralism and is pushing for the reform of the WTO to adapt to China's sheer size without having become a market economy. In fact, one could argue that one of the key areas of contention from the US side is indeed China's different economic model while still being part of a free trade world. The European response to this reality is to keep, if not enhance, multilateralism, by reforming existing institutions, especially the WTO so as to impose market practises on all members in order to protect fair trade (Demertzis, 2018).⁴ This really means that the WTO will need to address the issue of the large role of state-owned enterprises in the production of goods and services and the pervasive role of subsidies to the production. This would bring the WTO close to the US concerns over China's unfair practices in international trade.

While the EU may easily find common ground on the key issues with the US (only if the current US administration were to engage in such reform which is not the case now), but the reform requests could be hard with China. In fact, the role of SOEs is considered key in China's model of socialism with Chinese characteristics and, thus, impossible to dismantle in the foreseeable future. Chinese will argue that the role of SOEs remains moderate⁵ and, thus, should be a no issue for WTO reform. The Chinese have also borrowed the concept of competitive neutrality from the OECD and argue that they are increasingly close to applying competitive neutrality among companies operating in China. Garcia and Xu (2017) hold a very different view on the role of SOEs in the Chinese economy both because of its more pervasive influence but, more importantly, because of their very different nature to other SOEs in the world. In fact, the key reason for their unequal footing with the rest of companies operating in China, including private Chinese companies, is their preferential access to market in many sectors as well as their special connection with China's long-standing party, namely the Communist Party.

That said, the EU will also find the US difficult to cooperate in the reform of the WTO. Since its arrival to power, Trump has pushed the «American first» policies and certainly not the support of multilateralism. In fact, the tariff measures taken by the US based on the «security» reasons while bypassing the WTO's multilateral settlement mechanisms is a clear sign that the US may overthrow the multilateral value at its own interest.

⁴ For more details as to how Europe can defend multilateralism in the world and what are the options for Europe, please Jean, S., Martin, P., and Sapir, A. (2018) and Wolff G. (2018).

⁵ According to China's National Bureau of Statistics, in 2015 SOEs accounted for 38.8 percent of total assets for industrial enterprises above scale.



As such, while the US seems to share more of the market and democratic values with the EU, it does not seem ready to fully conform with the EU's proposal for a WTO reform so as to preserve multilateralism.

Under such circumstances, it does not seem very credible for the EU to continue to push the agenda of multilateralism without the US and China. On the other hand, though, it looks extremely dangerous for the EU not to do as it is no longer a superpower, nor does it intend to be one. All in all, while continuing to make efforts to preserve multilateralism, Europe may need to explore other responses to the current standoff between China and the US, aware of the increasingly slim chance that multilateralism becomes the driving force again.

3.5.2. ENHANCING EUROPE'S RELIANCE ON THE TRANSATLANTIC ALLIANCE?

Another potential option for Europe is to keep the status quo while reinforcing it on the basis of an increasing economic confrontation between the US and China. In other words, the EU may also choose to lean completely on the US. The question is how wise it is to do so in the current environment with clear changes in the US attitude towards multilateralism. This is all the more disappointing in as far as it was the US, who pushed for such a system, as a way to create a safe environment for its allies and eventually to engage the rest of the world after the collapse of the Soviet Union.

The current US administration has made it very clear that multilateralism and open trade is something of the past. The gunfire that the US has triggered is not only against China but against many other countries including the EU. Only in 2018, the US has already threatened tariffs on steel, aluminium, and cars on the EU. It also criticized the EU for its large trade surplus against the US. Also, the US has criticized the EU for not fulfilling its economic responsibility on military spending as members of NATO. As such, the EU alliance with the US will be more costly for the EU than it has ever been as the US is not happy with the current distribution of costs and benefits of such Transatlantic Alliance.

More importantly, because the US has chosen a non-market bilateral way to deal with China as well as other issues, the EU's complete support for the US will mean that it has to give up on its rule-based approach to problem solving and, thereby, its principles. This is obviously very costly for the EU as its own internal market is based on a strong rule-based system as well as for the world since the EU is the bastion of multilateralism. The case of the reform of the World Trade Organization is a clear case in point since the EU is really holding to it and would probably not manage to do so if pushed towards a relation of clear dependence from the US.

There is another practical reason which restricts the EU from leaning on the US completely. The EU is not a single country, but a group of 28 (soon probably) countries which have different views about the US and also about China. In fact, while Western Europe may be easier to unite against China, Eastern Europe, but also Greece and Portugal, and recently perhaps even Italy, may express opposing views as to a strategic alliance with the US which requires leaving China aside. In fact, the recent effort for the EU to es-



establish an EU-level investment screening system resembling the US' famous CFIUS has been vetted by some EU members so that its final version is really very limited in scope and hardly a threat for China. China has also created a platform with Eastern European and Balkan countries, the so-called 16+1, since all of these countries are part of China's led Belt and Road Initiative (BRI). Many of these countries expect to ease their financial concerns through investment from China as well as to reduce their dependence on Brussels. This, in itself, poses problems for the EU and might actually push it even closer to the US notwithstanding the costs.

3.5.3. STRENGTHENING COOPERATION WITH CHINA

Strengthening cooperation with China is also a practical – albeit unlikely – choice for the EU in as far as its current strategic ally, the US, is moving away from multilateralism, thereby harming EU interests. In fact, not only is China's economy of similar size to the US already today but its contribution to the global growth will be much bigger as previously shown. This means that the opportunities in the medium term should be bigger in China but under a very important hypothesis: market access.

This is why most of the discussion as to whether Europe should rebalance its economic partnership towards China, at least partially, boils down to improving European companies' market access in China. Within that context, the EU started negotiating a bilateral investment agreement (BIT) with China at a time when the economic relations still have a positive perception from the European side but things have changed quite dramatically since then. In fact, the 12th round of BIT negotiations has been without an agreement. The key stumbling block is indeed market access for European companies in China and reciprocity, which is of course related to the perceived lack of market access.

Beyond market access, EU authorities are concerned about potential discrimination against EU investors operating in China, including explicit or implicit preferential subsidies for certain enterprises. Such discrimination may also be a factor for Chinese companies operating in Europe. While market access is a more general issue, potential discrimination by means of implicit or explicit subsidies has linkages to the role played by Chinese SOEs. This is not only true for the Chinese economy, but also for Chinese investment in Europe because a good part of it (most of it until very recently) originates from SOEs.

In China, SOEs have a much wider scope as they originate from the planned economy era when they dominated all sectors (either SOEs or collectively-owned companies). Most Chinese SOEs, even now, are not established on the basis of correcting market failure, but more to carry out government objectives. Chinese SOEs are bigger, more pervasive, more dominant than their EU counterparts, and more importantly, exist in nearly every key sector in Chinese society (**Table 2**). Against the backdrop, the Chinese government has created a special favorable environment for the SOEs. This actually triggered the concerns over their unfair competition in the international market and is one of the key barriers confronting China's building economic alliance with the EU.

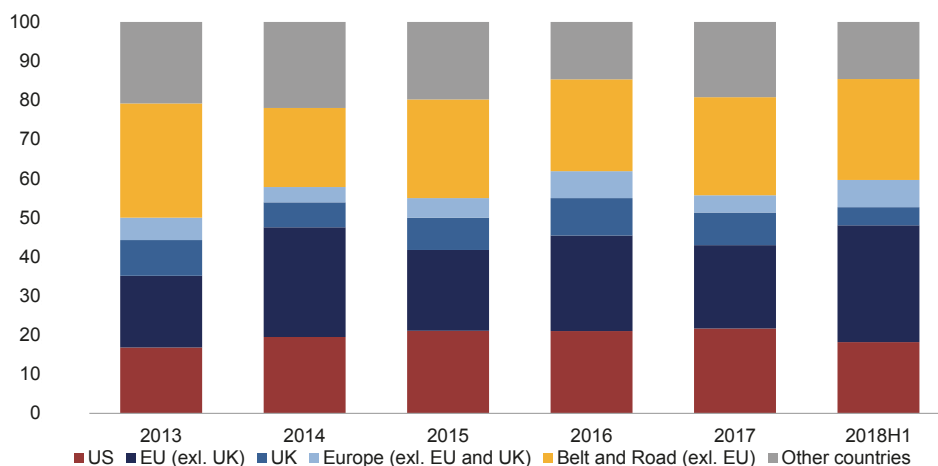


**TABLE 2. SECTORIAL SALES DISTRIBUTION OF SOES, POES AND FOES
IN CHINA IN 2008, IN PERCENTAGE**

Sector	SOE	POE	FOE
Health	58.92	41.06	0.02
Wholesale & Retail	2.20	97.73	0.08
Construction	24.43	75.26	0.30
Culture	54.71	44.36	0.94
Education	34.06	64.85	1.09
Finance	21.74	76.78	1.48
Accommodation	25.96	71.60	2.44
Real Estate	7.32	90.11	2.57
Environment	43.65	53.51	2.83
Research	33.94	62.28	3.78
Lease business	26.94	64.65	8.41
Restaurant	4.00	86.96	9.04
Manufacturing	15.11	75.26	9.63

Source: Bruegel based on China's Economic Census Data. Note: FOE = foreign-owned enterprise.

**CHART 18. DESTINATION OF THE OVERSEAS COMPLETED M&A
(THE PERCENTAGE BY NUMBER OF DEALS)**

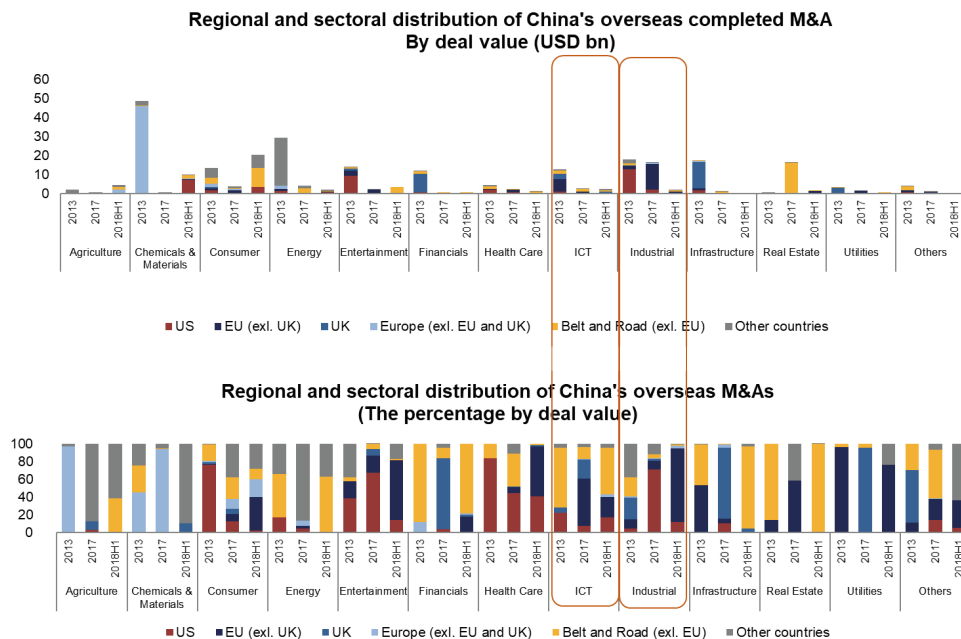


Source: Mergermarket, AEI, NATIXIS.



The hope of a EU–China BIT is that it should foster investment on both sides, but the reality is that, at this current juncture, Chinese investment into the EU is ballooning while EU investment into China is slowing down and is already smaller than that of China into the EU. More specifically, in 2011, China’s outward FDI (including that from Hong Kong) accounted for only 1 percent of EU total inward FDI, whereas China took 3.5 percent of the EU’s outward FDI. Given the size of the Chinese economy in the world already in 2011, this can be considered relatively modest. The situation today is very different. **Chart 18** shows that EU has been seen the largest growth in attracting Chinese investment since 2016, particularly in the industrial and ICT sectors where China has been eager to cooperate to climb up on the technology ladder (**Chart 19**). Because the US has closed its door to China on the basis of «national security concerns», the EU is now the only place that is easier for China to access in buying foreign companies.

CHART 19



All in all, given the increasingly difficult relation with the US, a certain degree of rebalancing towards China should be explored by the EU. However, the key stumbling block will continue to be China’s state capitalism and the lack of market access to foreign companies. For the specific case of state-owned ownership, preferential market access in China, rather than ownership of SOEs, should be the key consideration for European policy makers when evaluating the undue advantage enjoyed by Chinese corporates. This is because private companies with ties to the Chinese government might also ben-



efit from preferential market access. The recent case of Huawei shows how much the Chinese leadership may fall behind key private companies, especially if they belong to strategic sectors.

More generally, the first priority issue that an EU–China BIT should pursue is market liberalization, so that any market access granted through the BIT puts European companies on an equal footing to their Chinese competitors (even with SOEs). This obviously requires, at least, reciprocity (García Herrero and Xu, 2017). In fact, market liberalization is important not only for foreign companies but also for Chinese private companies so that gains are also shared with China (European Parliament, 2016).

While engaging with China in it the liberalization and opening up, the EU cannot remain fully open to China’s acquisitions of technology and the competition of Chinese state-supported companies in the single market. Europe has just announced a stricter framework for the screening of foreign investment (mainly directed at Chinese companies). Still, three key instruments might be used, with some reinterpretation of the EU Treaty, namely competition, dispute resolution and state aid policy. The first one does not require explanation nor state aid policy, with the caveat that it cannot yet be applied to non Member States. As for the dispute resolution, identifying unfair behavior by a firm can be easier after a firm reveals its status by operating in the EU market. An appropriate dispute settlement mechanism can protect both European and Chinese corporates. Among the different options, an investor–state dispute settlement system (ISDS) seems to be favoured internationally, but would need to be revised so that governments (either China or EU governments) do not fall prey to corporates suing them without clear justification. Furthermore, in the Chinese case, the very close links between corporates and the Chinese government (especially when operating abroad) could make ISDS a double-edged sword for the EU, because in certain cases China could, for its own purposes, support its enterprises in suing EU companies. In addition, the implementation of the ISDS might be difficult in China where experience with investor–state arbitration is rather limited and there is very low probability that the Chinese government will enforce foreign court decisions (US–China Economic and Security Review Commission, 2016). A revision of the ISDS is thus warranted to balance the interests of the parties in the BIT negotiation.

As such, we could see that Chinese internal reform is the key for the EU to pursue a better alliance relationship with China. The priority issue that EU and China need to pursue is market liberalization, so that any market access granted through the BIT puts European companies on an equal footing to their Chinese competitors (even with SOEs). This obviously requires, at least, reciprocity. Yet, there is still a long way towards the direction.

3.6. CONCLUSIONS

This paper reviews the impact of the US-led trade war against China and its immediate consequences, not only for China and the US, but specially for the European Union.



The first thing to note is that, although protectionism can never be growth enhancing, and certainly not for a net exporter like the EU, there are still gains to be made by European companies from the ongoing US–China trade confrontation in as far as they may be able to substitute US exporters into China or, less so based on our findings in this article, Chinese exporters into the US. Unfortunately, the current truce agreed between the US and Chinese governments at the sidelines of the G20 meeting might reduce such opportunities for EU exporters and might even create trade diversion again from European products and in favour of American products.

The fact that the EU feels increasingly squeezed between the US and China in their strategic competition should push us to ponder on our options in the current global set-up. So far the EU's option seems to have been to support multilateralism at any cost. Unfortunately, the latter is increasingly less likely as the US has no intention to revert to the model which it once helped create. On that basis, and given Europe's reluctance to play a leading role without the US, the push for a return in multilateralism seems more an option of the past than an option of the future, let alone the present. The second most obvious option for the EU would be to increase its dependence on the US or, in other words, to push its strategic alliance further. However, but we should realize that this comes at a cost, more specifically two which were not as present before. The first is the increasing unreliability of the US as ally and a seemingly different distribution of costs and benefits for its allies (more costs for the EU, such as military expense, but less benefits on the trade side). The second caveat of a further reliance on the US is the need to align against China in issues of interest to the US. Although such issues are not too different from the complaints raised by the EU on China (market access, reciprocity, excessive role of the State in the economy and a stronger defense of intellectual property rights), the reality is that the US interest will come first in this battle. On the words, the EU could lose its potential preferential access to China because of a stronger alliance with the US. Finally, the third option, namely rebalancing toward China, at least partially, cannot be an option for Europe in the current circumstances because of a very limited access to the Chinese market. However, if China were really to further open up its economy to foreign competition (i.e., offer full market access), this option could become much more favourable. Based on the past experience since China entered WTO, this option seems highly unlikely but worth pursuing. In that context, China's willingness to open up its markets to foreign competition clearly requires market access and reciprocity. While China makes up its mind on whether the above is a real option, the EU has no choice but protect its strategic sectors from China's acquisitions and to safeguard the single market for unfair competition from Chinese SOEs.

REFERENCES

- CHIACCHIO, F. (2018) Trade war: How tensions have risen between China, the EU and the US, Bruegel.
DEMERTZIS, M. (2018) The EU should not sing to Trump's tune on trade, Bruegel.



- EUROPEAN PARLIAMENT BRIEFING (2016) ‘State-owned Enterprise (SOE) Reforms in China: A Decisive Role for the Market at Last?’ EPRS Briefing.
- GARCÍA-HERRERO, A. and XU, J. (2017), How to handle state-owned enterprises in EU-China investment talks.
- GARCÍA-HERRERO, A. (2018a) What Are the Targets in the US-China Trade War, Bruegel.
- GARCÍA-HERRERO, A. (2018b) US-China trade war: What’s in it for Europe, Bruegel.
- GARCÍA-HERRERO, A. (2018c) US Tariffs Aim to Contain China’s Technological Rise, Bruegel.
- GARCÍA-HERRERO, A. (2018d) Global markets’ tepid reaction to China’s new opening, Bruegel.
- GARCÍA-HERRERO, A. and XU, J. (2018) Why this round of U.S. protectionism is different, Bruegel.
- JEAN, S., MARTIN, P., and SAPIR, A. (2018) International trade under attack: what strategy for Europe, Bruegel.
- US-China Economic and Security Review Commission (2016) ‘Policy Considerations for Negotiating a US-China Bilateral Investment Treaty’, Staff Research Report.
- WOLFF G. (2018) How could Europe benefit from the US-China trade war, Bruegel.



4. ITALY'S 2019 FISCAL BUDGET: A DOUBLE CHALLENGE

FRANCESCO PAPADIA AND INÊS GONÇALVES RAPOSO

4.1. INTRODUCTION

Italy's 2019 fiscal budget raises a double challenge, one for the European Union and one for Italy.

The former is of an institutional nature, the latter of an economic nature. In this chapter, we analyse these two challenges. When looking at the latter, in order to assess the potential macroeconomic impact of the Italian budget, we focus on the effects of a fiscal expansion on the cost and availability of funding for the private sector, in particular non-financial corporations.

4.2. AN INSTITUTIONAL CHALLENGE FOR THE EUROPEAN COMMISSION

The institutional challenge for the Commission concerns the future of the framework for the steering of the fiscal policies of the Member States. This framework started with the Stability and Growth Pact (SGP) and has developed over the years into a multi-component machinery.

The EU fiscal framework has been criticised on three different grounds. One first line of criticism is that it is much too complex and is a vain attempt to cover all possible configurations of events with rules, instead of establishing the criteria and principles of a structured discretion (as prevails in national settings)¹. A second line of criticism is that

¹ For instance, Darvas et al. (2018) argue that reforming the complex European fiscal rules should be a priority in the reform of the euro area and propose a simple new rule based on non-



the EU's fiscal framework is intrinsically unable to calibrate an appropriate fiscal policy for the entire euro area consistent with the economic cycle. This led, for example, to the strongly pro-cyclical fiscal tightening during the recession years 2011–2013. A third line of criticism is that the framework lacks effectiveness, in the sense that it does not provide real constraints to the pursuit of overly lax national fiscal policies. This last point is only partly valid: an admittedly bland test of effectiveness, namely whether the framework made any difference at all, should conclude that fiscal policies would have been less prudent without the framework: the EU fiscal machinery is neither perfectly effective nor completely ineffective against overly lax policies.

This partial effectiveness of the EU fiscal machinery is now being challenged by the Italian budget. After Italy has exhausted, with previous governments, all possible margins of flexibility built into the framework², the new government has bluntly said that it is not willing to respect the EU rules, which Italy has freely accepted and translated into national constitutional norms. In line with this attitude, the government presented to the Commission in mid-October a fiscal budget that does not even pretend to be consistent with the European fiscal framework. The Commission then asked to change the fiscal plan so as to make it consistent with the EU rules, but the Italian government has resent practically the same plan, with very minor modifications, again challenging the Commission and indeed the entire common fiscal set-up.

The European Commission and the Council are confronted with a hard choice: either to let Italy do as it pleases, and undermine the credibility of the framework in constraining overly lax fiscal policies, or to use all available tools to maintain whatever effectiveness the framework has established so far. The latter option would imply entering into a struggle with the government of a large EU country with a strong electoral backing, at a time when the important European Parliament election is looming. However, the former course of action is not really possible: the Commission, as guardian of the Treaty, cannot condone such a blatant break of the rules. The Commission is trying to keep the lines of communication open with the Italian government and to convince it that the Italian budget is not only not compliant with the EU rules but also bad for the Italian economy. Indeed, the Commission's caution is justified by its desire not to fuel market panic with excessive reactions. Still, the Commission, in the end, has to hold its ground and have recourse to all available options to bring Italian fiscal policy back within the common fiscal rules. This course of action is reinforced by two important factors: first, the Commission enjoys the support of all other EU governments in its firm stand; second, the Commission regards the fiscal deficit and

inal expenditure growth, long-term nominal income and the country's debt levels. See also the Franco-German proposal arguing for the reform of fiscal rules «to make them less pro-cyclical, increase national 'ownership', and make them easier to enforce» (Benassy-Quéré et al. 2018).

² A registry of former procedures in the context of SGP is available in https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/eu-economic-governance-monitoring-prevention-correction/stability-and-growth-pact/corrective-arm-excessive-deficit-procedure/closed-excessive-deficit-procedures/italy_en



growth assumptions of the Italian government as too optimistic, so much so that the deviation of Italian fiscal policy in terms of deficit looks even graver than in the Italian government plan, getting close to 3.0% in 2019 and surpassing this level in 2020. Broadly, the Commission forecasts are similar to those of the International Monetary Fund, which also sees growth slower and the deficit higher than in the plans of the Italian government³.

The options open to the Commission to deal with the Italian budget have been detailed by e.g. Claeyes and Mathieu–Collin⁴. Basically the choice is between using the tools within the preventive arm of the Growth and Stability Pact or instead moving to the corrective arm and launch an Excessive Deficit Procedure. The main difference between the two options is in terms of calendar: a Significant Deviation Procedure, within the preventive arm, can be launched only after the budget is implemented, while an Excessive Deficit Procedure can be started three months after the submission of the budget. .

According to the preventive arm of the Growth and Stability Pact, Member States' should have their so-called structural fiscal balance, i.e. the fiscal balance adjusted for the economic cycle, converging towards a country-specific medium-term budgetary objective (MTO). This MTO is 0% in the case of Italy and, like other member-states, Italy should improve its structural balance in order to meet this objective. Both the MTO and the rate at which countries should converge to it are recommended by the Commission, based on the country's debt level and macroeconomic adjustment. In 2019, Italy should adjust its structural balance by 0.6% of GDP. Given that the Italian budget does not respect the MTO, the Commission could issue first a warning and then a recommendation that, if not heeded, would lead to an interest bearing deposit equal to 0.2% of Italian GDP, i.e. around 3.5 billion euro, unless a qualified majority in the Council would decide otherwise. Given the isolation of the Italian government in the Council, this looks extremely unlikely.

The Commission could also have recourse to the corrective part of the Growth and Stability Pact, and launch an Excessive Deficit Procedure, based on the fact that the Italian Debt to GDP ratio does not come down as required by the Growth and Stability Pact, according to which the ratio should decrease, on average over 3 years, by 1/20 of the difference between the actual and the 60% level. At the end of the process, Italy would be again subject to a non-interest bearing deposit and a fine up to 0.5% of GDP.

In both cases Italy would be the first country to be financially penalized because of the deviation of its fiscal policy from the common rules.

The game between the Italian Government and the Commission looks like the proverbial chicken game in which two drivers, wanting to show their bravery, drive their cars one against the other, the one blinking first being the «chicken». The other wins the game. The critical question about Italy and the Commission is who will blink first.

No definitive answer can be given to this question, but there can be partial enlight-

³ The IMF predicts a GDP growth for 2018 of 1.2%, 1% for 2019 and 0.9% for 2020.

⁴ Claeyes and Mathieu–Collin (2018).



enment from two factors: first, the experience of Greece; second, the relative strength of the two players.

How the Greek saga ended is well known, the Greek government went to the brink of exiting from the euro and, at the last moment, also taking into account that opinion polls indicated that there was a majority of the population in favour of maintaining the euro, changed policy and accepted the cure imposed by the troika. Whether the cure was the best one is debatable, but this is another story.

The considerations about the relative strength of the Italian government and the Commission are more complex. A first parameter here is the size of the Italian economy relative to the size of the remaining 18 members of the euro area. At around 1/5 this gives a first rough indication of the damage that Italian developments can cause to the two players: Italy would suffer 5 times the damage to the rest of the euro-area. The very limited contagion so far from Italy to other peripheral countries is consistent with this indication. A second consideration is about the economic sense of the Italian plan as opposed to the logic underlying the Commission position: if, contrary to the Commission expectation, the Italian budget would have a significantly positive growth effect, the Italian position would be strengthened. The opposite, of course, would occur if the Italian plan would prove ineffective or even damaging. The evidence collected in the second part of this article goes in this latter direction. The third consideration is about the political support enjoyed by the two players. Here the evidence is mixed. On the one hand, the Commission has, as mentioned, the support of all other euro-area countries and the benefit of complying, unlike Italy, with the European rules. On the other hand, the two parties supporting the Italian government clearly won the last elections and have currently a very strong support in the country. Two facts qualify, but do not offset, this last point: first, the two coalition parties are very different and their agreement could prove fragile in the medium run; second if the government action would end up threatening the participation of Italy to the EU and to the euro, public opinion could turn up against the government and the parties supporting it⁵.

Overall the considerations developed above lead to conclude that the two players in the chicken game have different strengths and that the Commission has a better hand than the Italian government. Still, concluding from this asymmetry that necessarily it will be the Italian government that will blink first is not warranted.

What is developing into an Italian saga, reminiscent of the Greek saga, is the most serious test to which the euro-area fiscal framework has been put so far, even more serious than the one through which it went in 2003 when France and Germany objected being constrained by it. As mentioned above, the Commission has no real alternative to implement the framework as it is, but the question arises whether a different framework would have avoided the clash between Italy and the Commission.

⁵ On the latest Flash Eurobarometer (October 2018, 473), twice as many Italian respondents (57%) think that «having the euro is a good thing», compared to those who think it is a «bad thing» (30%).



This question does not lend itself to an easy answer. If the euro–area fiscal framework was loose enough, the Italian government would have no reason to deviate from it. But for the fiscal framework not to be constraining for the current Italian government it should be based on a macroeconomic model in which fiscal deficits and growth have a bi–univocal relationship: fiscal deficits bring growth in all possible circumstances and growth always requires fiscal deficits. This is of course not the macroeconomic model underlying the euro–area fiscal rules and the last section of this chapter just argues against the plausibility of such a model, which surely does not, in particular, apply to current Italian circumstances.

An indirect, and less certain, link can, however, be found between the euro–area fiscal framework and the Italian insurrection against it. If, over the years, the euro area fiscal deficit had been more capable of promoting appropriate countercyclical policies, maybe we would not see today's Italian refusal to comply with it. The fact, recalled above, that in the triennium 2011–2013, when the euro area was in a grave recession, the aggregate fiscal policy was seriously pro–cyclical⁶ may have impacted the credibility of the framework, aggravated the recession and fed the hostility towards Europe of a large minority of the Italian electorate. Whether this is indeed the case is very difficult to prove, but has a certain degree of plausibility.

4.3. AN ECONOMIC CHALLENGE FOR ITALY

The challenge for Italy mentioned at the beginning of this chapter centres on the effects the budget will have on the economy. The critical variable here is growth: will the budget sustainably improve growth or not? The government has presented growth prospects for 2019, 2020 and 2021⁷ that have been considered optimistic by the Italian Parliamentary budget office, by Moody's rating agency, and by the Banca d'Italia, in addition to the European Commission and the International Monetary Fund, as mentioned above.

If the government's optimistic projections were fulfilled, two significant positive developments would take place. First, the sustainability of Italian public debt would be put on safer ground. Second, the limited employment improvements achieved so far would consolidate and further progress. Both improvements are badly needed.

Debt sustainability assessments mostly conclude that Italian debt is sustainable,⁸ but this conclusion is tempered by a margin of uncertainty: it is sufficient for limited, unfavourable changes in the critical variables (real growth, inflation, the primary surplus and interest rates) to bring the debt–to–GDP ratio onto an unsustainable path. Doubts about

⁶ See for example F. Papadia, *Mistakes*, Presentation at the Turku European Forum, in <http://moneymatters-monetarypolicy.eu/portfolio/conferences/>

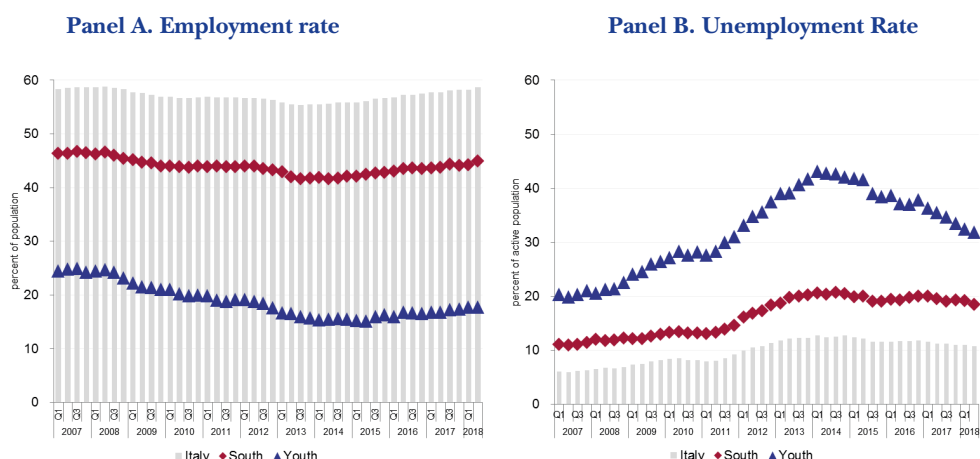
⁷ Namely, the government's draft budget foresees a real GDP growth of 1.5 % in 2019, 1.6% in 2020 and 1.4% in 2021.

⁸ Papadia (2017).

the sustainability of Italian debt will be avoided only if the positive growth effects of the fiscal expansion would offset the negative mechanical impact on the primary surplus.

As regards employment, the situation in Italy has improved over the last four years but remains totally unsatisfactory – not only because of the excessively high level of average national unemployment but also because of the pronounced dualist situation, with the South of the country and the young population suffering disproportionately from low employment (Figure 1). Of course, the bad employment situation is consistent with the persistently bad growth experience, which is the fundamental weakness of the Italian economy.

FIGURE 1. EMPLOYMENT AND UNEMPLOYMENT IN ITALY



Source: IStat.

In conclusion, growth is both something Italy desperately needs and something that is promised by the Italian budget. The fundamental question is whether this promise is credible.

One simple, indeed simplistic, way to frame the question is: what would be the fiscal multiplier? In other words, by how much would GDP grow for a 1% increase of the fiscal deficit? The «multiplier approach» is simplistic as far as it conveys the idea that there is a constant relationship between fiscal expansion and growth that can be estimated once and for all. Instead the list of factors affecting the fiscal multiplier at any given point in time is long, depending on the degree of openness of the economy, as well as whether the economy is in a fixed or variable foreign–exchange regime, whether the country is at the lower bound for interest rates, and whether the fiscal change is enacted through changes in taxes or expenses.

Another light under which one can analyse the effects of the proposed budget is the effect of a fiscal expansion on interest rates and therefore on the cost of funding for the private sector. Our remaining analysis concentrates on this effect. The experience of Italy



and Spain during the Great Recession is particularly interesting in this respect. While the effect of fiscal expansion on interest rates is only one part of the story and no attempt is made here to estimate a plausible value for the fiscal multiplier in current Italian conditions, the expert knowledge of the authors of this note leads them to think that the multiplier will be very low⁹. An econometric estimate of this assessment would indeed be useful to check its validity.

A first approach to the question of the effect of a fiscal expansion on interest rates, and consequently on the funding of the private sector and finally on economic activity, is given by the so-called 'crowding-out' hypothesis. This was developed as a monetarist line of attack against the Keynesian view of using the public budget in a countercyclical mode, to deal with deficits in aggregate demand. The idea behind crowding-out is that fiscal easing increases the interest rate and this can make funding for the private sector more expensive, thus compensating the direct, mechanical effect of more public demand.

There is, however, a less ideological, and subtler, version of the same idea that fiscal expansion can, under certain conditions, see its mechanical effects on aggregate demand more or less compensated by an increase of interest rates and thus higher cost of funding for the private sector.

This more convincing crowding-out effect recognises that the effect on interest rates – and thus on private aggregate demand, for investment more than for consumption – depends on the conditions in which fiscal easing takes place. The effect will be small, or even zero, when a country is in recession; it would be much more important when growth is at potential, or beyond, and fiscal expansion is accompanied by negative confidence effects on the sustainability of debt, which may lead to a disproportionate impact on interest rates.

While confidence effects can be caused by a fiscal expansion that could lead debt onto an unsustainable trajectory, they can also come about without a fiscal expansion. Anything affecting the confidence of the investor about the safety of her/his investment can lead to higher interest rates.

Three particular cases are relevant in this respect. All of them are especially important when a country has a high debt-to-GDP ratio.

Firstly, a deterioration of growth prospects or a permanent increase in the real rate of interest can generate doubts about the sustainability of debt. This could lead to sharply higher yields, as lenders would need to be compensated for the higher risk of their lending.

Second, the shift from a «good» to a «bad» equilibrium can raise interest rates as the debt situation that was sustainable with lower interest rates could become unsustainable, because of the increase of the cost of debt brought about by the shift from one equilibrium to the other. This is far from being just a theoretical case. Indeed, what happened in

⁹ Blanchard and Zettelmeyer (2018) reach the same conclusion, indeed they even conclude that the multiplier could be negative.



the euro-area with the Great Recession conforms quite well to a shift from a «good» to a «bad» equilibrium¹⁰. The revelation that Greek fiscal deficits were not correctly reported led market participants to review their expectations about the debt sustainability of the peripheral countries that had put themselves in a vulnerable situation, either because of unbalanced fiscal conditions, i.e. too high a debt-to-GDP ratio like Italy and Portugal, or because of excessive private debt (most of which was accounted for by unsound real estate investment, funded by imprudent banks not sufficiently reined in by their supervisors) like Ireland and Spain.

Third, in the specific euro-area framework, any doubt that lenders might have about the borrowing country's continued participation in the euro-area would engender fears about being repaid in a devalued, reinstated national currency instead of the euro, and in turn generate negative confidence effects that would raise interest rates. Higher interest rates would, then, be transmitted to the cost of funding of the private sector, with the inevitable restrictive effect on aggregate demand, especially investment.

The phenomena described so far find quite precise correspondence in actual economic developments in Italy, as is shown in what follows. This is also the case because the ambiguous attitude of the Italian government about the continued participation of Italy in the euro area has largely contributed to the increased yield on Italian government securities.¹¹

Figure 2 illustrates the first link in the chain of events that leads to recessionary effects from an increase of the interest rate on government securities. The figure shows that, since the launch of the euro at the end of the 1990s and until the beginning of the Great Recession (dated either to August 2007 or September 2008), there was practically no difference between the yield on German, Italian, French and Spanish government securities on one hand, and the so-called rate on OIS (Overnight Index Swap) contract on the other hand. The latter is the best indication of market assessment and expectations about central bank policy: basically, an increase of the OIS rate denotes monetary tightening and a decrease has the inverse meaning. This rate can usefully be denominated as monetary policy rate.

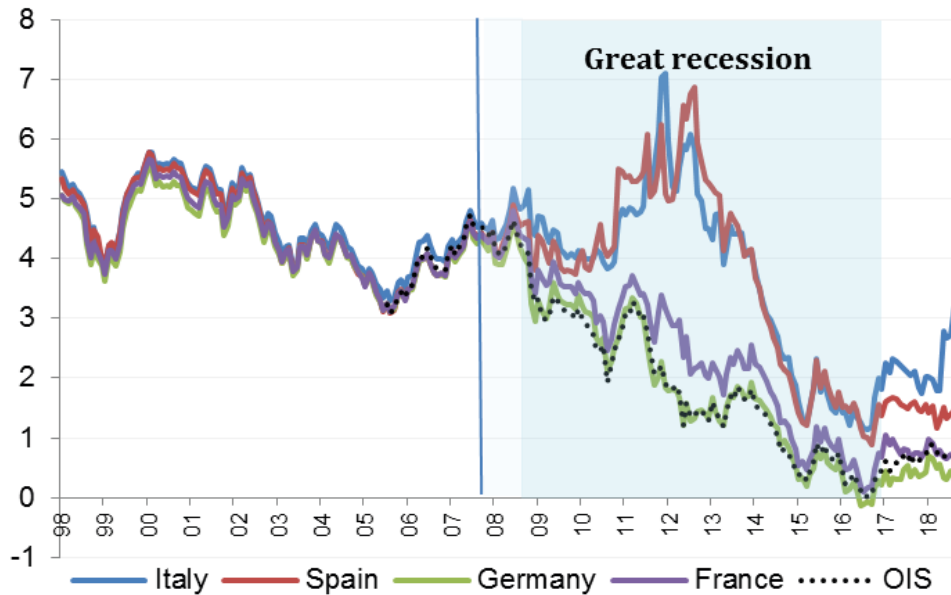
With the onset of the Great Recession in 2008, rates on Italian and Spanish securities increased just at the time when the ECB was easing monetary policy (as indicated by the OIS rate). Confidence effects were at work, making interest rates in the two largest peripheral countries deviate from the monetary policy rate. German and, to a lesser extent, French rates instead continued following the monetary policy rate. The phenomenon gradually lessened over the years and Spanish and Italian yields reached their lowest level in the summer of 2016, getting close to the monetary policy rate. Subsequently there was an increase for the two peripheral countries, much sharper for Italy, especially since the March 2018 elections.

¹⁰ Papadia and Välimäki 2018, *Central Banking in Turbulent Times*, Oxford University Press.

¹¹ Gros, D (2018), Italian risk spreads: fiscal versus redenomination risk, Vox EU, 29 August 2018, available at <https://voxeu.org/article/italian-risk-spreads-fiscal-versus-redenomination-risk>



FIGURE 2. YIELDS ON SELECTED EURO-AREA COUNTRIES TEN-YEAR GOVERNMENT BONDS AND TEN-YEAR OIS RATE (1998–2018)



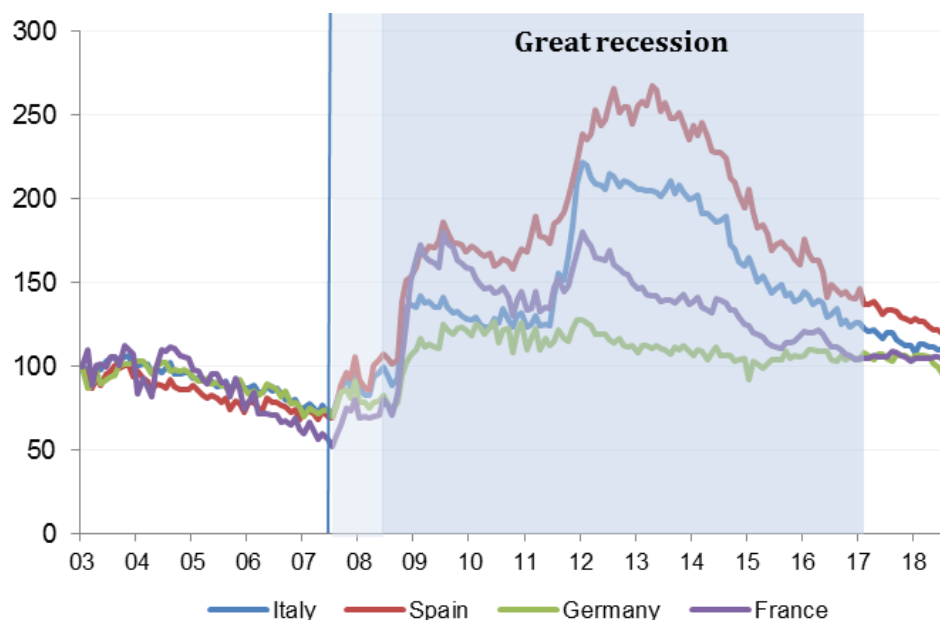
Source: Bloomberg.

The interest rate on government securities has a special role in an economic system: because of its ability to raise taxes, normally the government is the most credible borrower in each jurisdiction.

This means that the interest rate on government securities is the floor for the entire structure of interest rates in a country: if the government has to pay X on its borrowing, any other borrower will have to pay X plus something.

This effect is very visible in the cost of bank loans reported in Figure 3, which increased dramatically in the peripheral countries during the Great Recession, being pulled up by the increased yield on government securities. So, while in Germany and France the Great Recession brought about only a limited deviation of the cost of bank lending with respect to the decreasing rate controlled by the central bank (so-called EONIA), the deviation was very large for the two largest peripheral countries, Spain and Italy – particularly in the European phase of the Great Recession, since the beginning of 2011. Again, as the ECB eased monetary conditions, these got tighter in Spain and Italy because of the increased spread.

FIGURE 3. SPREAD BETWEEN INTEREST RATES ON NEW LOANS UP TO EURO 1 MILLION AND EONIA IN SELECTED EURO-AREA COUNTRIES (2003–2018), JAN 2003=100



Source: Authors based on ECB.

The negative effect on the cost of bank loans, caused by higher yields on peripheral countries' debt, was mitigated in the summer of 2012 by the famous statement of «whatever it takes» from ECB president Mario Draghi, and by the introduction of the Outright Monetary Transactions (OMT) programme. Indeed, the spread between bank loan rates and EONIA was gradually reabsorbed and the cost of bank loans relative to EONIA returned closer to levels similar to those prevailing before the crisis, in both core and peripheral countries.

There is another channel through which fiscal conditions can affect the funding of the private sector: the possible influence on the equity base of banks.

Banks have to keep a balance between their capital base and lending: this is required not only by supervisory standards but also by prudent management. Fiscal developments can, under unfavourable circumstances, reduce the capital value of banks, which may be thus induced to reduce the quantity of lending to the private sector and increase its cost.

This is what happened during the Great Recession, particularly in peripheral countries, as can be seen in Figure 4, which reports the yields on Spanish and Italian government securities and the Italian and Spanish bank stock indices.

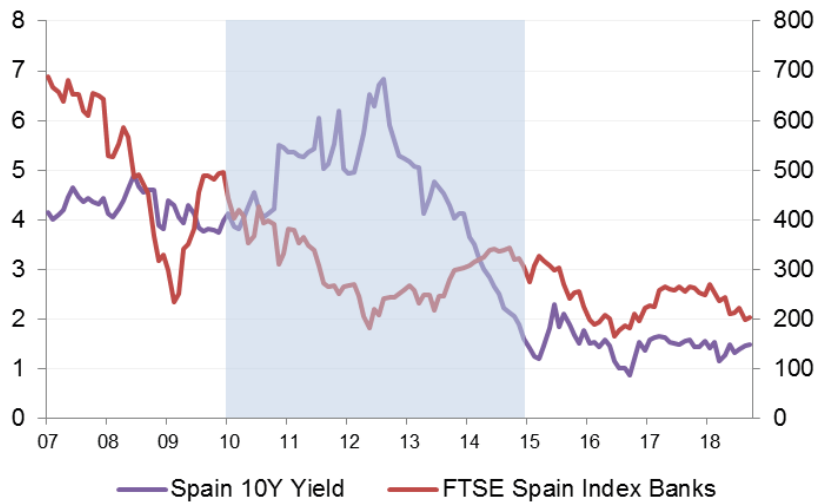
Stock exchange levels depend on many factors, but there is one recent period in which a strong negative correlation appeared between each respective yield's level and the corre-



sponding banks' stock index: the period roughly between the beginning of 2010 and the beginning of 2015, in which first increasing bond yields coincided with decreasing stock evaluations, and then decreasing yields prevailed with higher stock evaluations.

**FIGURE 4. GOVERNMENT SECURITIES YIELD (LHS)
AND BANK STOCK INDICES (RHS)**

Panel 1. Spain



Panel 2. Italy



Source: Bloomberg.



Figure 5 reports the lending to non-financial corporations (NFCs) in the two selected peripheral countries, together with yield developments. The negative correlation between the two variables is clearer in Spain than in Italy, but also in the latter country the very high yield on government securities coincides, after the beginning of 2011, with a very sharp decrease in the amount of loans.

Overall, the evidence is that, as government bond yields in Italy and Spain increased, bank lending became costlier and scarcer, clear symptoms of a negative shift in the supply of bank loans.

**FIGURE 5. BANK LOANS TO DOMESTIC NFCS
AND 10-YEAR GOVERNMENT YIELDS**

Panel 1. Spain



Panel 2. Italy

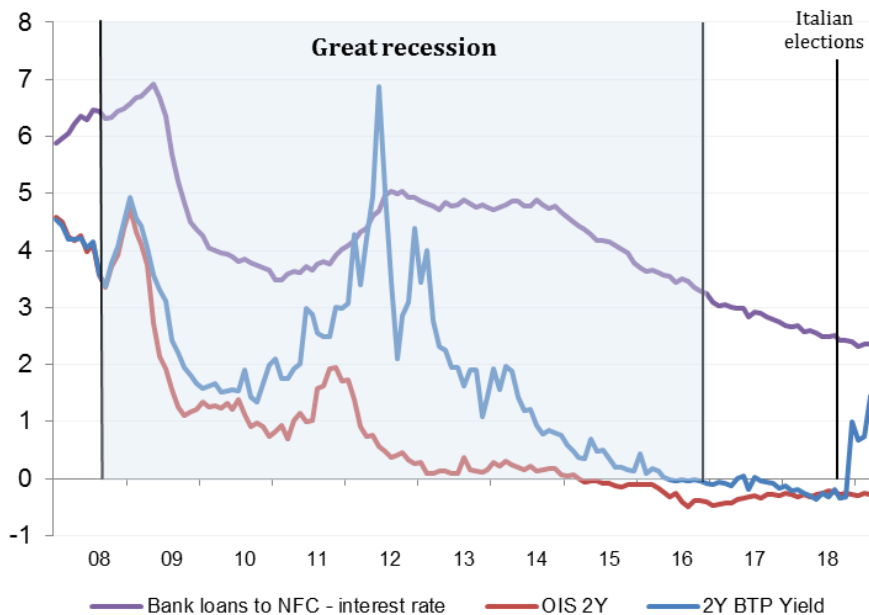


Source: Authors based on ECB, Bloomberg.



The phenomenon of fiscal developments having a negative impact on the funding of the private sector is, unfortunately, now starting to reappear in Italy (Figure 6), where yields on government securities have sharply increased after the March elections. This contrasts with developments in early spring 2018, when the rate on two-year BTP (i.e. Italian government bonds) had moved close to the monetary policy rate, while the cost of bank loans was at its lowest level since the beginning of the Great Recession and still gradually coming down. No effect is visible as yet on the cost of bank loans, due to the lag with which the BTP yield affects it. But it is an easy forecast that the effect will be visible before too long.

FIGURE 6. OIS RATE, BTP YIELD AND THE COST OF BANK LOANS TO DOMESTIC NFCS IN ITALY



Source: Bloomberg, ECB.

While there is no increase in the cost of bank lending as yet, there already seems to be an effect on the banks' overall terms and conditions agreed in loan contracts. In fact, according to the October 2018 ECB Bank Lending Survey, credit terms and conditions for new loans or credit lines in Italy have tightened in the third quarter of 2018.¹²

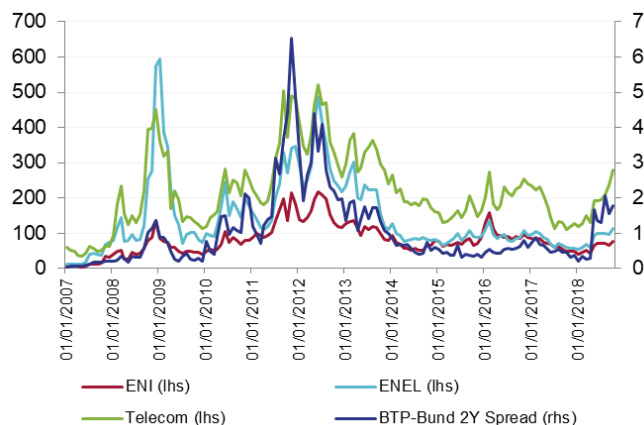
In the same vein, as the financial market reacts more quickly than the banking mar-

¹² https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/bank_lending_survey/html/ecb.blssurvey2018q3.en.html#toc5



ket, we already find the negative consequences of the higher yield on government securities in corporate Credit Default Swaps (CDS). These report the cost of insuring against the failure of a corporation. This cost has been pulled up by the higher spread on Italian government securities, as can be seen from Figure 7.

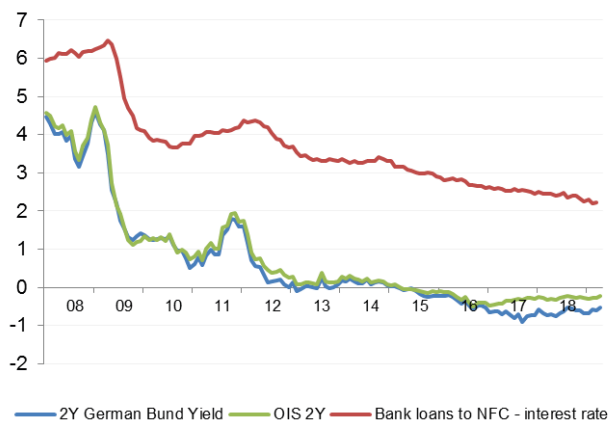
FIGURE 7. CORPORATE CDS OF ENEL, ENI AND TELECOM ITALIA (LHS) AND THE SPREAD ON BTP



Source: Bloomberg.

Of course, no similar effects are appearing in Germany, where Schatz yields are duly following the monetary policy rate and the cost of bank loans continues its gently downward trend, as can be seen in Figure 8.

FIGURE 8. OIS RATE, BUND YIELD AND THE COST OF BANK LOANS IN GERMANY

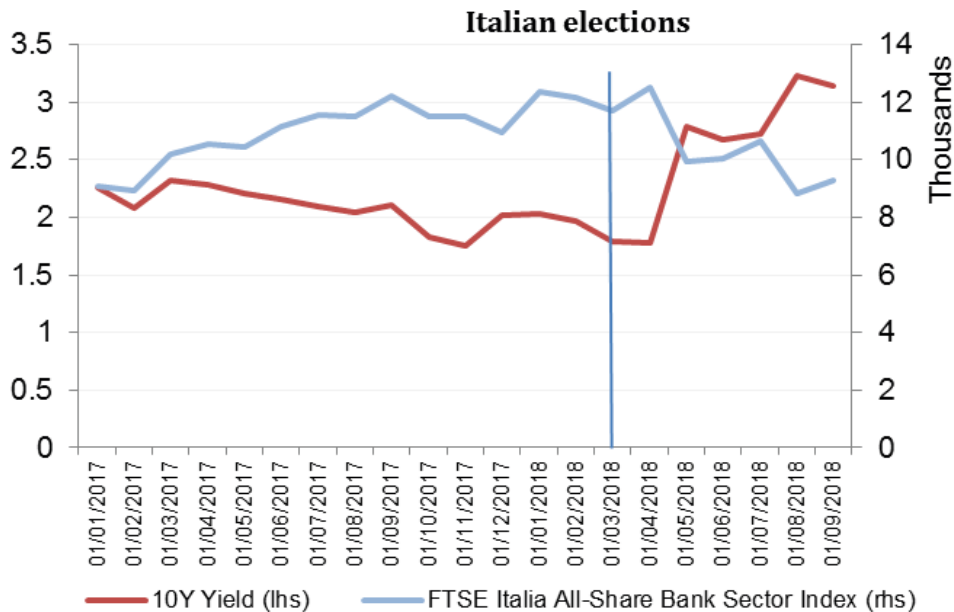


Source: Bloomberg, ECB.



Analogously, the stock index of Italian banks has been hit by the tensions on the market for Italian government bonds. This can be seen in Figure 9, reporting the yield on Italian government securities and the bank stock index in that country, which shows a negative correlation between the two variables over the most recent months.

FIGURE 9. GOVERNMENT YIELDS (LHS) AND BANK STOCK INDEX (RHS)



Source: Bloomberg.

4.4. CONCLUSIONS

The fiscal policy intentions of the new Italian government are creating an institutional challenge for the EU Commission and an economic challenge for Italy.

The EU Commission is forced to choose between a complete loss of effectiveness of the EU fiscal framework to avoid too loose fiscal policies and entering into conflict with a large euro area economy. While the Commission has to use all the tools available to bring Italian policy within the fiscal rules, the Italian government has shown no inclination to move away from its fiscal plans. Looking at the objective situation, the latter seems to be in a weaker position than the former, but this does not necessarily mean that it will change policy any time soon.



While no direct link appears between the Italian refusal to comply with the EU rules, that Italy has voluntarily agreed to, and the specific form of these rules, one can suspect that if, over the years, the EU fiscal framework had been capable of carrying out anti-cyclical policies, or at least had avoided strongly cyclical ones during recessions, one could have avoided the current insurrection of the Italian government against the common fiscal framework.

The economic challenge for Italy is to revive growth through an expansionary fiscal policy. The experience during the Great Recession raises substantial doubts that this is going to happen. In that period there was a clearly visible negative association between the yield on Spanish and Italian government securities and the cost and availability of bank loans in these countries. Thus, while the ECB was easing its monetary policy to fight the recession, monetary conditions got perversely tighter in the two peripheral countries, with clear recessionary consequences.

No such phenomenon was observable in the core of the euro-area, namely in France and, especially, in Germany, where firms could benefit fully from the expansionary monetary policy of the ECB.

Conditions gradually normalised in the euro area and, by the end of 2017, they had surpassed most of the tensions generated during the Great Recession.

Tensions reappeared, however, in Italy in the spring of 2018, with the increased yield on government bonds generated by renewed doubts about debt sustainability and uncertainties over the continued participation of Italy in the euro area. It is to be feared that crowding-out effects will be clearly visible before too long, with bank credit becoming scarcer and more expensive. This will offset, at least partially, any expansionary effect on demand from the fiscal easing planned by the Italian government.

REFERENCES

- BÉNASSY-QUÉRÉ, A., M. BRUNNERMEIER, H. ENDERLEIN, E. FARHI, M. FRATZSCHER, C. FUEST, P.O. GOURINCHAS, P. MARTIN, J. PISANI-FERRY, H. REY, I. SCHNABEL, N. VÉRON, B. DI MAURO and J. ZETTELMEYER (2018), «Reconciling risk sharing with market discipline. A constructive approach to euro area reform», Centre for Economic Policy Research, Policy Insight No. 91, January.
- BLANCHARD, O. and J. ZETTELMEYER (2018), «The Italian Budget: A Case of Contractionary Fiscal Expansion?», Peterson Institute of International Economics, October 25 2018. <https://piie.com/blogs/realtime-economic-issues-watch/italian-budget-case-contractionary-fiscal-expansion>
- CLAEYS, G. and A. MATHIEU-COLLIN (2018), «Italy's new fiscal plans: the options of the European Commission», Bruegel blog post, October 8 2018. <http://bruegel.org/2018/10/italys-new-fiscal-plans-the-options-of-the-european-commission/>
- DARVAS, Z., P. MARTIN and X. RAGOT (2018), «European fiscal rules require a major overhaul», Bruegel Policy Contribution, Issue 18, October.
- GROS, D (2018), «Italian risk spreads: fiscal versus redenomination risk», Vox EU, 29



August 2018. <https://voxeu.org/article/italian-risk-spreads-fiscal-versus-redemption-risk>

PAPADIA, F. (2017), «Can Italy maintain the €? Yes, if it grows, unlike in the last 17 years». Money matters? Perspectives on Monetary Policy. January 17 2017.

PAPADIA, F. and T. VÄLIMÄKI (2018), «Central Banking in Turbulent Times», Oxford University Press, ISBN: 9780198806196

PARTE II
POLÍTICA MONETARIA Y SISTEMA FINANCIERO EN EUROPA



5. EL FIN DE LA POLÍTICA MONETARIA ULTRAEXPANSIVA DEL BCE: BALANCE Y PERSPECTIVAS

**CARLOS GÓMEZ FERNÁNDEZ, MIGUEL FERNÁNDEZ ACEVEDO
Y BLANCA NAVARRO PÉREZ**

Servicio de Estudios. Dirección de Estrategia

Instituto de Crédito Oficial

5.1. INTRODUCCIÓN

La contundente y decidida actuación de los bancos centrales fue clave para reconducir los episodios más graves por los que se pasó durante la reciente crisis financiera y económica. Es innegable el papel central que jugaron los banqueros centrales, con especial mención al caso europeo. La gravedad de algunas de las situaciones vividas exigió desplegar a una institución joven como el BCE, pero con un sólido prestigio ganado a pulso, todas las herramientas a su alcance para apuntalar el proyecto común que es el euro. Y todo ello dentro de un marco de actuación reducido y con un mandato únicamente centrado en el control de la inflación. Tuvo el BCE que explorar los límites de su marco jurídico, creando instrumentos nuevos con la vista puesta en salvaguardar la estabilidad financiera del área euro, como requisito para restaurar el canal de transmisión de la política monetaria y así que toda la acomodación monetaria que estaba implementado llegara a la economía real.

En este trabajo se realiza una revisión de la política del BCE que pretende salirse de los enfoques cronológicos más habituales para reflexionar sobre los instrumentos utilizados, sus fines y sobre el resultado conjunto de estos instrumentos. En efecto, se pretende analizar lo realizado por el BCE en estos años, que, en nuestra opinión, ha supuesto una modificación relevante de los parámetros habituales desde los que se analizaba la política monetaria. Así, como se verá, se ha procedido a una significativa ampliación del cam-



po de acción de la política monetaria, que tras estos años ha incorporado herramientas adicionales a las tradicionales sin perder aquellas.

La estrategia de salida ya está en marcha, y es un buen momento para reflexionar sobre lo diferente que es el BCE hoy frente a lo que era sólo unos años atrás. La retirada de los estímulos plantea retos, que se analizan en este estudio, pero lo cierto es que tras la respuesta a la pasada crisis, la política monetaria ya nunca volverá a ser lo que era. El BCE se ha dotado de una serie de instrumentos que incluso tras su retirada seguirán estando a su disposición para dar cumplimiento a su mandato explícito y al implícito de afianzar la moneda única.

5.2. LA DINÁMICA DE LOS TIPOS DE INTERÉS OFICIALES

Hasta la llegada de la pasada crisis financiera y económica mundial, el manejo de la política monetaria por parte del BCE se había llevado a través del instrumento típico: variando los tipos de interés oficiales con el objetivo de contener o impulsar el crecimiento de los precios para que las expectativas de inflación se mantuvieran ancladas por debajo, pero cercanas, al 2%, tal y como dispone su mandato.

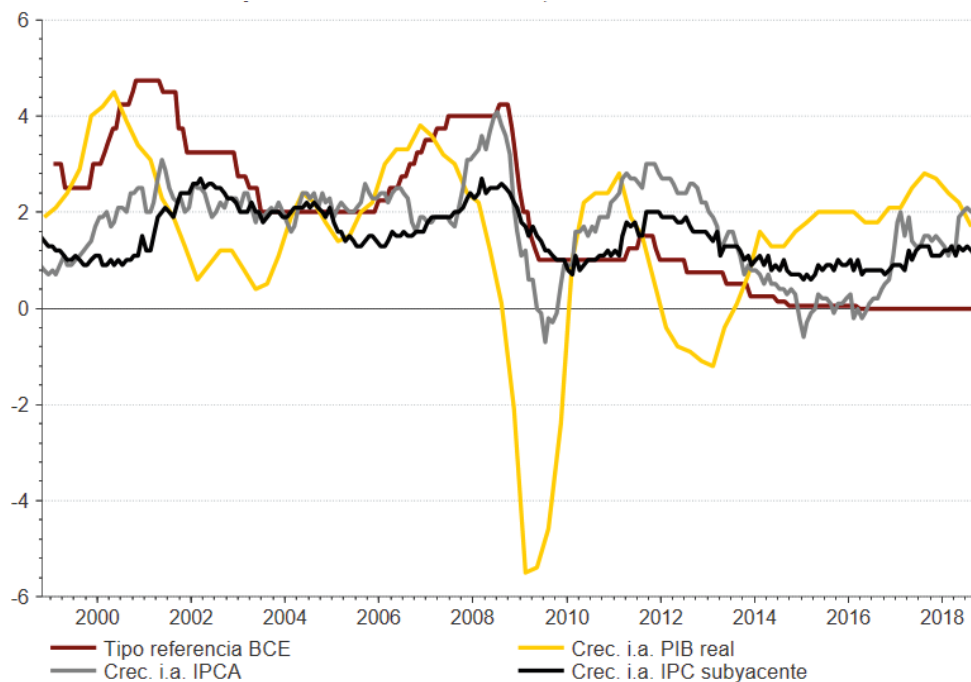
Así, el tipo principal de las operaciones de financiación, cuyo primer valor fue del 3% en 1999 en los inicios del euro, ha fluctuado entre el 4,75% que llegó a alcanzar en el año 2000 y el 0% en el que se encuentra desde marzo de 2016. De manera paralela han ido fijándose los tipos de la facilidad marginal de depósito y de la facilidad marginal de crédito, creándose a partir de la diferencia entre tales tipos el denominado pasillo de tipos, que se ha configurado como una herramienta básica de política monetaria.

El Consejo de Gobierno del BCE, en cada reunión sobre política monetaria, analiza la situación económica y financiera del área del euro y decide el nivel que estima más adecuado de los tipos de referencia para que las expectativas de inflación a medio plazo se aproximen al mencionado 2%. Aunque la trayectoria del BCE es todavía corta, las variaciones en los tipos han ido respondiendo, en términos generales, al ciclo económico: incrementándolos ante fases bajistas y reduciéndolos en las expansiones, no porque la política monetaria tratara de modular el ciclo económico en sí, sino porque las dinámicas inflacionistas estaban acompasadas con las cifras de crecimiento. Sin embargo, en caso de discrepancia ha prevalecido el objetivo de inflación, pues como sabemos es el único mandato al que debe responder el BCE.

En este sentido, aunque la adopción de las decisiones del Consejo de Gobierno conlleva un proceso mucho más complejo y el análisis de multitud de variables más, en el gráfico 1 se puede apreciar cómo el tipo de referencia ha ido respondiendo a las necesidades de cada situación en materia de inflación, siempre siendo conscientes de la información de la que se disponía en cada momento. En este sentido, si se atiende a los últimos dos años, se ha prestado una especial atención a la inflación subyacente y, como se verá posteriormente, a los indicadores sobre perspectivas de inflación, ya que observando únicamente con la variación del IPC general ya se estaría muy cerca del objetivo establecido en el mandato del BCE.



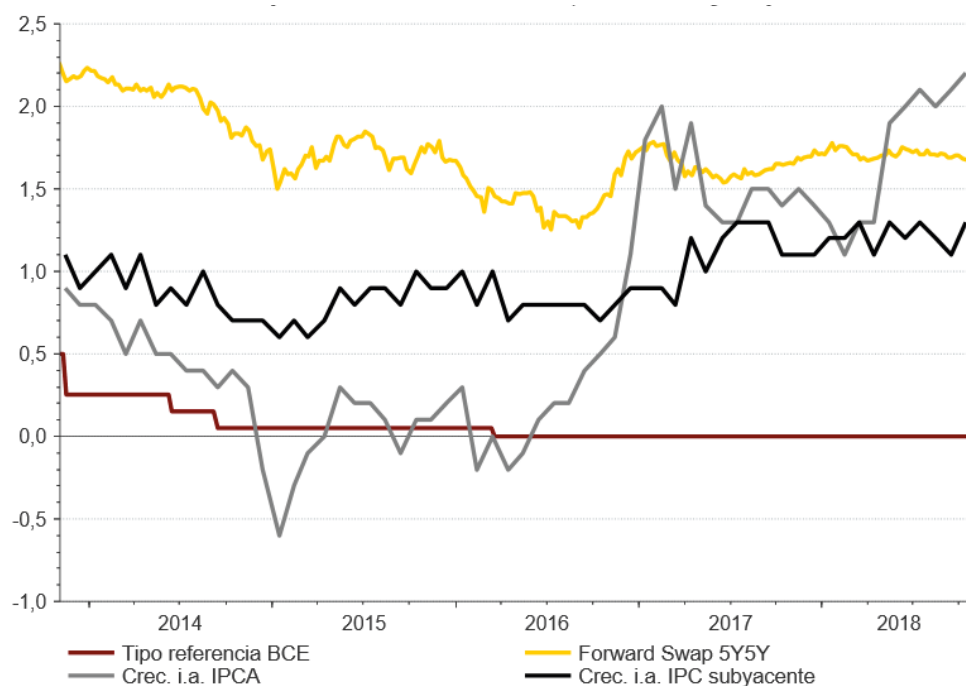
GRÁFICO 1. TIPOS DE REFERENCIA BCE, INFLACIÓN Y EXPECTATIVAS



Fuente: Thomson Reuters Datastream.

Sin entrar a analizar todo el recorrido histórico de los tipos de referencia y los posibles errores o aciertos del pasado, es interesante concentrarse en el año 2015. Aunque el crecimiento económico ya se encontraba en unos niveles que podrían considerarse satisfactorios, la inflación permanecía muy contenida. Y ello a pesar de que los tipos de referencia del BCE ya se encontraban en niveles extremadamente bajos, prácticamente en el cero. Esa baja inflación no era sólo la observada, sino que las expectativas también eran bajistas (ver gráfico 2) y comenzaba a aparecer uno de los «fantasmas» de los bancos centrales, aunque de momento sólo fuera en boca de los analistas: la deflación. Es por ello que el BCE necesitaba relajar todavía más su política monetaria, pero los tipos nominales no tenían recorrido a la baja.

En aquel momento, las estimaciones de la Regla de Taylor sugerían un nivel óptimo del tipo de interés por debajo de la cota inferior efectiva: sin entrar en disquisiciones sobre la trampa de liquidez y su nivel exacto, lo cierto es que el BCE decidió no aplicar un tipo principal para las operaciones de refinanciación negativo, aunque sí lo hizo en la facilidad de depósito, que se situó en los 40 puntos básicos negativos desde marzo de 2016. Así pues, la autoridad monetaria se enfrentaba al reto de salir de una situación de atonía de los precios y, sobre todo, de las expectativas de inflación sin más margen de bajadas de tipos. Para ello, tuvo que crear nuevos instrumentos de política monetaria, las denominadas medidas no convencionales.

GRÁFICO 2. TIPOS DE REFERENCIA BCE, INFLACIÓN Y EXPECTATIVAS


Fuente: Thomson Reuters Datastream

Se amplía así el catálogo de instrumentos de la política monetaria y se hace no de manera circunstancial, sino para siempre. Como el propio Draghi ha afirmado en numerosas ocasiones, estas medidas no convencionales forman ya parte de la «caja de herramientas» a disposición del BCE y seguirán estándolo una vez se hayan retirado para su uso cuando sea necesario en el futuro.

5.3. LA AMPLIACIÓN DEL CATÁLOGO DE INSTRUMENTOS DE POLÍTICA MONETARIA

Los instrumentos «clásicos» de política monetaria son la fijación de los tipos de interés oficiales, el establecimiento de coeficientes de reservas mínimos, la operativa de las facilidades permanentes y la gestión de las operaciones de mercado abierto a determinados plazos. Todos ellos han funcionado desde la creación del BCE, para la efectiva aplicación de la política monetaria de cada momento.

Sin embargo, debido a la excepcionalidad de la situación que vivía la economía europea en el último decenio, el BCE ha ampliado su catálogo de herramientas. Para ello contó con el conocimiento que otorgaba la experiencia de otros bancos centrales como



la Reserva Federal de EE.UU. (Fed) o el Banco de Japón que utilizaron estos instrumentos con anterioridad. Se suele denominar medidas no convencionales a este grupo de instrumentos que ha ido empleando el BCE en los últimos años para hacer frente a los retos que se le presentaban. Como decimos, ha sido el propio Consejo de Gobierno el que ha ido diseñando y moldeando los mismos, contando por supuesto con las experiencias previas de otros bancos centrales, aunque en Europa no existía una regulación explícita previa.

Distinguimos en este trabajo dos tipos de instrumentos: los que tratan de incidir directamente en los tipos de interés de la economía real y los que intentan mejorar el canal de transmisión de la política monetaria, sobre todo a través de la salvaguarda de la estabilidad financiera. No se trata de dos compartimentos estancos sino de una distinción académica a efectos de realizar nuestro análisis. Lo cierto es que en todos los instrumentos que se comentarán a continuación están presentes ambas funciones: la delimitación se realizará atendiendo a cuál de las dos funciones es la dominante. Con esta distinción nos alejamos del relato cronológico y adoptamos un punto de vista funcional, más útil para comprender cada una de las medidas, la justificación de su adopción y los efectos de su eventual retirada.

5.4. INSTRUMENTOS QUE AFECTAN DIRECTAMENTE A LOS TIPOS DE INTERÉS EN LA ECONOMÍA REAL

Ante la proximidad al límite inferior efectivo de los tipos oficiales, el BCE ha ido adoptando una serie de medidas que trataban de influir en las curvas de tipos de los diferentes mercados para presionarlas a la baja, con el objetivo último de que esas reducciones se trasladaran a familias y empresas en forma de condiciones financieras más favorables.

En primer lugar hay que referirse a la **orientación de expectativas**, que básicamente se configura a través de los mensajes que periódicamente va lanzando el BCE en relación a sus intenciones futuras respecto de los tipos de interés oficiales. Típicamente, se menciona una fecha más o menos concreta antes de la cual el Consejo de Gobierno se compromete, en este caso, a no subir los tipos de interés. La primera vez que se utilizó expresamente fue en julio de 2013, al mencionar que los tipos se mantendrían en los mismos niveles o más bajos por un período prolongado de tiempo. Desde entonces el BCE siempre ha mantenido una orientación a medio plazo sobre sus intenciones respecto de los tipos de interés.

Esto envía una señal a los agentes, que adaptan sus expectativas a este mensaje. En general, los tipos se moverán a la baja ante esta mayor certidumbre en cuanto al período de tipos bajos. A veces se ha discutido sobre la utilidad de esta orientación, pues al final la política monetaria trabaja con una función de reacción en la que entran en juego muchos factores. Aquí la clave es la credibilidad y la disminución de la incertidumbre. Hay que decir que la política de orientación de expectativas ha sido eficaz, precisamente porque la credibilidad del BCE es grande y hasta el momento ha manejado estos men-



sajes de manera perfectamente coherente. Ha eliminado, y aquí entra en juego la disminución de la incertidumbre, la posibilidad de que se produzcan cambios abruptos en la política monetaria, pues las orientaciones se han ido sucediendo de manera coherente. También hay que señalar que las circunstancias no han cambiado de manera lo suficientemente brusca como para que el BCE se enfrentara al dilema de respetar su orientación de expectativas o reaccionar al cambio en las circunstancias. En todo caso, los mensajes del BCE no son incondicionales: se refieren a lo que ocurrirá de mantenerse la senda prevista; de hecho los responsables del BCE siempre se han mostrado preparados para reaccionar ante eventos imprevistos. Ante un hipotético imprevisto que exigiera del BCE un cambio respecto de la senda anteriormente trazada, el BCE se encontraría en una situación de riesgo, ya que si no fuera capaz de justificar adecuadamente su cambio de posición y/o, si tal cambio no fuera comprendido por los agentes económicos, podría producirse una merma en su credibilidad que sin duda dañaría la eficacia de este mecanismo de orientación de expectativas. No obstante, hasta la fecha tal situación no se ha dado, de forma que el BCE ha ido orientando sus políticas con mensajes que, transcurrido el tiempo, se han ido cumpliendo, lo que ha reforzado este mecanismo de orientación de expectativas.

Aunque en principio esta orientación de expectativas se ceñía a las decisiones sobre los tipos oficiales, lo cierto es que también ha sido utilizada para ir dando señales de la duración y volumen del programa de compra de activos. Se trata de una consecuencia lógica de que, como se verá, los instrumentos llamados en principio no convencionales se han convertido ya en un componente más del abanico de herramientas de política monetaria, y como tales, son susceptibles de esta orientación respecto de sus expectativas.

RECUADRO 1 – PALABRA DE DRAGHI

La política de comunicación del BCE ha sido tradicionalmente muy transparente, tratando de anunciar con cierta antelación los eventuales movimientos futuros y son pocos los casos en los que sus decisiones han sorprendido al mercado.

Sin embargo, esta política de comunicación ha ido un paso más allá al comenzar a realizar orientaciones de expectativas específicas sobre futuros movimientos de tipos, tamaño del balance, ritmo de compras, futuras acciones... El Consejo de Gobierno dispone de una nueva herramienta, tremendamente efectiva, que lanza mensajes a los mercados y que son interpretados de manera rápida por estos. La credibilidad es la base en la que se sustenta este sistema. Repasemos algunas de las frases que más impacto han tenido.

Un problema al que se enfrenta esta nueva herramienta es su eventual retirada. El BCE, en un contexto general que induce hacia una normalización de sus políticas, más aun teniendo en cuenta que a lo largo de 2019 contará con un nuevo Presidente, pudiera tener la tentación de ser menos previsible en aras de ganar margen de actuación. Dado que hasta ahora el BCE ha adoptado una política de comunicación muy clara respecto de sus intenciones futuras, pudiera quedar cautivo de esa previsibilidad, pues en el momento en que dejara de lanzar estos mensajes eso ya sería interpretado como un mensaje en sí mismo. A modo de ejemplo, los efectos de una menor orientación de

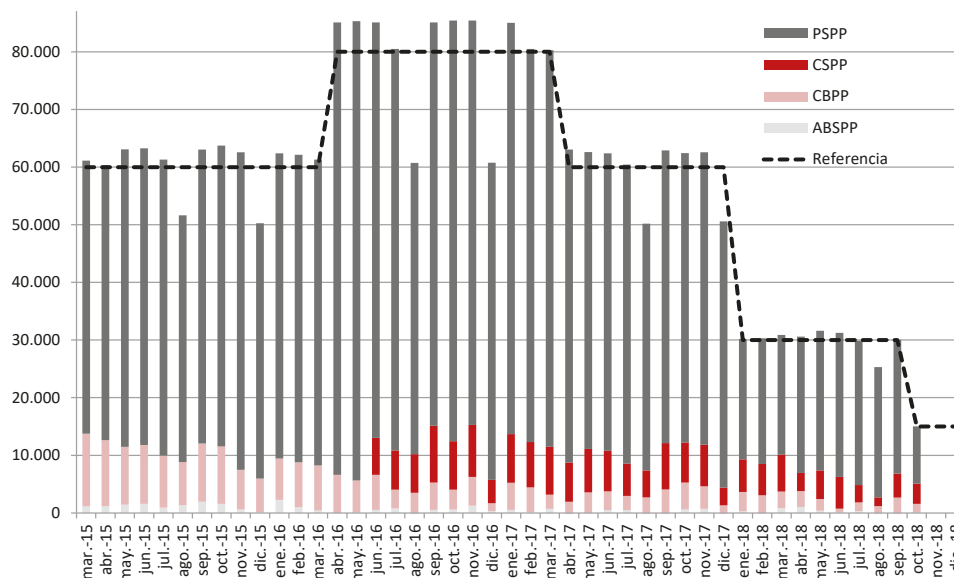


expectativas podrían provocar una mayor volatilidad en los mercados de deuda, si bien moderada en todo caso, teniendo en cuenta el gran peso que durante mucho tiempo mantendrá el BCE como tenedor de deuda dentro de la Zona Euro (ZE).

La segunda categoría de medidas que tratan de influir directamente sobre las curvas de tipos en los mercados son las **compras de activos** realizadas en el marco del Programa de Compra de Activos. Bajo este paraguas se engloban las compras de cuatro tipos de activos: activos del sector público (Public Sector Purchase Programme –PSPP–), cédulas hipotecarias (Covered Bond Purchase Programme –CBPP3–), titulizaciones (–Asset-Backed Securities Purchase Programme –ABSPP–) y deuda privada no financiera (Corporate Sector Purchase Programme –CSPP–).

Bajo estos programas, el BCE ha inyectado directamente en la economía de la ZE un volumen mensual medio que comenzó siendo de 60.000 millones desde marzo de 2015, pasó a 80.000 entre abril de 2016 y marzo de 2017, para volver a 60.000 hasta diciembre de 2017, momento a partir del cual se redujo hasta 30.000, que se han convertido en 15.000 en el último trimestre de 2018, de forma que en diciembre de 2018 acaben las compras de nuevos títulos, que no las reinversiones de los importes que vayan venciendo, que se han realizado durante todo este período al margen de las cuantías antes indicadas y se seguirán realizando con posterioridad al fin de las nuevas compras durante un período de tiempo aún por determinar.

**GRÁFICO 3. PROGRAMA DE COMPRAS DE ACTIVOS:
VOLUMEN MENSUAL (MILL. €)**



Fuente: BCE.



Estas compras mensuales, unidas a las reinversiones de los vencimientos, harán que el BCE concluya 2018 con una cartera de más de 2,5 billones de euros en las diferentes modalidades de activos. Esto supone en torno al 23% del PIB nominal de la ZE, lo que unido al resto del balance hace que el BCE haya alcanzado un activo total que supone un 40% del PIB de la ZE (la Fed alcanzó un máximo de un 25% en su momento de mayor balance y a finales de 2018 se acerca ya a un nivel del 20% del PIB de EE.UU., mientras que el Banco de Japón se acerca a finales de 2018 a un balance total cercano al 100% del PIB nipón).

El mayor volumen de compras se concentra en los activos del sector público. Como es sabido, las compras se realizan siguiendo la clave de capital¹ de cada país de la ZE en el BCE, con lo que se trata de asegurar neutralidad en las compras. También se actúa sobre diferentes plazos, en función de la disponibilidad de papel en las distintas jurisdicciones.

Como se ha comentado anteriormente, la estrategia de orientar las expectativas también ha sido utilizada para ir dando referencias sobre los volúmenes y los horizontes temporales de las compras. En este sentido, la estrategia de salida ha sido anticipada de manera clara, concretando casi milimétricamente el ritmo de reducción de las compras y su fin en diciembre de 2018. Aunque las reinversiones continúen después de esa fecha, lo cierto es que nos encontramos ya en el inicio de la fase de salida del momento más expansivo de la política monetaria. La gestión de esta nueva etapa es probablemente el mayor reto al que se enfrenta la autoridad monetaria, tal y como se comentará más adelante.

Sin entrar en los detalles técnicos del programa de compras, lo cierto es que ha cumplido con los objetivos de ampliar el grado de acomodación monetaria en un entorno de tipos cero. Tanto los mercados en los que ha intervenido el programa como el resto de mercados adyacentes han visto reducidas sus rentabilidades lo que se ha ido trasladando hacia las familias y empresas.

Como muestra, las contestaciones a las preguntas específicas que se han incluido en las últimas oleadas de la Encuesta de Préstamos Bancarios que elabora el BCE en colaboración con los bancos centrales nacionales: en la encuesta de abril de 2018 y en la de octubre de 2018 las entidades mostraron una ligera relajación de las condiciones de concesión de crédito debido al programa de compras tanto en familias como en

¹ La clave de capital alude al % del capital total del BCE suscrito por cada uno de los bancos centrales nacionales de los Estados miembros de la UE (nótese que participan en el BCE todos los bancos centrales de la UE, no sólo de la ZE, de hecho las participaciones de todos los bancos centrales de la ZE suman un 70,3915% del total, quedando el resto en poder de bancos centrales de Estados miembros de la UE pero no de la ZE). La participación concreta de cada banco central se calcula utilizando una clave que refleja la participación de los respectivos países en la población y en el PIB de la UE, teniendo ambos factores igual peso a efectos de cálculo. El BCE ajusta las participaciones cuando se produce una modificación de los estados miembros de la UE y cada cinco años aunque no haya alteraciones en los países miembros. Según datos de la página web del BCE, el capital desembolsado total asciende a 10.825.007.069,61 euros de los que, a modo de ejemplo, el Deutsche Bundesbank (Alemania) es el banco central con una mayor participación (17,9973%) mientras que el Central Bank of Malta es el que tiene un % menor (0,0648%); el Banco de España cuenta con un 8,8409%. Esta participación de cada jurisdicción ha sido utilizada y lo sigue siendo como criterio de distribución de las compras de activos por parte del BCE.



empresas. Más intenso fue el impacto en los términos y condiciones (principalmente márgenes) aplicados a los créditos concedidos, sobre todo a las empresas. Respecto de los volúmenes de crédito, también se observa un impacto claramente positivo en todas las categorías de préstamos. Por lo tanto, a través de los bancos, la economía real ha recibido una mejora de las condiciones financieras, que era el objetivo del Banco Central, pues el programa continuó favoreciendo, en todos los segmentos, una relajación de las condiciones crediticias y un aumento del volumen de los préstamos concedidos, efectos que habrían sido más acusados en España que en la ZE.

Y no sólo a través de los bancos. Hay evidencia disponible también para afirmar que las empresas han mejorado sus condiciones financieras por el impacto del programa de compras de deuda corporativa. A pesar de que este programa no es cuantitativamente el más grande, el estudio de De Santis, Geis, Juskaita y Vaz Cruz (2018) para Europa y el de Arce, Ó., Gimeno, R., & Mayordomo, S. (2018) para España muestran cómo se ha producido una relajación de las condiciones de financiación de las sociedades no financieras, menores diferenciales en los bonos corporativos y una mejora en los mercados primarios de renta fija, además de en los préstamos bancarios para entidades que no tienen acceso a los mercados de capitales.

Por lo tanto, el programa de compras habría conseguido su objetivo de acomodar todavía más la política monetaria. Por el camino, también ha apoyado las finanzas públicas de los gobiernos, que han visto reducidos sus costes financieros, lo que ha ayudado en los procesos de consolidación fiscal de gran número de países. Para el sector bancario, aunque este entorno tan prolongado de tipos tan bajos puede acarrear problemas como se comentará más adelante, lo cierto es que el impacto del programa de compras les ha permitido aligerar su cartera de deuda pública, obteniendo ganancias al subir los precios y obtener mejor y más barata financiación directamente a través de las cédulas hipotecarias y titulizaciones e indirectamente a través del resto de instrumentos, por lo que el efecto del programa de compras en sí mismo cuanto menos no ha perjudicado a las entidades financieras.

5.5. INSTRUMENTOS QUE TRATAN DE SALVAGUARDAR LA ESTABILIDAD FINANCIERA, PARA MEJORAR EL CANAL DE TRANSMISIÓN

Aunque cronológicamente estas medidas se comenzaron a adoptar desde el primer momento de respuesta a la crisis por parte del BCE, las analizamos en segundo lugar porque tienen una función subordinada a las anteriores. Las medidas que comentaremos a continuación no inciden de manera directa en los tipos de interés a los que se enfrentan familias y empresas, sino que se sitúan un paso por detrás, tratando de restaurar el canal de transmisión de la política monetaria, seriamente dañado en el momento inicial de estas políticas no convencionales. En efecto, el BCE fue consciente desde un primer momento de que las bajadas de tipos no se estaban trasladando a la economía real de manera homogénea en el área del euro. La intensa fragmentación financiera que alcanzó su nivel máximo en 2012 llegó a poner en entredicho la propia existencia de la moneda única.



La dinámica perversa de retroalimentación mutua en la que habían entrado el riesgo soberano y el riesgo bancario en los países de la periferia exigía actuar para que la política monetaria fuera efectiva y sus efectos se diseminaran por todo el territorio euro. Para ello era necesario restaurar la confianza y salvaguardar la estabilidad financiera.

Como es sabido, tanto a nivel nacional como europeo se tomaron muchas decisiones importantes que permitieron desactivar la perversa dinámica en la que se había entrado: rescates, reformas estructurales nacionales, mejora de la arquitectura europea (singularmente, unión bancaria), todas estas medidas fueron importantes para recuperar cierta normalidad. No obstante, el papel más importante, y esto es difícilmente discutible, lo tomó el BCE, que se erigió en un actor clave, incluso yendo más allá de sus funciones, pues era el único con capacidad de respuesta inmediata y contundente, que era lo que se necesitaba.

La primera de las medidas, a la que a menudo no se le da una gran importancia ante otras decisiones más espectaculares, fue la **introducción de la adjudicación plena en las subastas de liquidez del BCE**. Ésta comenzó en octubre de 2008, cuando aunque la crisis financiera estaba en pleno apogeo, el contagio hacia los soberanos europeos aún estaba lejano. Se trataba de asegurar el acceso a la liquidez de las entidades, en un entorno en el que podían existir dificultades.

La segunda medida fue la **compra de cédulas hipotecarias a través del programa CBPP1**, que se inició en julio de 2009 (y que tuvo una segunda edición, CBPP2, en octubre de 2011). Incluimos esta herramienta en este epígrafe porque cuando se lanzó no se lanzó para empujar a la baja las curvas de tipos, como el programa de compras de 2015, sino que se trataba de mejorar el acceso a la financiación de los bancos, transmisores de la política monetaria que comenzaban a dar síntomas de no poder hacerlo de manera adecuada.

En tercer lugar situamos la inundación de liquidez que supuso el lanzamiento de las **operaciones de financiación a largo plazo** (LTRO por sus siglas en inglés). Estas operaciones, que se habían realizado en 2008 y 2009 con plazos de vencimiento más corto (de 6 y 12 meses), vivieron un momento clave entre diciembre de 2011 y febrero de 2012, cuando se realizaron las primeras tandas de la LTRO con un plazo de 36 meses (hasta enero y febrero de 2015 respectivamente, si bien se incluía la opción de amortización temprana tras los primeros 12 meses). En general, tenían el objetivo de mejorar la financiación de las entidades financieras ante el cierre de muchos mercados de financiación hasta entonces habituales para las entidades financieras, ya que otorgaban financiación a los bancos admitiendo como colateral de esos préstamos las operaciones en balance de dichas entidades. Con ello, se pretendía liberar capital y facilitar la concesión de nuevo crédito a los (bajos) tipos de interés oficiales establecidos en el momento, en suma, de nuevo se pretendía mejorar la transmisión de la política monetaria. Estas políticas, al menos en lo que se refiere a los importes solicitados, dado el entorno de unos mercados interbancarios casi cerrados en muchos de los países de la ZE, tuvo un gran éxito. Sólo las operaciones de diciembre de 2011 y febrero de 2012 supusieron cerca de 1 billón de euros en el conjunto de las entidades de la ZE (más de 800 entidades utilizaron este instrumento), si bien el impacto neto fue algo inferior (unos 700 mil millones), ya que parte de los importes adjudicados a plazos más cortos se convirtió a este nuevo instrumento.

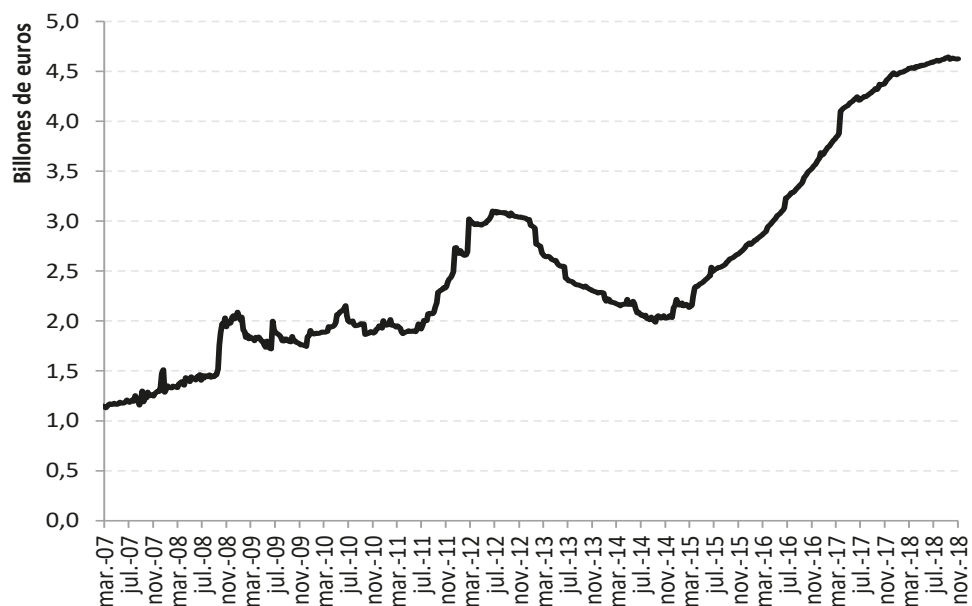


Como se ha indicado, en los primeros meses de 2015 vencían estos instrumentos, pero ello no supuso su final. Ya desde junio de 2014, cuando aún restaban unos meses para su vencimiento, se anunciaron las nuevas TLTRO (targeted LTRO) u **operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico**, que incrementaban su plazo hasta 4 años pero se vinculaban a aumentar los créditos de cada entidad a hogares y empresas no financieras (o al menos a no disminuirlos o hacerlo en una menor cuantía). Estas TLTRO-I de junio de 2014 se vieron completadas en junio de 2016 con una segunda serie de operaciones de este tipo (TLTRO-II). Al margen de las especificaciones técnicas que se han ido incorporando (en la práctica casi todo el importe de la TLTRO-I se pasó a la TLTRO-II), han supuesto la continuidad de las LTRO originales, con un importe superior a los 750 mil millones de euros.

En suma, tanto las LTRO primero, como las TLTRO después, consiguieron, con un vencimiento suficientemente amplio, garantizar a las entidades liquidez más que suficiente para sustituir el cierre de muchos mercados de financiación. Y de manera indirecta, se financió a los soberanos al adquirir las entidades financieras deuda pública con la liquidez sobrante de estas operaciones.

Con estas medidas se progresó en la reparación del circuito de transmisión de la política monetaria a través de los bancos. Estas operaciones tuvieron como ya se ha apuntado un gran éxito en términos de volumen, al llevar el activo del BCE por encima de los tres billones de euros.

GRÁFICO 4. ACTIVO TOTAL DEL BCE



Fuente: BCE.



Con estas medidas se trataba de ayudar a los bancos para que transmitieran adecuadamente la política monetaria, lo cual ha sido una preocupación del BCE desde el inicio de la crisis. Para que esta transmisión sea adecuada es necesario que exista estabilidad financiera y que las entidades se encuentren saneadas, ya que cuanto mejor salud gocen los bancos, más efectiva será la política monetaria. Así lo muestra el estudio de Imbierowicz (2018), que postula que las medidas extraordinarias del BCE supusieron un salvavidas para muchas entidades que permitió mejorar la efectividad de la política monetaria. De hecho, estas medidas habrían supuesto una «recapitalización soterrada» que permitió mejorar los balances de las entidades y que así pudieran realizar de mejor manera su labor de intermediación financiera, que a fin de cuentas es lo que transmite la política monetaria a la economía real. Es claro que el mandato del BCE no encomienda nada sobre recapitalizar entidades, pero nos encontramos ante una consecuencia indirecta, aunque tampoco inesperada, de la política de mejora de la efectividad de las acciones del BCE.

Proteger la estabilidad financiera debe ser, por lo tanto, un requisito previo para la efectividad de la política monetaria, lo que fue muy tempranamente entendido por el BCE. Y en aquellos momentos, esta protección pasaba tanto por apuntalar los balances de los bancos como por dar cierta protección a los ataques que estaban sufriendo los bonos soberanos de la periferia. En este sentido, en primer lugar se anunció en mayo de 2010 el **programa para mercados de valores (más conocido por Securities Market Programme –SMP–)**, cuyo objetivo explícito era asegurar la profundidad y la liquidez en determinados mercados de deuda soberana, pero que realmente lo que quería era ser un cortafuegos contra los ataques especulativos de esa deuda, que estaban provocando una gran inestabilidad en los mercados financieros. El programa, que llegó a alcanzar los 210.000 millones de euros, fue sustituido en septiembre de 2012 por las **operaciones monetarias de compraventa (Outright Monetary Transactions u OMT)**, ya mencionadas anteriormente y en las que entraba en juego cierta condicionalidad y la participación de los fondos de rescate (European Financial Stability Facility –EFSF–, luego European Stability Mechanism –ESM–). En todo caso, con el SMP el objetivo principal era restaurar la estabilidad financiera, y no una mayor acomodación monetaria, como muestra el hecho de que las cantidades adquiridas en el SMP eran esterilizadas (se drenaba esa liquidez), pues en aquel momento no se quería realizar expansión cuantitativa. A mediados de 2014 se dejó de realizar esta esterilización de las cuantías del programa SMP, ya en un momento en que el BCE comenzaba a atisbar su programa de expansión del balance.

5.6. UNA PEQUEÑA EVALUACIÓN EN PERSPECTIVA: ERAN NECESARIAS Y FUERON EFECTIVAS

Ahora que ya hay muchas voces que reclaman la retirada de los estímulos monetarios, con el principal argumento basado en que el ciclo económico alcista ya se prolonga por bastantes trimestres y no será eterno, lo cierto es que no hay que perder la perspectiva acerca de lo necesarias que fueron estas medidas y su contribución en la mejoría de la situación en la ZE. No obstante, el análisis globalmente positivo que se realiza a continua-



ción no ha de pasar por alto los efectos negativos que, singularmente para los ahorradores, tiene un período tan prolongado de tipos bajos. Asimismo, tampoco ha de perderse de vista que, pese a los innegables avances, no se ha conseguido una recuperación plena de la normalidad pre-crisis, si es que la situación anterior a la crisis puede calificarse como «normal»

La fragmentación financiera era tan intensa en el período 2010–2013 que amenazaba incluso con romper la Unión Económica y Monetaria Europea. Ante ese riesgo real, del que hoy día se habla mucho menos, en gran parte por la acción del BCE, las medidas de apoyo al sector financiero y a los mercados de deuda eran necesarias y fueron efectivas a la hora de conseguir su propósito: salvaguardar la estabilidad financiera, requisito *sine qua non* para lograr una correcta transmisión de la política monetaria. Estas medidas se han ido retirando en lo que a volúmenes se refiere, es decir, que las LTRO y TLTRO han ido venciendo (aún no en su totalidad) sin mayores problemas para las entidades, que lograron el tiempo suficiente para mejorar su posición financiera y de liquidez, al tiempo que los mercados en general se calmaban. Tampoco fue necesario continuar con las compras del SMP, cuyos activos se mantienen a vencimiento en el balance del BCE.

Sin embargo, pese a haber sido retiradas en cierta medida, hay que destacar que estas herramientas forman ya parte de la caja de herramientas a disposición del BCE, de forma que podrían activarse si fuera necesario en el futuro. Este hecho contribuye sin duda a generar un clima de confianza que desincentiva ataques especulativos como los producidos en el pasado. Los agentes han incorporado esta información a sus decisiones y actúan en consecuencia.

A mediados de 2014, a pesar de la disminución de la fragmentación financiera respecto de los momentos más críticos sufridos un par de años antes, y a una mejor posición de las entidades bancarias, la ZE se enfrentaba a un entorno de baja inflación con riesgo de desanclaje de las expectativas. Todo ello en un entorno de recuperación económica aún débil y poco sostenible por sí misma tras la doble recesión sufrida. Por ello era necesaria una mayor acomodación monetaria, que con el canal de transmisión en mejores condiciones, se fue trasladando a familias y empresas, con el resultado de que ahora disfrutan de unas condiciones financieras mucho más favorables que al inicio del período de tipos cero. De esta forma, los bancos y los mercados de capitales han permitido trasladar a la economía real la pretendida bajada de tipos, con el objetivo último de incentivar la inversión y la actividad, mejorando el empleo y la renta disponible.

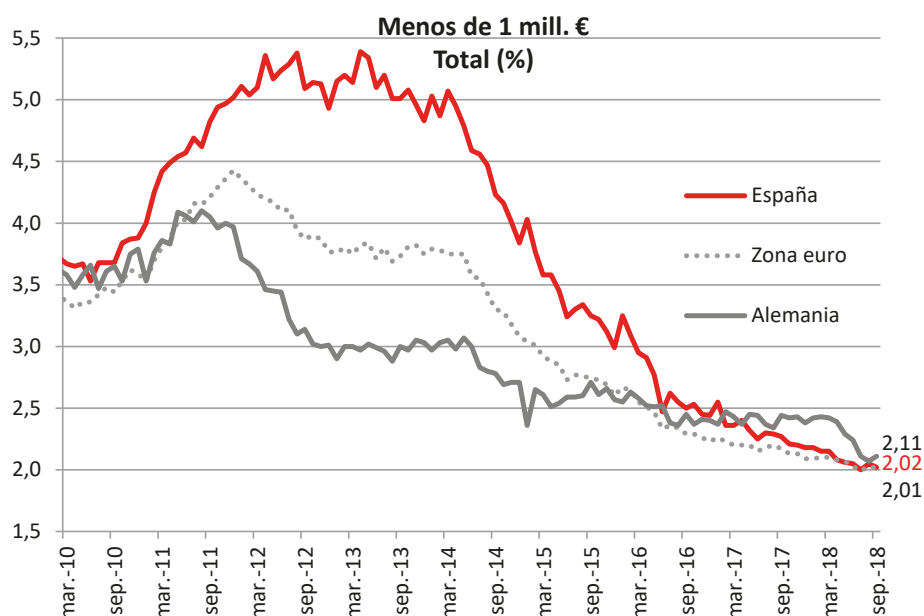
Más en concreto, hay estudios como el de Banco de España (2016) que estiman que la política monetaria habría contribuido a explicar en torno al 40% del crecimiento nominal del área euro entre 2015 y 2016, lo que demuestra que sin ese apoyo monetario la recuperación habría sido mucho más débil. A partir de 2017, aunque el ciclo económico siguió acompañando, la política monetaria ha permanecido muy acomodaticia, debido a que las expectativas de inflación permanecían contenidas.

Como se ha apuntado, la política monetaria tiene siempre un efecto de redistribución de recursos: en este caso el prolongado período de acomodación ha supuesto una transferencia desde los ahorradores hacia los deudores, lo que está detrás de cierta crítica desde determinados sectores. Sin embargo, de manera más específica, también hay es-

tudios que concluyen que la política monetaria ultralaxa seguida por el BCE los últimos años ha provocado cierto descenso de la desigualdad a nivel agregado. Esto se debe a que los tipos bajos afectan de manera desigual a los agentes según su posición financiera. En el estudio de Ampudia *et alii* (2018), se afirma que esta situación acaba reduciendo la desigualdad porque los hogares de menores ingresos ven mejorada su posición debido al efecto indirecto que se genera al mejorar la actividad y el empleo, pues en estos hogares el incremento de las rentas salariales es lo más relevante al tener pocos activos productivos. En cualquier caso, el impacto conjunto sobre la desigualdad es modesto.

Observando la evolución de los tipos de interés (ver gráfico 5) aplicados por las entidades de crédito a familias y empresas también puede apreciarse el éxito de la política monetaria aplicada. Los resultados positivos se observan en dos sentidos: en primer lugar en la reducción de la fragmentación financiera que era tan necesaria para la transmisión de la política monetaria y, en segundo lugar, en la reducción de los tipos realmente soportados por los agentes a la hora de obtener financiación, en este caso bancaria. Como ejemplo, podemos observar las estadísticas sobre tipos de interés aplicados a préstamos bancarios hacia empresas por importe inferior a un millón de euros, en la ZE, en Alemania y en España: se observan los dos fenómenos comentados, por una parte reducción de la fragmentación financiera a partir de 2014 cuando los tipos comienzan a converger y reducción generalizada de los tipos aplicados como consecuencia del traslado de la política monetaria ultralaxa.

GRÁFICO 5. TIPOS DE INTERÉS NUEVAS OPERACIONES



Fuente: BCE.



También se ha ido produciendo un proceso de normalización de los flujos de crédito, que permanecieron deprimidos en el período de mayor incertidumbre y que comenzaron a repuntar al repararse la transmisión de la política monetaria a consecuencia de las medidas adoptadas. En el caso español ello ha sido compatible con un proceso de desapalancamiento del sector privado, de forma que el volumen de endeudamiento sobre PIB del sector privado se ha podido reducir al tiempo que los flujos de nuevo crédito se recuperaban, posibilitando que fluyese nuevo crédito hacia las actividades que lo requerían sin que ello aumentase el nivel de endeudamiento de la economía.

Aunque es obvia la influencia de la política monetaria en el ciclo económico, que a veces nos lleva a pensar que en la parte alcista siempre hay que subir los tipos, no es menos cierto que el mandato del BCE es claro y explícito y se refiere únicamente a la inflación. El crecimiento del PIB se aproxima a su potencial, se ha creado empleo e impulsado la inversión, la confianza de los agentes también ha mejorado, y el sector bancario es ahora más resiliente: esta combinación de factores debería apuntar a un repunte de las expectativas de inflación que, por el momento, no se ha observado. Este sería uno de los puntos donde todavía no se puede hablar de éxito, por lo que es necesario seguir incidiendo.

Por ello, durante 2017 y 2018 se ha mantenido la laxitud monetaria para seguir apoyando que el crecimiento de los precios fuera «autosostenible» en palabras del propio Draghi. Y esto, de momento, no sucede de forma clara, por lo que el BCE prefiere actuar con cautela. Es así ya que, aunque sí se han producido progresos tanto en el IPC general, la tasa subyacente del IPC y en las expectativas (la evolución de los últimos años se puede observar en el gráfico 2), aún no se observa una evolución robusta alineada con el mandato del BCE.

Cambios estructurales en los mercados de bienes y en los mercados de trabajo de los países avanzados y derivados de factores como el progreso tecnológico y la globalización han removido las bases de la relación que establece la curva de Phillips entre desempleo e inflación, con lo que hemos asistido a un período de fuerte crecimiento del empleo en Europa sin que aparezcan tensiones inflacionistas. Así lo apunta Aspachs-Bracons (2018), que sostiene que la curva de Phillips se habría aplanado por factores coyunturales y estructurales, tema que también se trató en la reunión de este verano de banqueros centrales en Jackson Hole. Esto plantea un reto para el BCE, que asiste a un período de expansión económica prolongado sin que se traduzca en aumento de la inflación. Por ello, como se discutirá en el siguiente epígrafe, quizá hemos entrado en una nueva etapa donde lo que podemos considerar como política monetaria restrictiva ya no implicará tipos tan altos como en el pasado.

5.7. NUEVO PARADIGMA: LOS TIPOS ALTOS YA QUIZÁ NUNCA SERÁN LO QUE FUERON

Observando la serie histórica de los tipos oficiales del BCE podría pensarse que los últimos años son una anomalía al prolongarse excesivamente el período de tipos tan ba-



jos, pues en el otro episodio de tipos bajos de la corta historia de la autoridad monetaria europea (2004–2006), el inicio del recorrido alcista se produjo mucho antes. Conclusiones parecidas se pueden extraer si miramos el histórico del Banco de Inglaterra o de la Fed estadounidense.

Sin embargo, es posible que mirar sólo a los gráficos de tipos oficiales no sea suficiente. Ya se ha señalado que la orientación de expectativas y la expansión cuantitativa han permitido perforar por debajo la cota inferior efectiva de la política monetaria. Desde ese punto de vista, consideramos que **se ha movido el «centro de gravedad»** de la política monetaria europea hacia abajo. Por lo tanto, la reducción de las compras que ya se está produciendo y el anuncio de la conclusión del programa para el final de 2018, aunque todavía no producirá un descenso del balance del BCE ya puede ser interpretada como el inicio de la «subida» de tipos. Que como decimos no es tal si permanecemos con el esquema mental clásico, pero que sí lo es si consideramos que entre inyectar 80.000 millones adicionales en compra de activos mensuales y no inyectar nada (como se producirá en enero de 2019), a pesar de seguir reinvertiendo los vencimientos, hay una diferencia notable.

Con esta bajada del centro de gravedad de la política monetaria, es cierto que todavía quedará un tiempo «bajo tierra», es decir que el endurecimiento de la política monetaria se irá produciendo con el tipo oficial en el cero. Ya se está haciendo, como se ha comentado, de forma que el siguiente paso, una vez que en enero se dejen de realizar nuevas compras de activos, será, pasados unos meses, iniciar una senda de subidas de tipos de interés similar a la ya iniciada por la Fed y, algo más tarde, por el Banco de Inglaterra. En este punto es relevante apuntar que el recorrido al alza de los tipos de interés vendrá determinado por la coyuntura económica, de forma que no resulta fácil anticipar en este momento hasta que nivel podrían llegar los tipos de interés. Posteriormente al comienzo de las subidas de tipos, a partir de un momento indeterminado pero que en principio se originaría un tiempo prudencial tras dicha primera subida de tipos, y siempre en paralelo a dichas subidas de tipos, que se seguirían produciendo de forma escalonada, el BCE comenzaría a reducir su balance. Esta reducción de balance se realizará en todo caso de una forma prudente, así en un principio se dejará de reinvertir el total de lo que venza (fijando reglas progresivas para ir reduciendo el porcentaje del total de volumen vencido que se reinvierte), de modo que al término de un largo período se termine por no reinvertir nada de dichos importes. Así, se trata de un proceso largo que se puede ver interrumpido por múltiples eventualidades que exijan acelerar o frenar esta senda de salida, si bien, aún en el supuesto de que no se produzcan grandes sobresaltos se tratará de un proceso largo. Para la concreción de cuándo se pueden producir tales hitos es interesante repasar el ejemplo de la Fed (más adelante se repasará dicha cronología), que ya ha ido cumpliendo cada uno de estos pasos, de forma que, aunque quepa pensar que el BCE sea algo más rápido en completar estas fases, es presumible pensar que seguirá una senda similar. En cualquier caso, dado el fuerte compromiso adquirido con el *forward guidance*, sea cual sea la estrategia que se adopte, será convenientemente anunciada para no provocar desajustes indeseados en los mercados.



5.8. LAS CONSECUENCIAS DE UN PERÍODO TAN PROLONGADO DE TIPOS BAJOS

La política monetaria ultralaxa que hemos tenido en Europa en los últimos años ha contribuido sin duda a mejorar la situación de la ZE, tal y como se ha comentado anteriormente. Esto no excluye que existan riesgos asociados a un período tan prolongado de tanta acomodación monetaria. En principio ninguno de ellos aparece ahora mismo como relevante, si bien es oportuno comentarlos y permanecer alerta ante posibles problemas en alguno de estos campos, también durante la etapa de salida.

En general, los bajos tipos y la fuerte intervención en los mercados de deuda podrían generar **burbujas**, al no reflejar los precios un cruce entre demanda y oferta real. Las rentabilidades negativas en buena parte de la curva de deuda de muchos de los países de la ZE contradicen fundamentos básicos de la economía financiera, pero, sin embargo, los hemos asimilado con naturalidad y ya forman parte de la realidad financiera. Sin entrar en consideraciones sobre la sobrevaloración de estos activos, lo fundamental es que la estrategia de salida sea previsible y cree las menores distorsiones posibles. Cuando se anunció el fin de los estímulos en EEUU, economías en desarrollo del ámbito dólar sufrieron ante las expectativas de mayores tipos, aunque la evolución posterior de la retirada efectiva de las medidas no ha sido tan traumática como la reacción inicial. Por ello, esperamos que el fin del crecimiento del balance del BCE y posterior reducción no cause distorsiones significativas en los mercados, máxime cuando los anuncios de la hoja de ruta serán claros y la transparencia acerca de plazos y jurisdicciones es amplia y conocida por todos. El BCE siempre ha insistido que la clave de capital seguirá vigente para las reinversiones que quedan y hay que entender que también para las desinversiones, siempre dentro de la flexibilidad con la que se ha operado.

Esta sobrevaloración de activos podría generar burbujas en otros mercados en búsqueda de rentabilidades, como los de la vivienda. En este caso, existirían diferencias relevantes por países: el FMI (2018) considera que en Luxemburgo, en determinadas ciudades alemanas y en algunas zonas de Portugal y Países Bajos podrían existir desfases entre oferta y demanda que estarían provocando importantes aumentos de precios. En cualquier caso, con la estrategia de salida de las medidas extraordinarias ya en marcha (aunque todavía en fase muy inicial), no parece que vayan a alimentarse estos procesos, en un entorno de expectativas de subidas de tipos.

Esta intervención en los mercados que conlleva subidas en los precios puede generar problemas en el sector financiero, generando lo que se denomina **riesgos macroprudenciales**, que no son otra cosa que desequilibrios que pueden afectar al sistema financiero en su conjunto, poniendo en riesgo la estabilidad financiera. Con la pasada crisis se aprendió que no es suficiente la aproximación entidad a entidad, sino que es necesario tener también una visión de conjunto que permita evaluar si se están incurriendo en riesgos excesivos de manera agregada. Así, la regulación macroprudencial ha crecido intensamente en los últimos años y las autoridades de vigilancia en la materia monitorizan de manera constante los riesgos y están preparados para implementar medidas preventivas. La Junta Europea de Riesgo Sistémico es quien ejerce este papel en Europa.



El seguimiento por parte de la Junta y de las autoridades nacionales debe continuar haciendo un seguimiento de los posibles riesgos también en la etapa de endurecimiento gradual de la política monetaria.

Otro de los debates más importantes de las consecuencias de la prolongación del período de expansividad monetaria continúa siendo el efecto sobre la **rentabilidad bancaria**. Ya se han comentado los efectos de las primeras medidas no convencionales hacia el sector bancario, que permitieron una mejora de su posición financiera. Fernández de Lis y Rubio (2018) señalan los efectos contrapuestos sobre la rentabilidad de los bancos, pero con dominio de los factores negativos: se reduce el diferencial entre coste de los depósitos y rentabilidad de los préstamos, con el añadido de que no es posible trasladar a los primeros los tipos negativos que la banca sufre en alguna de sus vías de financiación. También por la fuga de depositantes a otros productos fuera del balance bancario ante la escasísima rentabilidad que ofrecen los bancos. Por el contrario Arce y Del Río (2018) son más optimistas y apuntan a un efecto neutral o incluso positivo al compensarse los efectos negativos comentados con ganancias derivadas de la reducción del coste del pasivo, las menores necesidades de dotación de provisiones al mejorar la calidad crediticia de su cartera de préstamos por la recuperación económica o las ganancias en sus tenencias de carteras de valores. También se apoyan en las respuestas a la Encuesta de Préstamos Bancarios, en donde se valora de manera positiva en términos netos los efectos de las compras de activos y de las LTRO. En cualquier caso, hay que tener en cuenta la heterogeneidad en el sector bancario europeo, con entidades en posiciones financieras y con modelos de negocio muy diferentes en las que la afectación concreta ha sido completamente diferente.

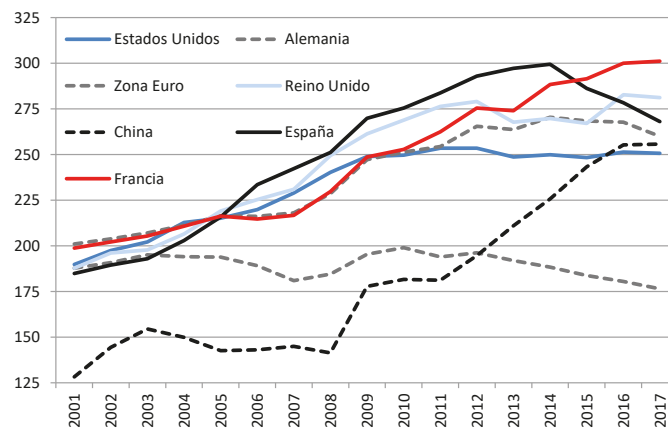
En este sentido, el BIS (2018) alerta en un reciente informe de algunos riesgos para la estabilidad financiera. En primer lugar, aunque en general los bancos han podido protegerse de caídas en la rentabilidad, algunas entidades o países podrían sufrir debido a su posición más débil por encontrarse en mercados muy competitivos. En segundo lugar, aunque hasta el momento no se observa un incremento en la asunción de riesgos en búsqueda de la rentabilidad, hay que estar vigilante para que si se prolonga el período de bajos tipos, no se produzca. También se alerta de eventuales problemas de solvencia en las entidades que más pudieran sufrir los efectos comentados. Por último, la vuelta a la normalidad de los tipos podría suponer pérdidas de valor en determinadas carteras, lo que exige extremar la vigilancia.

Esta política monetaria, no sólo del BCE sino de los principales bancos centrales mundiales ha provocado unas condiciones financieras muy laxas en todas las divisas, lo que ha incentivado a su vez el **incremento de la deuda global**. Este crecimiento de la deuda puede suponer un riesgo en la fase de normalización monetaria. Aunque es cierto que la normalización va mucho más avanzada en otras jurisdicciones, hay que seguir vigilante. En esta línea, los datos del BIS sobre endeudamiento corroboran dicho crecimiento del endeudamiento desde el comienzo de la crisis (gráfico 6) en prácticamente todos los países considerados (no hay tal aumento ni en Estados Unidos ni en Alemania). Pero si se desglosan los datos, se observa que en gran medida dicho crecimiento, donde existe se ha producido debido al aumento del endeudamiento público, ya que el

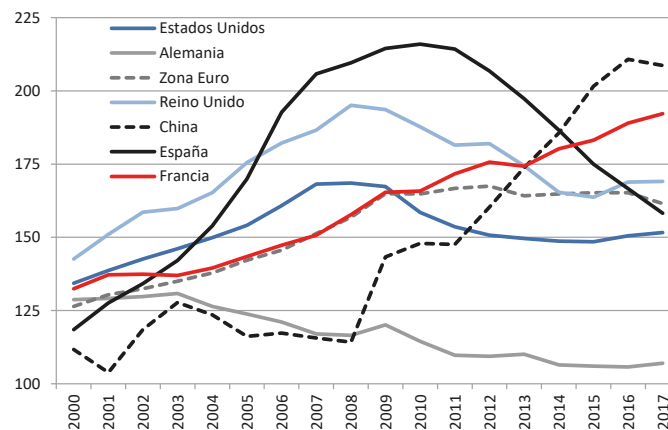


endeudamiento privado (gráfico 7) se ha mantenido mucho más estable de una forma general (con la excepción de Francia). Por supuesto, como es de esperar la situación en los emergentes es diferente, como ilustra en este sentido la evolución que se observa en los datos de China. La constatación de que en el incremento de la deuda ha sido fundamental la evolución de la deuda pública pone de manifiesto la relevancia de los recordatorios que Mario Draghi sigue realizando en sus comparecencias para mantener los esfuerzos de consolidación fiscal en las economías europeas, pues la nueva fase de endurecimiento monetario impactará en los intereses a los que deban hacer frente los gobiernos para refinanciar sus pasivos.

**GRÁFICO 6. VOLUMEN TOTAL DE ENDEUDAMIENTO DEL SECTOR
NO FINANCIERO PÚBLICO Y PRIVADO (EN % DE PIB)**



**GRÁFICO 7. VOLUMEN TOTAL DE ENDEUDAMIENTO DEL SECTOR
NO FINANCIERO PRIVADO (EN % DE PIB)**





5.9. LA ESTRATEGIA DE SALIDA HA COMENZADO

Como se ha comentado, aunque todavía el balance del BCE siga expandiéndose y las orientaciones de expectativas todavía demoren el momento de subida de tipos hasta al menos verano de 2019, durante 2018 se ha producido un punto de inflexión al reducir el ritmo de compras de manera importante y anunciar el fin de las mismas para final de año.

La consolidación de la recuperación económica es un hecho, la mejora del empleo y la recuperación de la confianza también. Sin embargo, como se ha apuntado, las presiones inflacionistas no aparecen, por lo que el BCE todavía se muestra cauto.

Esta paciencia, prudencia y persistencia que continúan informando la política monetaria –a pesar de que ya no se mencionen expresamente en las últimas reuniones–, están avaladas por otras entidades como el FMI (2018) que considera «vital» mantener los niveles extraordinariamente bajos de tipos de interés al menos hasta el verano de 2019, como está anunciado. La OCDE (2018) también señala que la política debe seguir siendo acomodaticia, aunque debe prepararse una normalización gradual conforme las expectativas de inflación se recuperen. En este caso, se atreve a recomendar no reducir el balance antes de la primera subida de tipos para minimizar el riesgo de movimientos de mercado indeseados.

En cuanto a la previsible estrategia de salida, conviene resaltar el hecho de que el catálogo de medidas no convencionales que tenían como principal objeto reparar el mecanismo de transmisión de la política monetaria ya se han ido retirando en buena medida sin causar ninguna distorsión. Los bancos son ahora más resilientes y no es necesario tanto apoyo excepcional para que realicen adecuadamente su labor. Aunque la desaparición de estas medidas no supone su eliminación: siguen estando a disposición del BCE si en algún momento fuera necesaria su utilización.

La teoría económica nos indica la existencia de un **tipo de interés natural**, que debería ser al que tenderían los tipos de interés en el período posterior al actual. Este tipo de interés no es inmutable, antes al contrario, se ve modificado por los cambios que experimenta la economía. Se ha argumentado que la pasada crisis y su respuesta posterior ha modificado a la baja el tipo de interés natural en la mayoría de economías, la europea entre ellas. Aunque existen modelos para su estimación, lo relevante no es determinar un nivel concreto sino analizar sus determinantes.

Galesi, Nuño y Thomas (2017) apuntan a los factores explicativos de la caída del tipo de interés natural, distinguiendo entre elementos de largo plazo, y los relativos a la reciente crisis financiera. Respecto de los factores de largo plazo, señalan que existe un exceso de oferta de ahorro en relación a la demanda de inversión, explicado por factores demográficos (el envejecimiento genera mayor ahorro) y por el descenso de la propensión a invertir (que podría explicarse por perspectivas de bajo crecimiento de la productividad). En cuanto a los cambios provocados por la crisis financiera pasada, el aumento de la incertidumbre asociada a la misma habría llevado a los hogares a incrementar su ahorro y a las empresas a acumular liquidez.

Estos autores también apuntan a si esta caída del tipo de interés natural es un fenómeno permanente o temporal. Quizá sea pronto para dar una respuesta, pues hay argu-



mentos en uno y otro sentido. En cualquier caso, a nuestros efectos de tratar de estimar el tipo de interés al que llegará el BCE en su normalización, lo cierto es que será más bajo que los que hemos visto en anteriores ciclos, por la comentada caída del tipo de interés natural y por la también analizada bajada del centro de gravedad.

No resulta fácil de prever hasta dónde llegarán los tipos en esta nueva fase de normalización, pues dependerá de cómo avance el ciclo económico y cómo sea capaz de generar mayores expectativas de inflación que las que está generando actualmente. Y también dependerá de cuando se agote dicho ciclo, momento en el cual pueden verse truncadas esas expectativas y el Banco Central obligado a volver a relajar la política monetaria. Aunque esto todavía es aventurado, se trata de un argumento a favor de algo más de velocidad a la hora de acometer la normalización monetaria, como piden algunas voces. Como se ha comentado en este trabajo, no es necesario tener tipos altos para poder bajarlos y así generar más acomodación monetaria, ésta se puede lograr por otras vías, particularmente la compra de activos. Así, si en medio de la normalización monetaria las expectativas de inflación volvieran a deteriorarse, el Consejo de Gobierno estaría dispuesto a actuar, con mensajes y con hechos, para reconducirlas.

En todo caso, retomando el debate sobre la senda que acometerá el BCE a partir de este momento, como se indicó anteriormente es posible utilizar el precedente de la Fed como orientación. La Fed finalizó su programa de compra de activos en octubre de 2014 después de, como ha hecho el BCE, ir reduciendo su volumen de compras de forma progresiva. Algo más de un año después de este fin de las compras, en diciembre de 2015, la Fed elevó sus tipos de interés tras 7 años sin modificarlos. A partir de ese momento se han sucedido subidas de tipos, y de hecho en 2018 se han seguido produciendo subidas de tipos, tres en concreto hasta comienzos de noviembre. Casi 2 años después de los primeros incrementos en los tipos de interés oficiales, en octubre de 2017, la Fed comenzó a reducir su balance al comenzar a no reinvertir la totalidad de los importes vencidos.

A partir de lo anterior, y partiendo de que el BCE no comprará nuevos activos ya en enero de 2019, es de prever que efectúe una subida de tipos a lo largo de dicho 2019, presumiblemente en verano o inmediatamente después del verano. A partir de ahí se irían produciendo subidas de tipos de forma periódica y siempre en función de la situación. En todo caso, aunque la Fed tardó 3 años entre el fin de la compra de activos y el inicio de la reducción de su balance, cabe pensar que el BCE tardará menos en completar ese recorrido. Lógicamente, como se ha apuntado anteriormente, todo este proceso se acompañará con la situación económica y, de forma especial, con la evolución que tenga el objetivo de inflación. No resultaría lógico mantener una senda de normalización de la política monetaria que no tuviera en cuenta esta evolución de la situación con el objetivo de ganar margen de maniobra en el futuro si con ello se estuvieran poniendo obstáculos o dificultando la recuperación. Además, el BCE aún contaría con algún margen para incluso ampliar su balance si fuese necesario: como se ha visto, el BCE ronda un activo total del 40% del PIB, lo cual está por encima del 25% del PIB que alcanzó la Fed en su momento de mayor balance, pero muy por debajo del casi 100% que alcanza el Banco de Japón. Aunque Japón no es desde luego un ejemplo de política exitosa, el hecho de que su banco central haya alcanzado un tamaño tan elevado de su balance sin generar una



situación peor de la que pretendía evitar, indica que, llegado el caso, el BCE aún podría tener algún margen de maniobra incluso para ampliar su balance, por la vía de compra de activos o por otros instrumentos (singularmente TLTROs o similares). En cualquier caso, la capacidad expansiva no es infinita y, respecto del programa de compras ya ha habido un debate en el seno del BCE acerca de qué hacer en caso de escasez de papel en determinadas jurisdicciones y plazos. El BCE ha gestionado esta situación con naturalidad y podría volver a hacerlo llegado el caso en que fuera necesaria mayor acomodación por esta vía, utilizando la flexibilidad del programa.

En relación con el fin de las reinversiones de la deuda en balance, dado que dicha deuda presenta unos plazos medios muy diferentes por países, sería recomendable que esta reducción de balance se produjera teniendo en cuenta esta heterogeneidad, de forma que se mantenga la neutralidad de la misma y que la situación del balance del BCE no se aleje en exceso de la clave de capital que se ha seguido a la hora de realizar las compras.

Por último, aunque en realidad debería ser lo primero, es esencial que el BCE continúe con su orientación de expectativas y vaya trazando su hoja de ruta de normalización monetaria. La credibilidad ganada en todos estos años es un activo muy valioso que se debe conservar y la autoridad monetaria a buen seguro va a esforzarse en hacerlo. En cualquier caso, esta normalización va a ser absolutamente «data dependent», es decir que el seguimiento de los distintos indicadores y modelos que utiliza el BCE irán determinando sus próximos pasos, por lo que no debemos esperar un itinerario trazado de antemano, sino que en cada reunión se irán modulando los mensajes según las necesidades del momento. Draghi ha hecho de este tipo de comunicaciones un arte, y su mandato expira en octubre de 2019. Su sucesor tendrá que continuar en esta misma línea de orientar las expectativas adecuadamente.

Ante la venidera reducción del balance y subida de tipos es esperable un efecto positivo, aunque también heterogéneo para las entidades financieras. Siguiendo nuevamente a Fernández de Lis y Rubio (2018), las entidades y países con más peso de la remuneración variable del crédito, como España, mejorarán más rápidamente los márgenes. También en los sistemas con mayor peso de los depósitos minoristas, la mejora será más apreciable al dejarse de penalizar con tipos negativos ciertos fondeos, penalización que no puede ser trasladada al cliente. La subida general de rentabilidades también provocará aumentos en el coste de financiación en los mercados de capitales para los bancos, lo que provocará un efecto de signo negativo. También sufrirán las carteras de deuda de las entidades, al reducirse su precio en el nuevo escenario.

Los efectos en el sector bancario de la normalización son variados y afectarán de manera dispar a las entidades. Por ello es especialmente necesario que la política de comunicación sea clara y no se produzcan sobresaltos que pudieran afectar negativamente a la estabilidad de los mercados.

También se producirá una recomposición de las carteras por efecto del fin de las compras y posterior reducción del balance del BCE, si bien siguiendo el mismo esquema, ante la previsibilidad de estas acciones, no deberían producirse efectos adversos pues los agentes ya cuentan con información suficiente.



5.10. CONCLUSIONES

La dinámica clásica de los bancos centrales de movimientos de los tipos de interés oficiales se mostró insuficiente a la hora de dar respuesta a los retos de la pasada crisis. La fuerte reducción de los tipos de referencia no lograba llegar a la economía real y la fragmentación financiera amenazaba a la moneda única. El BCE, por una parte, fue pronto consciente de que el mecanismo de transmisión de la política monetaria estaba dañado ante una grave crisis de confianza debido a la particular arquitectura del área monetaria del euro, con soberanía monetaria plenamente europea pero sin suficiente integración en materia financiera, económica y fiscal. Por ello se pusieron en marcha instrumentos que trataban de reparar ese canal de transmisión. Por otro lado, la cercanía de los tipos oficiales a la cota inferior efectiva hacía necesaria una mayor acomodación que no podía lograrse por las vías convencionales, pero que sí se logró por otras vías como se ha comentado.

Aunque desde determinados sectores se criticó la proactividad de la autoridad monetaria llevando hasta los límites su marco normativo, lo cierto es que vistas en perspectiva dichas medidas eran necesarias y fueron eficaces. La creación de nuevos instrumentos de política monetaria fuera de los convencionales ha sido una de las herencias que nos deja esta crisis, instrumentos que van a seguir a disposición del BCE en el futuro, con lo que se mejora su capacidad de reacción. El tan prolongado período de tipos tan bajos entraña algunos riesgos, si bien la mayoría de ellos no se han materializado.

Ahora queda el reto de retirarlas de manera ordenada. Ya ha comenzado el proceso y pueden aparecer fricciones en el mismo, aunque si se hace de manera previsible, los agentes deben estar preparados para ello. Daremos paso entonces a una nueva normalidad, en la que los tipos altos ya nunca serán lo que fueron, pues se ha reducido el centro de gravedad de la política monetaria y se ha demostrado que hay margen para mayor acomodación monetaria una vez que los tipos se sitúan cercanos al cero.

El BCE va a seguir velando por la estabilidad de precios en la eurozona, pero sale de la crisis con su credibilidad reforzada y con un abanico de herramientas a su disposición mayor que en el pasado, lo que le permitirá reaccionar de manera previsible a los retos que se planteen en el futuro, lo que es un gran activo para un banco central.

BIBLIOGRAFÍA

- AMPUDIA, M., GEORGARAKOS, D., SLACALEK, J., TRISTANI O., VERMEULEN, P. y VIOLANTE, G.L. (2018). *Monetary policy and household inequality*. Banco Central Europeo. Working paper 2170. Julio de 2018.
- ARCE, O. y DEL RÍO, A. Implicaciones macroeconómicas y sobre el sector bancario de la política monetaria del BCE. *Papeles de economía española*, (155), 10–18.
- ARCE, O., GIMENO, R. y MAYORDOMO, S. (2018). Los efectos del programa de compra de bonos corporativos del Eurosistema sobre las empresas españolas. *Boletín Económico*. Banco de España, marzo de 2018.



- ASPACH-BRACONS, O. (2018). Retos a los que se enfrentan la Fed y el BCE. *Papeles de economía española*, (155), 107–117.
- Banco de España (2016). El efecto de las políticas monetarias del BCE en el período reciente. *Informe anual 2015*. Capítulo 3.
- BIS (2018). Financial stability implications of a prolonged period of low interest rates. *CGFS Papers*. No 61. Julio de 2018.
- DE SANTIS, R.A., GEIS, A., JUSKAITA, A. y VAZ CRUZ, L. (2018). The impact of the corporate sector purchase programme on corporate bond markets and the financing of euro area non-financial corporations. *Economic Bulletin 3/2018*, Banco Central Europeo.
- FERNÁNDEZ DE LIS, S. y RUBIO, A. (2018). Política monetaria y rentabilidad bancaria: un nuevo paradigma. *Papeles de economía española*, (155), 97–106.
- Fondo Monetario Internacional (2018). *Staff Report for the 2018 Article IV consultation with member countries*. 27 de junio de 2018.
- GALESI, A., NUÑO, G., THOMAS, C. (2017). *El tipo de interés natural: concepto, determinantes e implicaciones para la política monetaria*. Banco de España, artículos analíticos. Marzo de 2017.
- OCDE (2018). *Euro Area Economic Survey 2018*. Junio 2018.
- IMBIEROWICZ, B. (2018). Estabilidad financiera y transmisión de la política monetaria en un entorno poscrisis. *Papeles de economía española*, (155), 19–31.



6. DIFERENCIAS EN LA SITUACIÓN DE LOS SECTORES BANCARIOS EUROPEOS: UN FRENO PARA LA UNIÓN BANCARIA

JOAQUÍN MAUDOS¹

6.1. INTRODUCCIÓN

Una de las prioridades de la Comisión Europea es alcanzar «una Unión Económica y Monetaria más justa y más profunda», siendo uno de los ámbitos de actuación la unión financiera. Esta última unión «significa garantizar que Europa cuente con bancos y mercados de capitales fuertes y estables capaces de financiar la economía real. En el centro de esta prioridad está la unión bancaria. Su objetivo es mantener un sector bancario sano que pueda garantizar la protección de las cuentas bancarias de los depositantes».

Alcanzar una verdadera y completa Unión Económica y Monetaria exige no solo disponer de una moneda común y una política monetaria única, sino un mercado financiero integrado en el que aspectos como la regulación, la supervisión y las reglas de resolución para hacer frente a crisis bancarias se hayan unificado sin que haya diferencias entre los países que forman la unión. Con el estallido de la crisis en 2007 y su recrudecimiento con la crisis de la deuda soberana en 2010, quedó muy clara la necesidad de avanzar hacia una unión bancaria europea como necesario complemento a la batería de medidas excepcionales que adoptó el BCE en 2012. Gracias a las dos iniciativas (BCE+unión bancaria) se ha superado la crisis debilitando (aunque no eliminando) el círculo vicioso deuda bancaria–soberana que está en el origen de la crisis, si bien seguimos lejos de tener un mercado único financiero en Europa (siguen existiendo diferencias entre países en las condiciones en el acceso a la financiación), en parte

¹ Catedrático de Análisis Económico de la Universidad de Valencia, Director adjunto de investigación del Ivie y colaborador del CUNEF. Este artículo se inscribe en el proyecto de investigación (ECO2017-84828-R) del Ministerio de Ciencia e Innovación.



porque la unión bancaria está incompleta, ya que le falta la tercera pata necesaria para darle estabilidad como es un mecanismo común de seguro de garantía de depósitos, y porque existen dudas sobre si el importe del fondo de resolución es suficiente ante una crisis sistémica.

La unión bancaria nació con el objetivo de hacer frente a las limitaciones que tenía la UEM y que se pusieron de manifiesto en aspectos como la insuficiencia de los bancos para hacer frente a la crisis sin ayudas públicas que asumió el contribuyente, la existencia de divergencias nacionales en la gestión de la crisis bancaria o la falta de uniformidad en las prácticas de supervisión. Para superar esas deficiencias, el proyecto de unión bancaria propuso construir un mercado integrado a nivel europeo apoyado en una misma regulación (del capital, liquidez, reglas *bail-in*, de protección del cliente de productos financieros, etc.), una misma supervisión (mecanismo único de supervisión), un mecanismo único de resolución, y un fondo de garantía de depósitos a nivel europeo. Si bien los tres primeros ingredientes de la unión están en marcha, las propuestas que hasta ahora ha habido en relación al último pilar se han quedado en eso, en propuestas.

Uno de los obstáculos que ha paralizado el avance hacia la unión bancaria europea es la existencia de importantes diferencias en la tasa de morosidad de los distintos países de la Eurozona. Algunos países miran con recelo las elevadas tasas de los países más duramente castigados por la crisis (*distressed countries*) y en consecuencia no están dispuestos a mutualizar riesgos en torno a un fondo de garantía único de depósitos europeo. El argumento es bien sencillo: si la probabilidad de recurrir a ese fondo es mayor en aquellos países que tiene un mayor volumen de activos problemáticos, los países con tasas de morosidad más reducidas serán los que acabarán pagando la factura de una potencial crisis bancaria, dado que es poco probable que tengan que recurrir a ese fondo. De ahí la presión que están ejerciendo el BCE y la Comisión Europea con propuestas que suponen endurecer la normativa de provisiones de los activos problemáticos.

El requisito que exigen algunos países (*non-distressed countries*) de reducir la tasa de morosidad del resto de países como condición para que se complete la unión bancaria recuerda los criterios que se fijaron en Maastricht para la pertenencia a la UEM, club reservado a los países que cumplen unas condiciones de buena «salud» macroeconómica (reducida tasa de inflación, deuda y déficit públicos, tipo de interés a largo plazo, etc.). La diferencia es que en aquella ocasión los criterios se exigían para entrar en el club, mientras que ahora el club ya está formado y no es cuestión de expulsar a los países que no cumplen con un determinado criterio (por ejemplo, de tasa de morosidad). Por tanto, la clave ahora es decidir cuándo y a qué ritmo se comparten riesgos, siendo este el punto clave a dirimir para completar la unión bancaria con el sistema europeo de garantía de depósitos.

Las diferencias en la situación de los distintos sectores bancarios de la Eurozona (que se han puesto de manifiesto en el test de estrés realizado por la EBA en 2018) se dan no solo en términos de morosidad, sino en el resto de variables que definen ese estado de «salud» como la rentabilidad, la eficiencia, la liquidez o la solvencia. De hecho, como se muestra en este artículo, los rangos de variación en estas variables son importantes con los datos últimos referidos a 2017.



En este contexto, el objetivo de este artículo es mostrar la imagen más reciente de la configuración y salud de los sectores bancarios europeos en dimensiones como el tamaño de los sectores, la estructura del mercado, el grado de integración con otros sectores de la eurozona, la rentabilidad, la solvencia, la eficiencia, la calidad del activo, la liquidez, etc. Para ello, se utiliza la información que aporta tanto el BCE como la EBA, siendo 2017 el último año completo disponible en el momento de redactar estas líneas.

El análisis que se realiza está estrechamente relacionado con los informes de seguimiento de la unión bancaria que realiza la Comisión Europea (conjuntamente con el BCE, el Mecanismo Único de Supervisión, el Mecanismo Único de Resolución) y que tienen dos objetivos: a) ofrecer información detallada de los logros alcanzados con respecto a la medidas de reducción de riesgo; y b) presentar el impacto de estas medidas con evidencia cuantitativa. Estos indicadores de riesgo analizan aspectos como la capitalización, apalancamiento, liquidez, financiación neta estable y morosidad de la banca europea. Nuestro artículo analiza estos y otros aspectos que dan una imagen más completa de las diferencias que existen en la actualidad en la situación de los distintos sectores bancarios europeos.

Además de esta introducción, el artículo se estructura de la forma siguiente. En la sección 2 se analiza la dimensión y estructura de mercado de los sectores bancarios europeos. El apartado 3 muestra la evolución de la integración del mercado bancario europeo, que en la actualidad dista mucho de ser un mercado único, sobre todo en productos minoristas. La sección 4 utiliza diversos indicadores económico-financieros para evaluar la salud de la banca europea y constatar las importantes diferencias que existen entre países, que son claves para entender las reticencias de algunos países a la mutualización de riesgos y la puesta en marcha de un mecanismo único de seguro de depósitos a nivel europeo. El apartado 5 se detiene en analizar uno de los temas que más preocupa en la actualidad en el avance a la unión bancaria y que está en el origen de la crisis de la deuda soberana (bucle deuda pública-bancaria): la exposición de los bancos a la deuda pública. La sección 6 presenta las conclusiones del artículo y algunas reflexiones adicionales del autor.

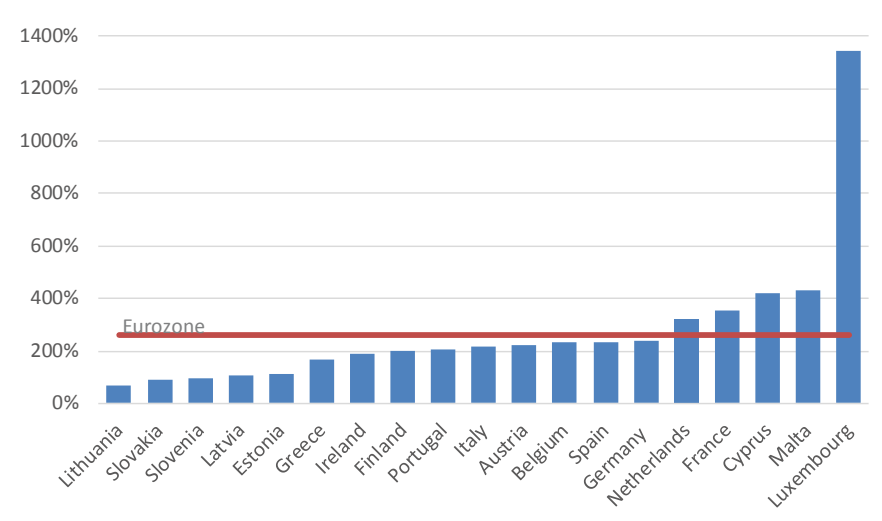
6.2. DIMENSIÓN Y ESTRUCTURA DE MERCADO DE LOS SECTORES BANCARIOS EUROPEOS

El grado de bancarización de los países europeos presenta importantes diferencias, tal y como se demuestra analizando el peso de los activos bancarios en el PIB (ver gráfico 1). Sin tener en cuenta el caso excepcional que supone Luxemburgo (con una ratio activos bancarios/PIB del 1.346%, donde la banca aporta el 16,8% y 7,6% del valor añadido y empleo, respectivamente, frente a un valor medio de la eurozona del 3,1% y 1,5%), el rango de variación es de 1 a 7, con una ratio del 431% en Malta frente a solo el 68% en Lituania. De las grandes economías de la UEM, Francia es el país con un mayor peso de los activos bancarios en su economía (354%), situándose por debajo de la media europea Alemania (236%), España (233%) e Italia (216%).



Desde 2008, coincidiendo con el inicio de la crisis financiera, la banca ha sufrido un importante desapalancamiento en un buen número de economías, con caídas del volumen de activos bancarios en 10 de los 19 países de la Eurozona, y que llegan a superar el 20% en Irlanda (61%), Grecia (36%), Chipre (35%), Austria (22%), Luxemburgo (20,4%) y España (20,3%).

GRÁFICO 1. ACTIVOS DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO/PIB DE LOS PAÍSES DE LA EUROZONA. 2017. NEGOCIO DOMÉSTICO. PORCENTAJES



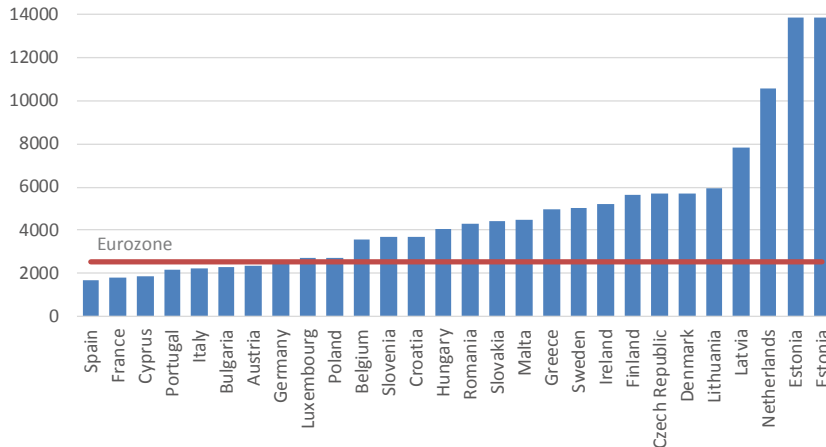
Fuente: BCE y Eurostat.

Otro indicador que aporta información sobre el grado de bancarización es la densidad de red de oficinas, aproximada por el número de habitantes que por término medio atiende una sucursal bancaria. Como muestra el gráfico 2, en 2017 también existen importantes diferencias entre los países europeos, situándose a la cabeza Estonia (con casi 14.000 habitantes por oficina) con un valor que multiplica por 8 el de España, país con la mayor densidad de red (1.693 habitantes por oficina).

La situación actual en términos de capacidad instalada ha cambiado mucho en los últimos años como consecuencia del ajuste realizado tras la crisis. En los países más afectados, el ajuste ha sido mayor, con caídas en la red de oficinas desde 2007 del 43% en Grecia, 40% en España, 50% en Chipre, 21% en Irlanda y 22% en Portugal. En paralelo, también se ha ajustado el empleo del sector (un 16% de 2007 a 2017 en la UE-28), con caídas del 35% en Grecia, 34% en España, 17% en Italia, 24% en Portugal y 6% en Chipre. El ajuste también ha sido importante en el Reino Unido, con un recorte del empleo del 30%.



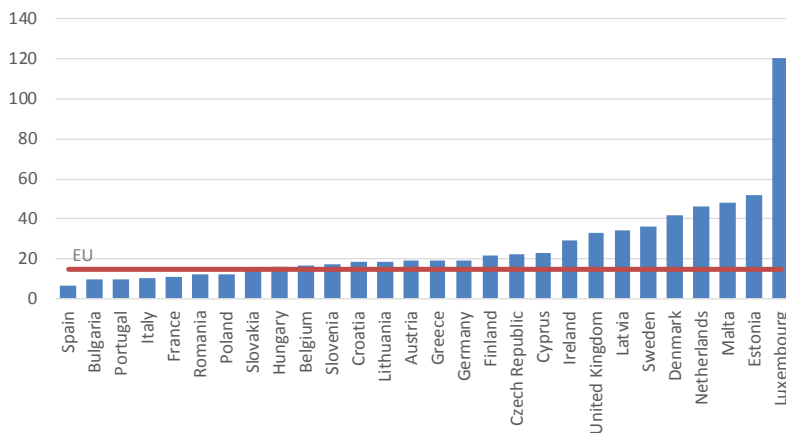
**GRÁFICO 2. NÚMERO DE HABITANTES POR OFICINA EN LOS
PAÍSES DE LA UE. 2017**



Fuente: BCE y Eurostat.

Tras el ajuste de capacidad instalada, ha aumentado el tamaño medio de las oficinas bancarias en la gran mayoría de los sectores bancarios europeos, aunque coexisten países con niveles muy distintos, oscilando entre un máximo (exceptuando el caso excepcional de Luxemburgo que tiene 120 empleados por oficina) de 48 en Malta y un mínimo de 6,6 en España. De los grandes países de la UE, Francia (10,9) e Italia (10,3) tienen tamaños por debajo de la media europea (14,7), mientras que Alemania (19,3) y Reino Unido (32,8) se sitúan por encima.

GRÁFICO 3. NÚMERO DE EMPLEADOS POR OFICINA BANCARIA. 2017

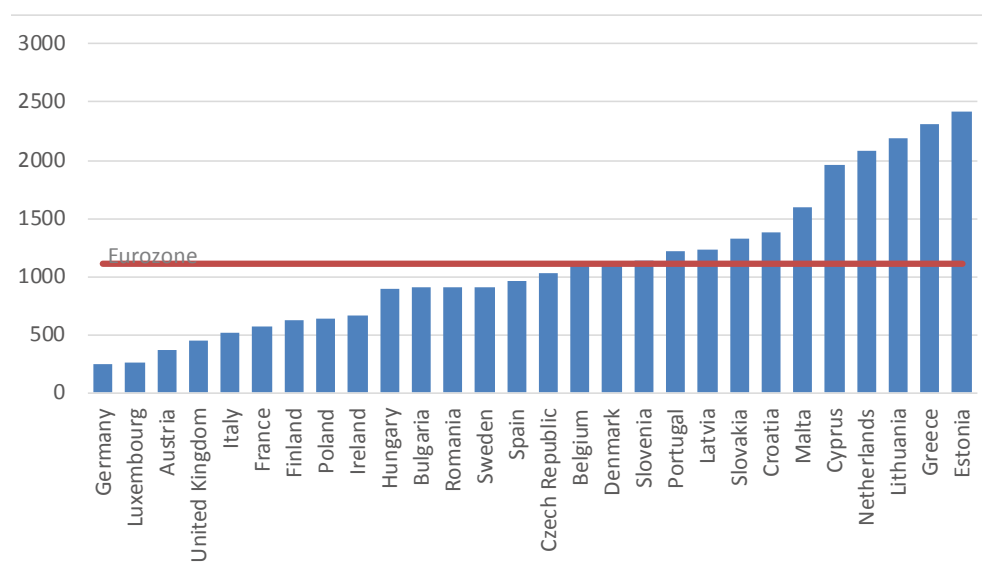


Fuente: BCE.



La crisis ha obligado a reestructurar el sector bancario de algunos países europeos, recurriendo a las fusiones y absorciones como estrategia para buscar sinergias y reducir costes. Ello se ha traducido en una importante reducción del número de competidores (de 2008 a mayo de 2018 el número de entidades de crédito ha caído un 28% en la Eurozona, pasando de 6.570 a 4.715, con caídas por encima del 40% en Chipre, España, Francia, Grecia y Holanda) y un aumento de la concentración del mercado. En este último caso, la concentración media (no ponderada) (medida por el índice de Herfindahl) ha aumentado un 7,2% en la zona euro de 2008 a 2017, destacando el crecimiento en Grecia (97%), España (94%) y Chipre (93%), países cuyos sectores bancarios han sufrido en mayor medida el impacto de la crisis. No obstante, el aumento de la concentración no es un rasgo común a todos los sectores bancarios europeos, dado que ha caído en países como Austria, Bélgica, Luxemburgo y Holanda. En 2017, como muestra el gráfico 4, la concentración de Estonia (2.419 puntos) multiplica por 10 la de Alemania (250), situándose cinco países (Chipre, Holanda, Lituania, Grecia y Estonia) por encima del umbral de los 1.800 a partir del cual un mercado se considera excesivamente concentrado. En este escenario, el interrogante que se plantea es si las abultadas diferencias en el grado de concentración del mercado entre países se traducen en diferentes niveles en la intensidad de la competencia y, por esta vía, en diferencias en los niveles de rentabilidad.

**GRÁFICO 4. CONCENTRACIÓN DE LOS MERCADOS BANCARIOS DE LA UE.
ÍNDICE DE HERFINDAHL. 2017**



Nota: el dato de la Eurozona es media no ponderada.

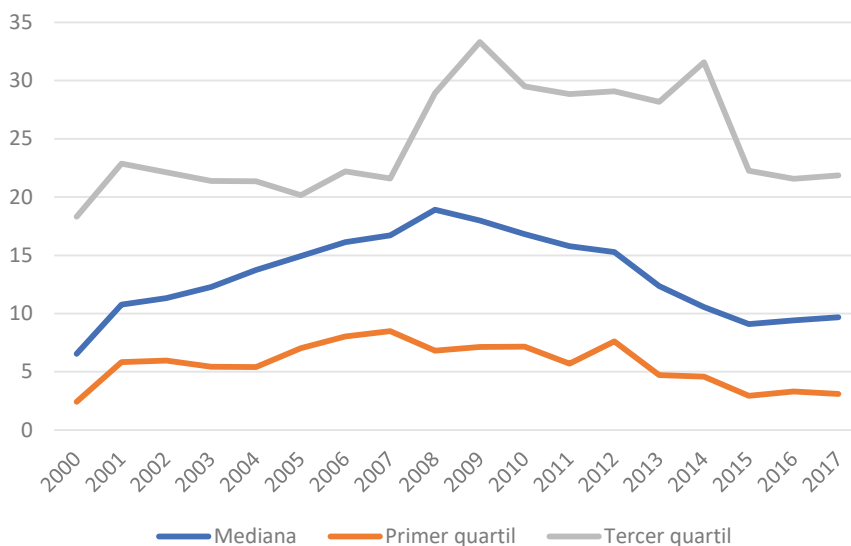
Fuente: BCE.



6.3. INTEGRACIÓN DE LOS MERCADOS BANCARIOS EUROPEOS

Como muestran los informes que con carácter anual realiza el BCE sobre la integración de los mercados financieros europeos, los mercados al por mayor presentan un nivel de integración muy superior a los mercados al por menor, lo que también se aplica a los mercados bancarios. Un primer indicador del reducido grado de integración bancaria en Europa es la reducida cuota de mercado que presenta la banca europea en algunos de los países de la zona euro. Así, como muestra el gráfico 5, el valor mediano de esa cuota de mercado aumentó con el nacimiento del euro en 1999 hasta 2008 donde alcanzó un valor máximo del 19%. Pero con el estallido de la crisis en ese año, la cuota de mercado ha caído al 10%, perdiendo casi la mitad de la cuota máxima alcanzada antes de la crisis. En algunos países (los situados en el primer cuartil) la cuota en 2017 se sitúa en el 3%, lo que demuestra la baja integración con otros países europeos.

**GRÁFICO 5. PESO DEL ACTIVO DE SUCURSALES Y SUBSIDIARIOS DE
BANCOS DE LA EUROZONA EN OTROS PAÍSES DE LA EUROZONA.
PORCENTAJE**

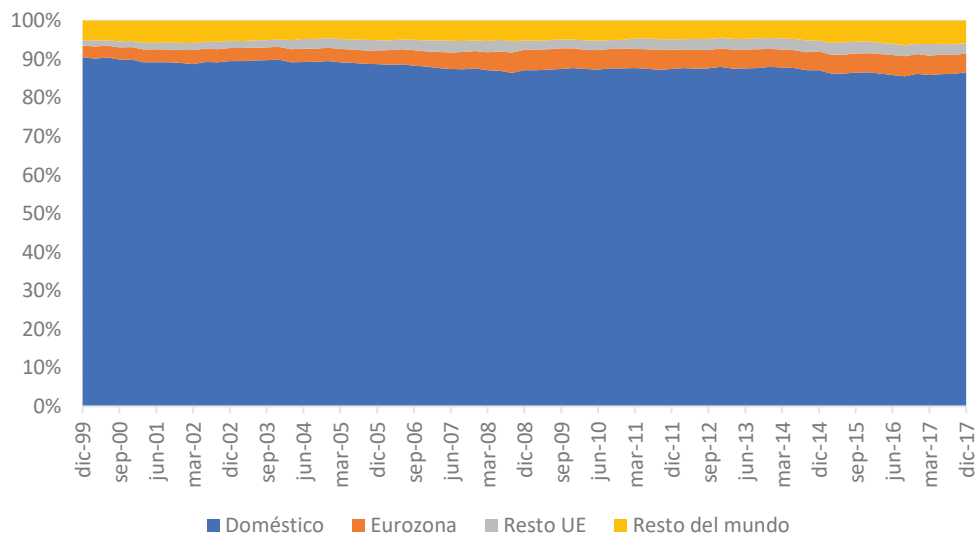


Fuente: BCE.

La baja integración de la banca europea se constata claramente viendo la distribución geográfica de los préstamos al sector no financiero. Así, en 2017, de cada 100 euros que prestan las instituciones financieras monetarias de la eurozona al sector no financiero, el 92% son a residentes del propio país y solo un 2% a residentes de otros países de la eurozona (gráfico 6). En consecuencia, existe un claro sesgo doméstico en el mercado de préstamos que demuestra un bajo nivel de integración a nivel europeo.



GRÁFICO 6: DISTRIBUCIÓN PORCENTUAL DE LOS PRÉSTAMOS DE LAS IFM A NO-IFM SEGÚN DESTINO GEOGRÁFICO



Fuente: BCE.

El impacto de la crisis financiera de 2007–08 y, con más intensidad, de la crisis de la deuda soberana de 2010, dio lugar a una Europa de dos velocidades también en el ámbito financiero abriendo el diferencial en el coste de la financiación entre los países más golpeados por la crisis y el resto de la Eurozona. Como muestra el gráfico 7, el tipo de interés del préstamo a las empresas aumentó con mucha más intensidad en el primer grupo de países (*distressed countries*) que en el resto, abriéndose una brecha desde mediados de 2010 hasta alcanzar valores cercanos a los 300 puntos básicos hasta mediados de 2013. Posteriormente, gracias a las medidas extraordinarias del BCE y el anuncio del proyecto de unión bancaria, la caída de la prima de riesgo de la deuda soberana se extendió al resto de tipos de interés, lo que ha provocado una intensa caída del coste de la financiación y del diferencial entre los dos grupos mencionados de países, situándose en 2018 (mayo) en solo 50 puntos básicos. En el caso concreto del tipo de interés del préstamo para la compra de vivienda, el diferencial entre los dos grupos de países siempre ha sido menor y también aumentó con el inicio de la crisis de la deuda soberana. Con la actuación del BCE también el diferencial ha caído hasta situarse en solo 29 puntos básicos en mayo de 2018.

6.4. LA SITUACIÓN DE LA BANCA EUROPEA

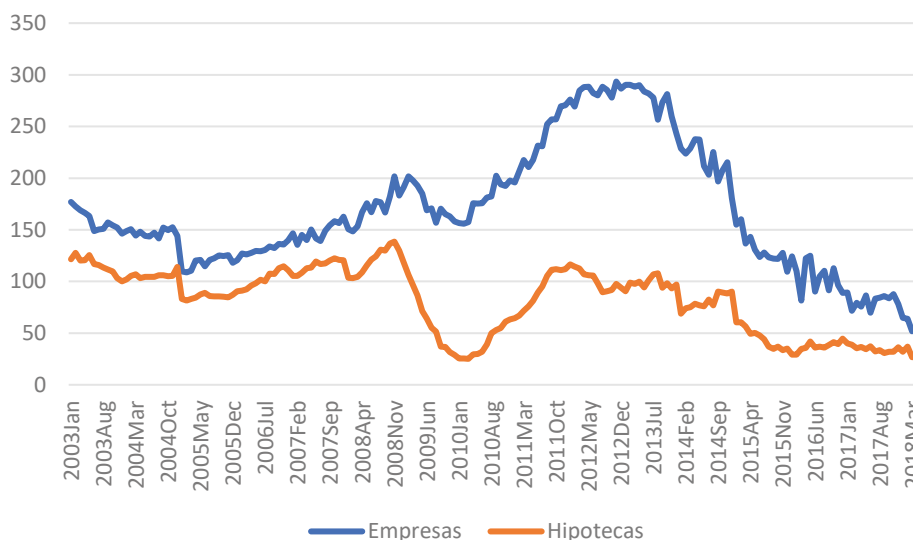
a) Calidad del activo

Como hemos destacado en la introducción, el gran escollo que existe para completar



la unión bancaria europea con el establecimiento de su tercer pilar que es un sistema europeo de fondo de garantía de depósitos es el elevado volumen de activos improductivos existente en el balance de algunos países de la eurozona, siendo este el principal y lamentable legado o herencia de la crisis, que disparó las tasas de morosidad.

GRÁFICO 7. DIFERENCIAL DE TIPOS DE INTERÉS ENTRE LOS PAÍSES MÁS AFECTADOS POR LA CRISIS (CHIPRE, GRECIA, IRLANDA, ITALIA, ESPAÑA Y ESLOVENIA) Y EL RESTO DE LA EUROZONA. PUNTOS BÁSICOS



Fuente: BCE.

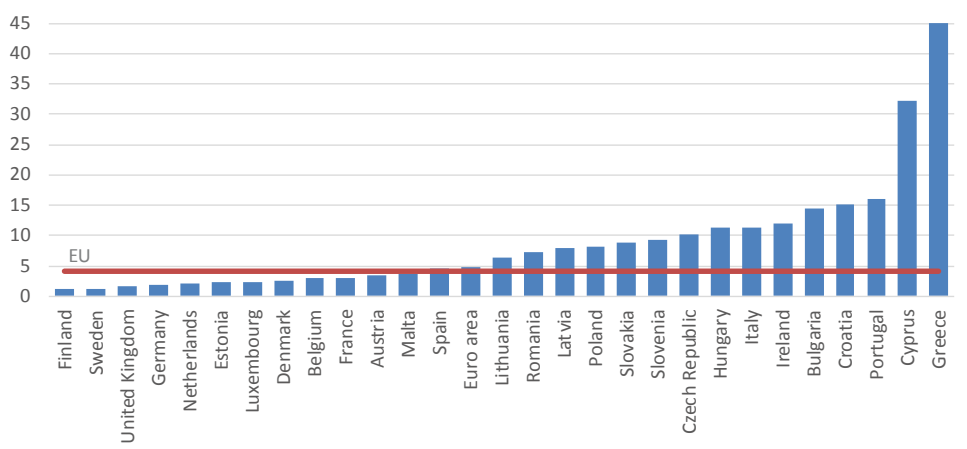
Como muestra el gráfico 8, a pesar de que la tasa de dudosidad del activo² ha caído recientemente con la recuperación económica, sigue estando en niveles elevados. En concreto, a finales de 2017 la tasa era del 4,8% en la banca de la Eurozona y del 4,1% en la de la UE-28, superando el 10% en nueve países, entre los que se encuentran Italia (11,4%), Irlanda (12,1%), Portugal (16%) y Grecia (45%).

En términos de stock de activos problemáticos, a finales de 2017 había 731.000 millones de euros. Como muestra el gráfico 9, cuatro países (Italia, Francia, España y Grecia) concentran dos tercios del total, con un importe de 169.000 millones de euros en Italia, 127.000 en Francia, 95.000 en España y 76.000 en Grecia. Los países más golpeados por la crisis concentran algo más de la mitad (54%=396.000 millones de euros) de los activos tóxicos de la banca europea.

² La tasa de dudosidad es el porcentaje de los préstamos y resto de activos que son de dudoso cobro.

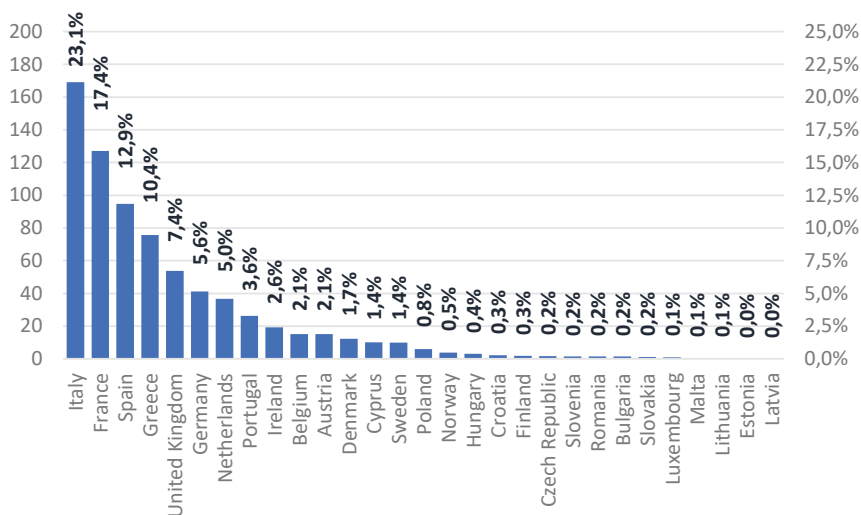


GRÁFICO 8. TASA DE DUDOSIDAD DEL ACTIVO DE LOS SECTORES BANCARIOS DE LA UE. 2017. PORCENTAJE



Fuente: BCE.

GRÁFICO 9. DISTRIBUCIÓN DEL VOLUMEN DE PRÉSTAMOS MOROSOS DE LOS SECTORES BANCARIOS DE LA UE. BILLONES (EJE IZQUIERDO) Y PORCENTAJE DEL TOTAL UE (EJE DERECHO)



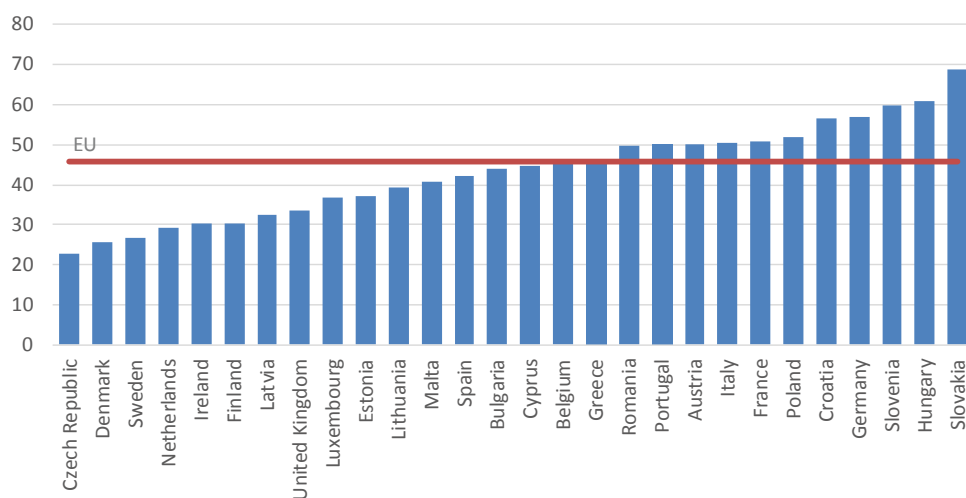
Fuente: BCE.

La verdadera dimensión del problema que supone un elevado volumen de activos tóxicos no se deriva solo de la tasa de morosidad, sino adicionalmente de la



parte de las pérdidas que han sido reconocidas y por tanto provisionadas. Si bien las comparaciones internacionales de tasa de cobertura deben hacerse con cautela por diversos motivos³, es de utilidad realizar la comparación en la banca europea. En este contexto, como muestra el gráfico 10, la tasa de cobertura de los activos problemáticos de la banca de la UE en 2017 se sitúa en el 45,7%, siendo algo mayor (47,4%) en la banca de la Eurozona. El porcentaje es más reducido en los países más castigados por la crisis que en el resto, situándose por debajo de la media Irlanda, España y Chipre, pero por encima Italia.

GRÁFICO 10. RATIO DE COBERTURA DE LA MOROSIDAD. PORCENTAJE



Source: BCE.

b) Eficiencia

En un contexto en el que la rentabilidad de la banca europea se sitúa por debajo del coste de captar capital (lo que cuestiona la viabilidad del negocio bancario que no es capaz de ofrecer lo que le pide el accionista), una variable clave a vigilar y mejorar es la eficiencia en la gestión, que obliga a recortar costes y a mejorar márgenes. Esta segunda vía es complicada en un entorno como el actual caracterizado por niveles de tipos de interés nunca antes vistos (entrando incluso en terreno negativo) que presionan a la baja

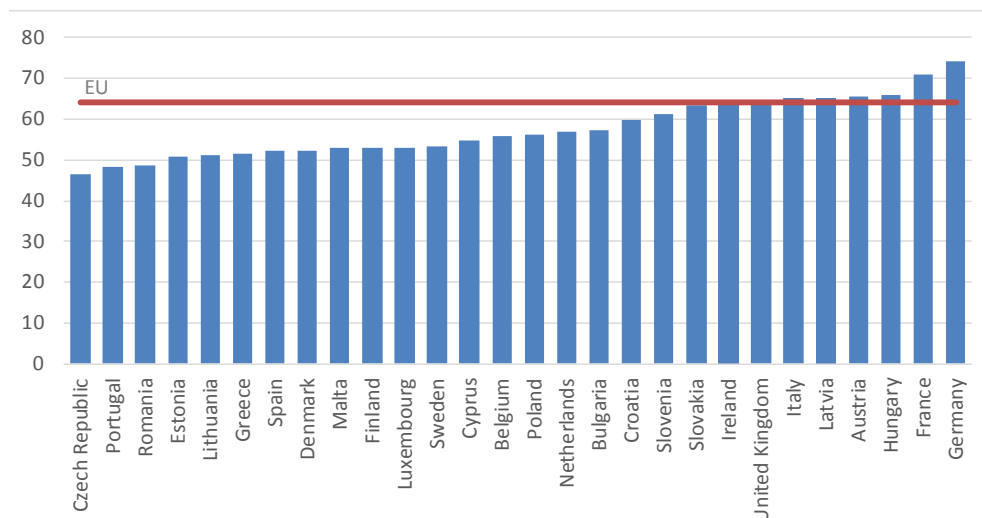
³ Existen diferencias en los criterios y parámetros de provisiones en los distintos países de la UE, por lo que un mayor volumen de provisiones no implica necesariamente una mayor calidad del activo. En ocasiones el grado de cobertura es menor tanto porque el balance es mejor como porque las provisiones exigidas son más laxas. También influye la composición de la cartera y el distinto peso de los sectores. Por ejemplo, a igualdad de morosidad, las provisiones legales son mayores cuanto mayor sea el peso del inmobiliario y menores con el crédito a empresas.



el margen de intermediación. Por tanto, el esfuerzo debe dirigirse al recorte de los gastos de explotación, que en gran parte dependen del número de oficinas, lo que explica el drástico ajuste en la capacidad instalada que han realizado algunos sectores bancarios europeos.

Como muestra el gráfico 11, también en la eficiencia existen abultadas diferencias entre los sectores bancarios europeos, con un rango de variación de casi 28 puntos porcentuales entre una ratio de eficiencia operativa máxima del 74,1% en Alemania y un 46,6% en la República Checa. Es importante llamar la atención sobre el hecho de que la eficiencia en la gestión es reducida (elevada ratio de eficiencia) en los principales países de la eurozona, situándose a la cabeza como la banca más ineficiente la alemana, seguida de Francia. También la banca italiana tiene una ratio de eficiencia superior a la media de la UE, situándose el Reino Unido en torno a esa media. La única de las grandes economías europeas que tiene una banca eficiente es la española. Es preocupante observar que países como Italia e Irlanda, que tienen elevadas tasas de morosidad, presenten al mismo tiempo reducidos niveles de eficiencia.

GRÁFICO 11. RATIO DE EFICIENCIA OPERATIVA DE LOS SECTORES BANCARIOS DE LA UE. 2017. PORCENTAJE



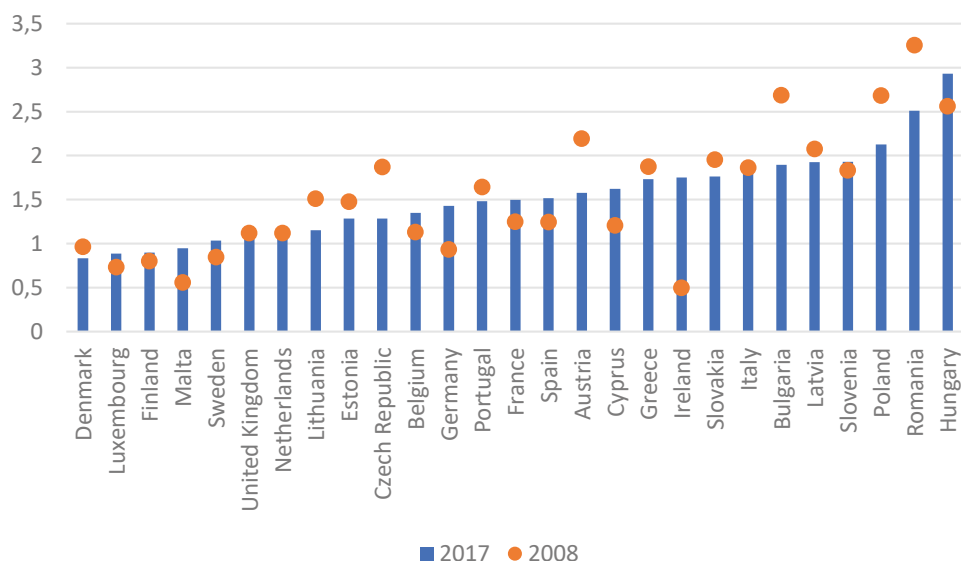
Fuente: BCE

Un hecho a destacar es que a pesar del ajuste de capacidad que se ha realizado en muchos sectores bancarios europeos, la eficiencia se ha deteriorado en un contexto de hundimiento de márgenes y de desapalancamiento, que explica que los costes unitarios (por unidad de activo) no hayan disminuido sino todo lo contrario. En concreto, en los principales sectores bancarios europeos, la ratio gastos de explotación/activo ha au-



mentado de 2008 a 2017 en 0,5 pp en Alemania, 0,3 pp en España y 0,25 pp en Francia. En Italia no ha variado y en el Reino Unido ha caído solo 0,03 pp. En consecuencia, como advierte el BCE, es necesario seguir haciendo un esfuerzo en los próximos años por reducir costes, sobre todo en los países que presentan ratios de costes unitarios más elevados (ver gráfico 12).

GRÁFICO 12. COSTES OPERATIVOS POR UNIDAD DE ACTIVO. PORCENTAJE



Fuente: BCE

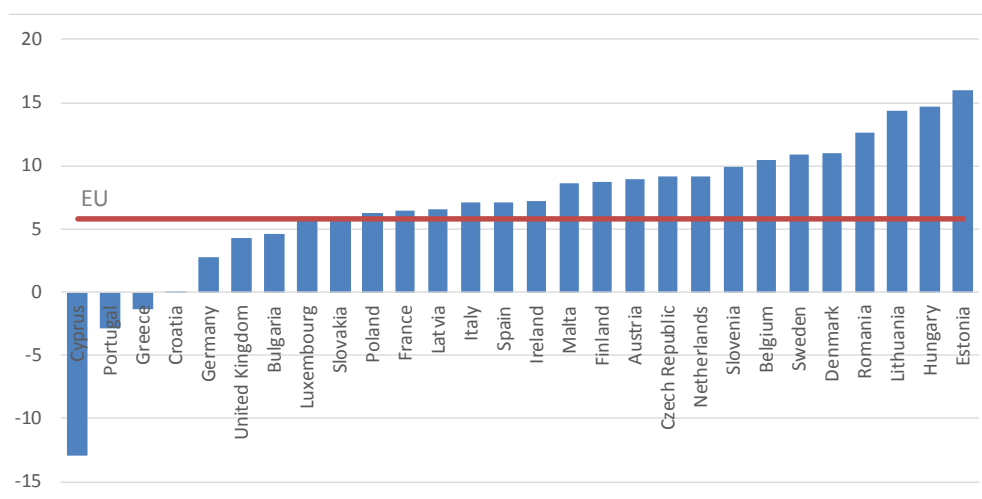
c) Rentabilidad

Tras el impacto de la crisis, la rentabilidad poco a poco se va recuperando en la banca europea, si bien sigue siendo el principal problema para un elevado número de países que presentan niveles por debajo del coste de captar capital. Así, en 2017 la ROE ha aumentado (del 3,2% en 2016 al 5,7% en 2017 en la Euro Zona como consecuencia principalmente de la menor necesidad de saneamientos, centrados en los países más afectados por la crisis), pero en 17 de los 28 países de la UE se sitúa por debajo del 8% (valor mínimo estimado del coste del capital). Detrás de la baja rentabilidad está la combinación de varios factores: el elevado importe de los activos improductivos, la presión (y coste) de la regulación, y el entorno de bajos tipos de interés que presiona a la baja el margen con el que intermedian los bancos. Frente a ese valor medio del 5,7% en la eurozona, el rango de variación oscila entre un mínimo negativo del -12,9% en Chipre y un máximo del 16% en Estonia. Los principales países de la UE (Alemania, Reino Unido, Francia, Italia, y España) presentan rentabilidades por debajo del coste del capital (8%), destacando la baja rentabilidad de la



banca alemana (2,7%) y británica (4,3%).

GRÁFICO 13. RENTABILIDAD SOBRE RECURSOS PROPIOS (ROE) DE LOS SECTORES BANCARIOS DE LA UE. 2017. PORCENTAJE



Fuente: BCE

d) Solvencia

Una de las principales lecciones de la reciente crisis financiera ha sido la insuficiencia de recursos propios que existía para afrontar las multimillonarias pérdidas asociadas al deterioro del valor de los activos bancarios que en un elevado porcentaje se convirtieron en tóxicos. Esa insuficiencia de recursos propios explica el endurecimiento de la regulación del capital materializada en los acuerdos de Basilea III que exigen más capital y de más calidad. Adicionalmente, esa necesidad de más recursos propios se ha reforzado con nuevas exigencias (deuda anti-crisis) como los MREL (pasivos con capacidad de absorber pérdidas) y los TLAC (también pasivos que se exigen a los bancos de importancia sistémica global y que absorben pérdidas en caso de resolución).

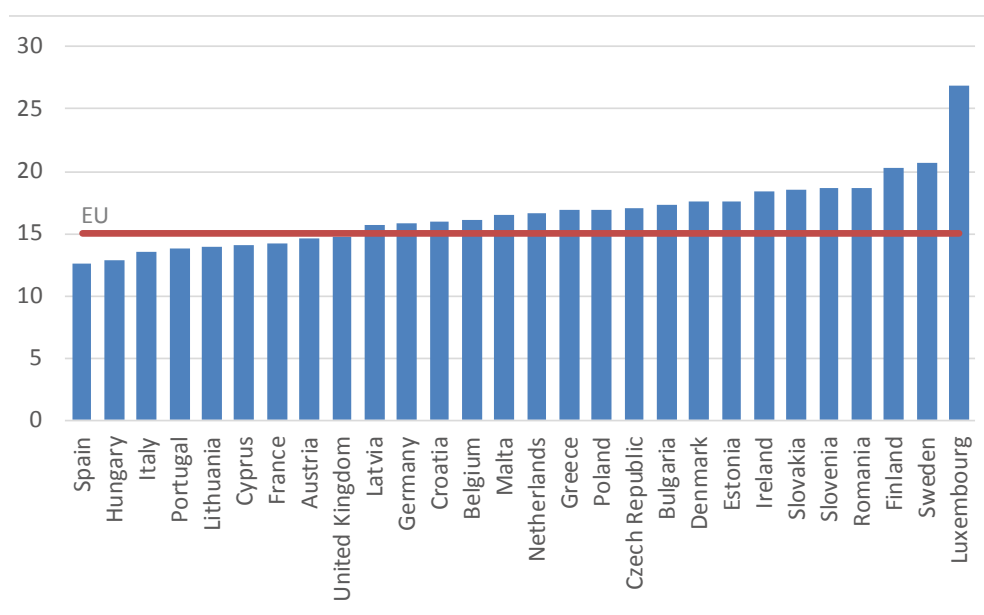
Fruto de la nueva y exigente regulación, la banca europea ha fortalecido sustancialmente su solvencia, aumentado 8,7 pp (del 12,2% al 18,9%) el coeficiente de solvencia total de 2007 a 2017. En el caso del capital de más calidad (CET1), el nivel en 2017 se sitúa en el 15% en la banca de la UE y en el 14,7% en la de la eurozona.

Si bien todos los países cumplen de forma holgada con los nuevos acuerdos de Basilea III que exigen en 2019 un nivel de capital CET1 del 7% incluyendo el colchón de conservación (2,5%) y del 10,5% en términos del coeficiente de solvencia total, una vez más hay importantes diferencias entre países (ver gráfico 14), con un valor máximo en



Luxemburgo (26,9%) que más que duplica el mínimo de España (12,6%)⁴. Con la excepción de la banca alemana, la solvencia del resto de las grandes economías europeas se sitúa por debajo de la media de la UE. Obviamente, los sectores situados en la parte baja del ranking deben hacer un mayor esfuerzo por aumentar aún más sus recursos propios, siendo oportuna la recomendación del supervisor de destinar parte de sus beneficios a aumentar reservas. Como señala el BCE (2017), de media la ratio CET1 de los países más afectados por la crisis se sitúan por debajo del resto, lo que en parte se debe a la menor capacidad de destinar a reservas parte del beneficio.

GRÁFICO 14. SOLVENCIA DE LA BANCA EUROPEA (CET1). 2017.
PORCENTAJE



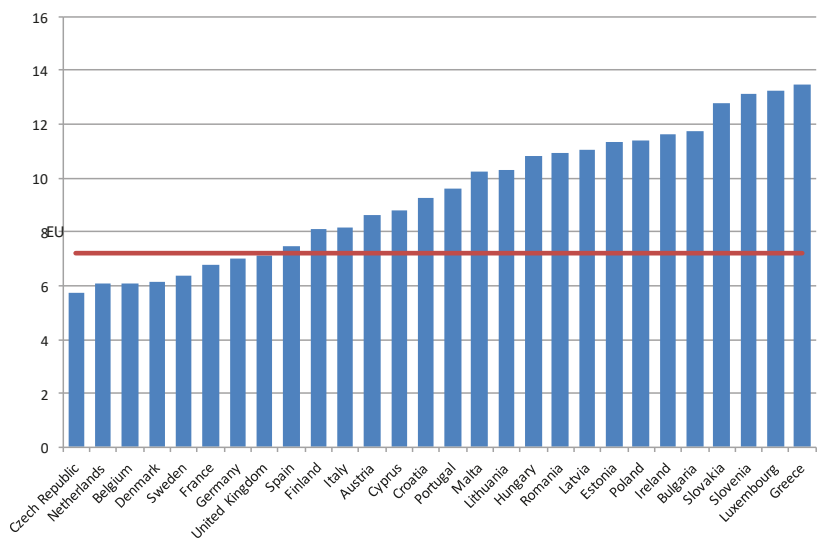
Fuente: BCE

Dado que el denominador del coeficiente de solvencia (los APR) no está armonizado a nivel internacional sino que existen diferencias metodológicas entre países, las comparativas internacionales como las del gráfico 14 deben interpretarse con cautela. De hecho, la posición relativa de algunos países en el ranking cambia considerablemente en términos de la ratio recursos propios/activo (sin ponderar por riesgo), tal y como ilustra el gráfico 15. Es el caso por ejemplo de la banca española que ocupa el último lugar del ranking en términos de ratio de solvencia, pero se aleja de esa posición en términos de ratio de capitalización.

⁴ El dato de España de 2017 se ve afectado por las pérdidas del Banco Popular.



GRÁFICO 15. ACTIVOS PONDERADOS POR RIESGO COMO PORCENTAJE DEL ACTIVO. 2017. PORCENTAJE

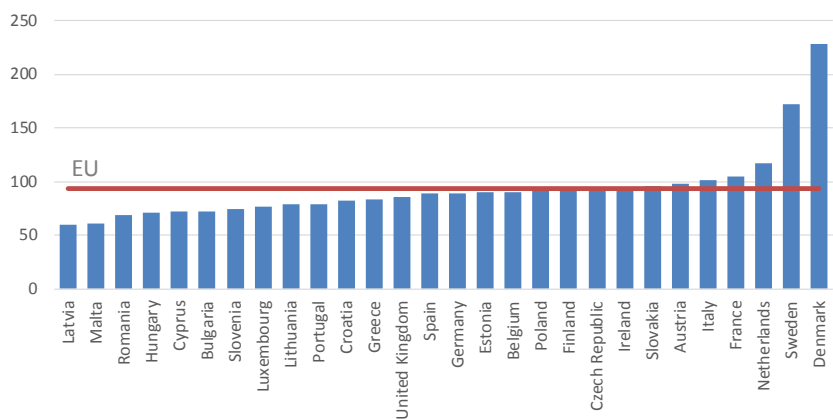


Fuente: BCE

e) Liquidez

En términos de liquidez, tras el intenso desapalancamiento que ha tenido lugar en los años de crisis en aquellos países en los que más creció el crédito en los años anteriores, ha mejorado el gap de liquidez, con una intensa caída en la ratio préstamos/depósitos. Así, la situación a finales de 2017 no muestra valores preocupantes, salvo los casos puntuales de Suecia y Dinamarca, con ratios del 172% y 229%, respectivamente.

GRÁFICO 16. RATIO PRÉSTAMOS/DEPÓSITOS. PORCENTAJE

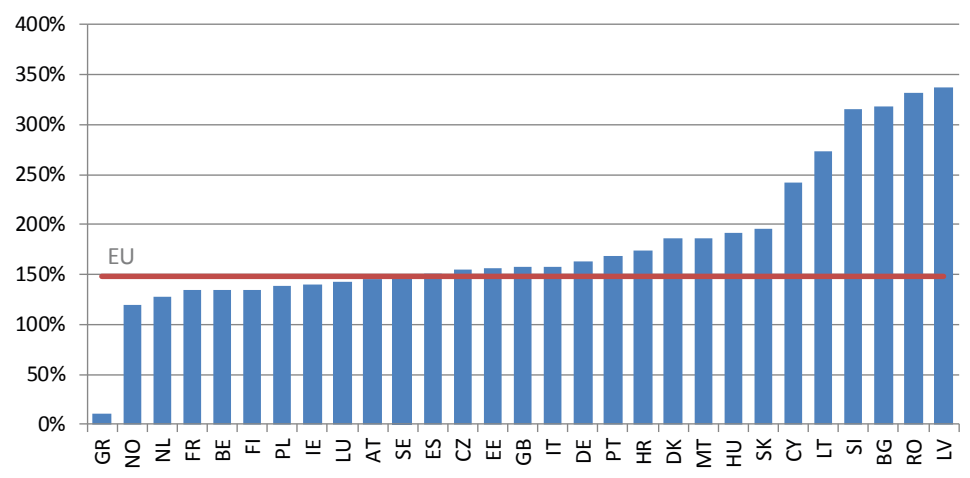


Fuente: BCE



En términos del ratio de cobertura de liquidez introducido en los acuerdos de Basilea III (cuyo objetivo es hacer frente a problemas de liquidez a corto plazo en un periodo de 30 días), con la excepción de Grecia, el resto de sectores bancarios de la UE cumplen holgadamente con el requisito de que supere el 100% en 2018, situándose en algunos casos incluso por encima del 300% (ver gráfico 17) y en nueve países por debajo del valor medio del 148%.

GRÁFICO 17. RATIO DE COBERTURA DE LIQUIDEZ. 2017. PORCENTAJE



Fuente: EBA

6.5. EXPOSICIÓN DE LA BANCA EUROPEA A LA DEUDA SOBERANA

Un hecho preocupante de cara a romper el círculo deuda bancaria-soberana que está en el origen de la crisis de la deuda en Europa, y que ha obligado a muchos países a endeudarse para rescatar bancos y objetivo clave de la unión bancaria, es observar que hay claramente dos Europas viendo el peso que la deuda soberana tiene en el balance de la banca europea. Así, como muestra el gráfico 18, los países que han sufrido más la crisis coinciden con los que tienen sectores bancarios más expuesto al riesgo soberano, con porcentajes que superan el 10% en Italia, Portugal y Eslovenia. La banca italiana es la que tiene más deuda pública en valor absoluto (434.000 millones de euros), siendo de destacar también la banca española (249.000 millones de euros).

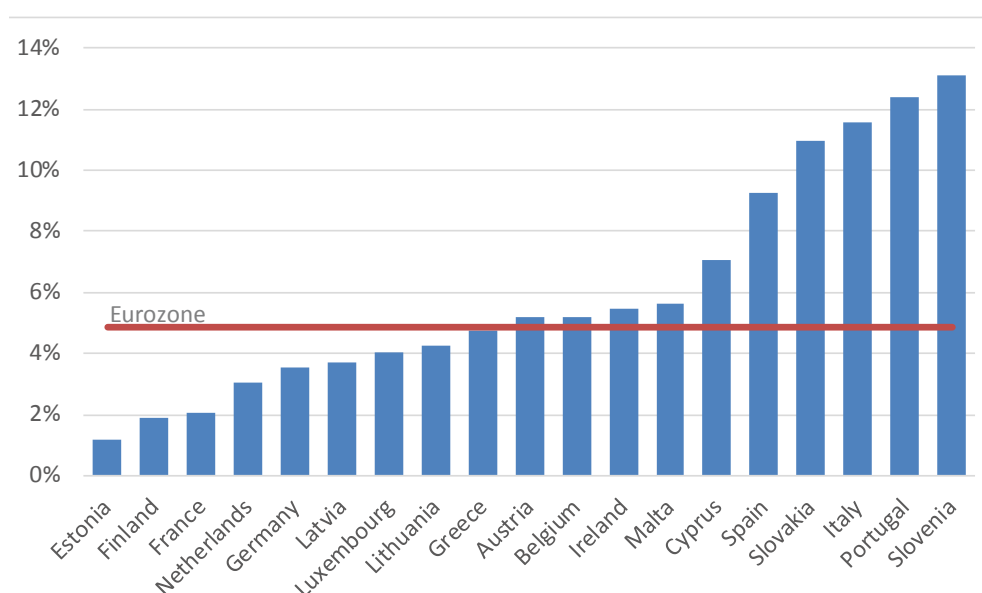
En este contexto, se entienden las propuestas para reformar la regulación de los APR⁵, teniendo en cuenta el distinto riesgo de la deuda pública de los países de la euro-

⁵ De momento no se ha alcanzado ningún acuerdo en el seno del BIS para la reforma del



zona. En la misma línea se incluye la propuesta de la Unión Europea⁶ de crear un nuevo activo financiero respaldado por deuda pública de los países de la zona euro (*sovereign bond-backed securities*, SBBS) con el objetivo de que los bancos diversifiquen su tenencia de deuda pública y se debilite el círculo deuda bancaria–soberana⁷.

GRÁFICO 18. PESO DE LA DEUDA PÚBLICA EN LOS BALANCES DE LA IFM DE LA EUROZONA. JUNIO 2018. PORCENTAJE



Nota: el dato de la Eurozona es media no ponderada.

Fuente: BCE

tratamiento a efectos de riesgo de este tipo de activos. En un contexto en el que finaliza el programa de compras de activos del BCE a finales de 2018, no parece que sea el momento de penalizar con consumo de capital la tenencia de deuda pública en los balances bancarios (véase BIS, 2017). Además, algunos países presentan elevados niveles de endeudamiento y déficits públicos, lo que dificultaría su financiación si se penaliza la compra de deuda pública por parte de los bancos.

⁶ Ver Comisión Europea (2018).

⁷ Un resumen de las diferentes propuestas sobre el tratamiento de la deuda pública en los balances bancarios puede encontrarse en Bergés *et al* (2018).



6.6. CONCLUSIONES

El actual grado de integración bancaria europea es reducido, sobre todo en los mercados minoristas. Las diferencias entre países en las condiciones de acceso a la financiación siguen siendo elevadas, siendo en paralelo reducido el flujo de transacciones transfronterizas entre los países del euro que, además, han caído desde el inicio de la reciente crisis. Los indicadores de integración muestran por tanto que estamos lejos de tener un mercado único bancario europeo, lo que impide una mayor convergencia en términos de bienestar (PIB per cápita) que es el objetivo último de la UEM. Es en este contexto en el que adquiere suma importancia el proyecto de unión bancaria, como vía para avanzar hacia una verdadera Unión Económica y Monetaria.

La unión bancaria sigue siendo un proyecto incompleto a pesar de que dos de sus tres pilares están en funcionamiento desde 2014 (mecanismo único de supervisión) y 2015 (mecanismo único de resolución). La última cumbre del euro celebrada en diciembre de 2018 ha conseguido despejar la incertidumbre que existía respecto al *back-stop* del fondo único de resolución (se ha decidido que sea el MEDE), pero no ha supuesto ningún avance hacia el mecanismo único de garantía de depósitos, tercer pilar indispensable para completar la unión bancaria europea. Tampoco ha abordado un aspecto de especial importancia como es la elevada exposición de los bancos a la deuda pública nacional y que está en el origen de la reciente crisis.

Como se ha mostrado en este artículo con indicadores que permiten analizar la estructura y salud bancaria, las abultadas diferencias que existen entre los sectores bancarios europeos suponen un freno a la necesaria mutualización de riesgos inherente a una unión bancaria. Estas diferencias se han puesto de manifiesto en el último test de estrés cuyos resultados publicó la EBA en noviembre de 2018. Como se refleja en el anexo, el examen realizado muestra importantes diferencias en el grado de fortaleza de los sectores bancarios de la UE para afrontar un escenario de estrés, como consecuencia tanto de la diferente posición de partida en términos de solvencia como de su capacidad de resistencia.

Al igual que la existencia de importantes diferencias en los desequilibrios macroeconómicos de los países de la UEM han alimentado el riesgo de una Europa de dos velocidades e impedido avanzar hacia una unión fiscal y a la creación de eurobonos, las diferencias en variables como la tasa de morosidad, la eficiencia, la solvencia o la rentabilidad, también configuran un sector bancario europeo dual, sobre todo en términos de morosidad, en la que los sectores que encabezan el ranking coinciden con los países más castigados por la crisis de la deuda soberana (*distressed countries*). Mientras las diferencias en tasas de morosidad entre sectores bancarios no se reduzcan (el país con mayor tasa multiplica casi por 40 al de menor tasa), es difícil convencer a los países con menores tasas que acepten compartir riesgos con los países con mayores tasas, como ha quedado de manifiesto en la última cumbre del euro. Es precisamente en este contexto en que se entiende la prioridad que para el BCE y la Comisión Europea tiene reducir el volumen de activos improductivos de la banca europea (con propuestas como la creación de un mercado secundario, nueva senda de provisiones para los préstamos morosos, etc.), condición necesaria (pero no suficiente, como se comenta en el párrafo siguiente) para



mutualizar riesgos en torno a un fondo único de garantía de depósitos a nivel europeo.

Aunque la prioridad debe ser poner en marcha el tercer pilar de la unión bancaria, no hay que olvidar que en el origen de la crisis de la deuda soberana estuvo el tantas veces mencionado círculo vicioso entre deuda bancaria y deuda soberana, círculo que si bien se debilita con los tres pilares de la unión bancaria, no se rompe por completo si en los balances de la banca europea sigue habiendo un excesivo volumen de deuda pública doméstica. Seguramente no es el mejor momento para imponer límites o exigir consumo de capital en la tenencia de deuda pública en los balances bancarios, ya que con la finalización del programa de compra de activos del BCE y los elevados niveles de endeudamiento público (con las consiguientes necesidades de refinanciación en los próximos años), la banca jugará un papel importante absorbiendo la deuda que actualmente está en manos del BCE. Pero conforme nos alejemos poco a poco del final del QE del BCE, será conveniente tomar medidas para evitar una excesiva concentración de riesgos bancarios en deuda soberana, con consumos de capital diferenciados según el riesgo de cada país y/o con límites al peso de la deuda pública en el activo de un banco.

Una última reflexión final. El dilema que existe en la actualidad para completar la unión bancaria es elegir entre compartir (en eso consiste la unión bancaria) y reducir riesgos (sobre todo, la morosidad). Si la prioridad se da a la reducción de riesgos, el problema es el tiempo necesario para que la morosidad se reduzca a niveles razonables que pueden retrasar en exceso alcanzar la unión bancaria. Si por el contrario la prioridad es compartir riesgos (acelerando la unión bancaria con la pronta implementación del sistema europeo de garantía de depósitos), puede peligrar la estabilidad financiera y la recuperación del crédito. Seguramente en el punto medio está la virtud y la estrategia con mayor probabilidad de ser aceptada por todos sea implementar cuanto antes el fondo europeo de garantía de depósitos aunque con un periodo progresivo hasta la plena mutualización de riesgos (como ya se hizo con fondo único de resolución). Pero en cualquier caso, convendrá poner restricciones (límites y/o consumo de capital) de forma progresiva (con un calendario *phase-in*) a la exposición de los bancos a la deuda pública si queremos romper de verdad el origen de la crisis que es el *bucle* riesgo soberano-bancario.

REFERENCIAS

- AUTORIDAD BANCARIA EUROPEA (2018). 2018 EU-WIDE STRESS TEST RESULTS, 2 November 2018. Disponible en <https://www.eba.europa.eu/documents/10180/2419200/2018-EU-wide-stress-test-Results.pdf>
- BANCO CENTRAL EUROPEO (2018). «Financial integration in Europe», May 2017. Disponible en <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/fe/ecb.financialintegration-neurope201805.en.pdf>
- BERGES, A., PELAYO, A. y ROJAS, F. (2018), «Nexo «bancos-deuda soberana» en España (II): la perspectiva bancaria», *Cuadernos de Información Económica* 266, 49–58. Disponible en http://www.funcas.es/publicaciones_new/viewarticulo_pdf.aspx?IdArt=23862



BIS (2017). «The regulatory treatment of sovereign exposures», December 2017. Disponible en <https://www.bis.org/bcbs/publ/d425.pdf>

COMISIÓN EUROPEA (2018a). «Overview of Progress in Achieving Risk Reduction Measures (RRMs) A Follow-up Note to the February 2018 discussions on EMU deepening». Disponible en <https://www.consilium.europa.eu/media/35862/riskreduction.pdf>

COMISIÓN EUROPEA (2018b). «Financial Union: Commission launches risk reduction proposal to enable sovereign bond-backed securities», Disponible en http://europa.eu/rapid/press-release_IP-18-3725_en.htm?locale=en

ANEXO: EL TEST DE ESTRÉS DE LA BANCA DE LA UE

El test de estrés realizado en 2018 en el contexto de la metodología de la Autoridad Bancaria Europea (2018) incluye a 48 entidades de la UE que representan alrededor del 70% de los activos bancarios. Para la media de la UE, el escenario adverso contempla los siguientes supuestos en las condiciones económicas y financieras: una caída acumulada del PIB de 2018 a 2020 del 8,3% respecto al escenario base; una tasa de paro en 2020 3,3 pp por encima de la esperada; una caída (deflación) acumulada del IPC del 3,5%; un desplome del precio de los activos inmobiliarios del 27,7% en esos tres años; una caída media anual de la bolsa del 26%; y un tipo de interés a largo plazo en 2020 80 puntos básicos (pb) por encima del escenario base. Para cada país, los supuestos del escenario macroeconómico son distintos.

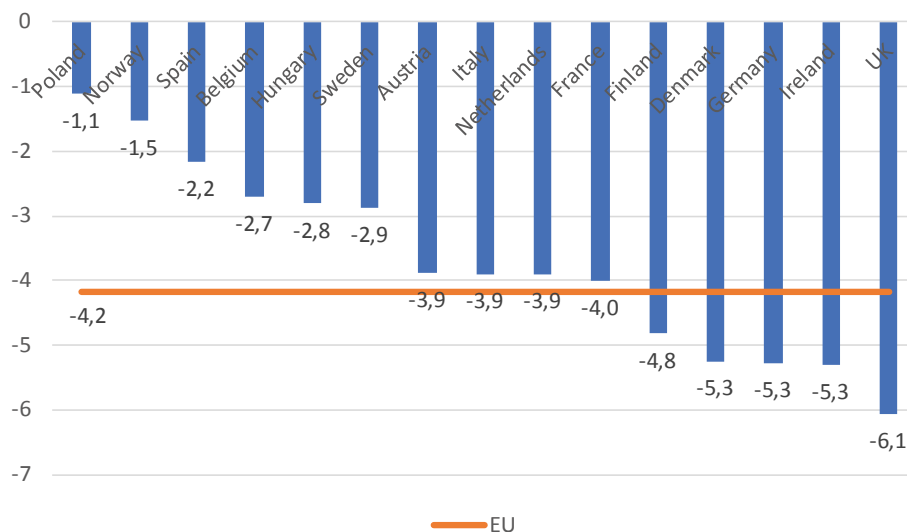
Tomando como referencia la posición estática a finales de 2017, el test de estrés abarca tres años hasta finales de 2020. Como muestra el gráfico A.1, en el escenario adverso la ratio CET1 *fully loaded* caería en 4,2 pp en la banca de la UE. Por países, el rango de variación de la caída oscila entre un mínimo de 1,1 pp en Polonia a un máximo de 6,1 pp en el Reino Unido, fuertemente influenciado en este último caso por las consecuencias del Brexit. También destacan las caídas de la ratio CET1 en Irlanda, Alemania y Dinamarca (5,3 pp en los tres casos).

Dada la distinta posición de partida en la solvencia de los sectores bancarios europeos y en su capacidad de resistencia a un escenario adverso (que es desigual en intensidad), existen importantes diferencias en la posición final en 2020 en la ratio CET1. Así, como muestra el gráfico A.2, la ratio oscila entre un valor mínimo del 8,3% en el Reino Unido y uno máximo del 17,9% en Suecia, situándose cinco países por debajo de la media de la UE (10,1%): Reino Unido (8,3%), España (9%), Austria (9%), Italia (9,1%) y Francia (9,7%).

En consecuencia, las diferencias que existen en los niveles de solvencia de partida de los sectores bancarios europeos y el distinto grado de fortaleza o capacidad de resistencia con el que pueden afrontar un escenario adverso, ayudan a explicar las diferentes posiciones de los países en torno a la mutualización/reducción de riesgos que condicionan completar la unión bancaria europea con un fondo de garantía de depósitos único europeo.

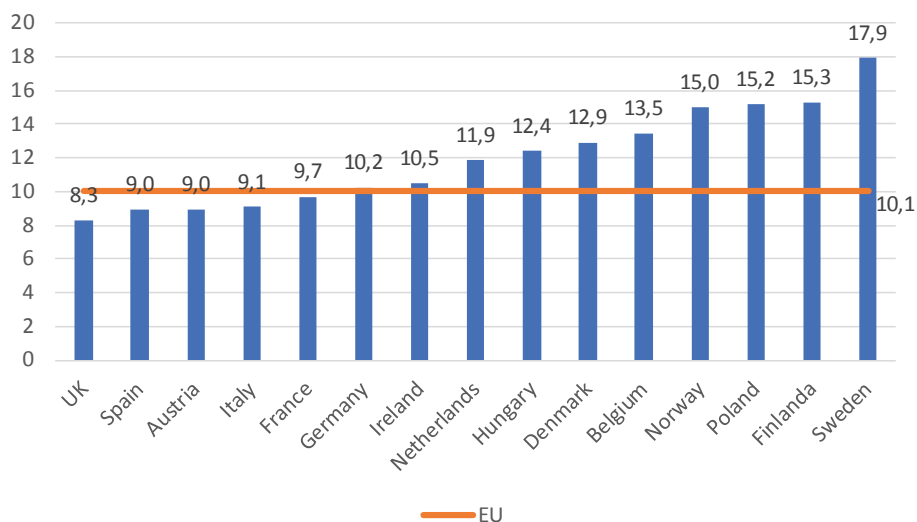


GRÁFICO A.1. REDUCCIÓN DE LA RATIO CET1 *FULLY LOADED* HASTA 2020 EN EL ESCENARIO ADVERSO (PUNTOS PORCENTUALES)



Fuente: EBA

GRÁFICO A2. RATIO CET1 *FULLY LOADED* EN 2020 TRAS EL ESCENARIO ADVERSO. PORCENTAJE



Fuente: EBA



7. CENTRAL BANK DIGITAL CURRENCIES: FEATURES, OPTIONS, PROS AND CONS

SANTIAGO FERNÁNDEZ DE LIS

OLGA GOUVEIA¹

7.1. INTRODUCTION

The development of cryptocurrencies in recent years has triggered a debate on whether Central Banks may attempt to issue cash in digital format. An emerging literature on Central Bank Digital Currencies (CBDCs) tries to analyze the viability of digital issuance, the forms it may adopt and the pros and cons of different modalities. This article, largely based on Gouveia et. al (2017), compares four stylized variants of CBDCs and assesses their relative merits. It also incorporates an analysis of the evolution of Central Banks' balance sheets and the risks embedded when their size expands considerably.

The motivation behind this analysis is based on the observation that the first papers on the topic² directly focused on what looked like the most disruptive variants, combined with the intuition that there were other modalities that may provide a better combination of pros and cons.

It is important to introduce a caveat upfront: cryptocurrencies have been accompanied by Distributed Ledger Technologies (DLTs), the best known of which is blockchain, that allows for a decentralized mechanism for proving the legitimate possession of the currencies and transfer this property. By analogy, the literature on CBDCs generally assumes that they will rely in a modality of DLT. But scalability remains a challenge for DLTs, and the comparison with traditional Central Bank-based payment systems (Real Time Gross Settlement Systems – RTGS) concludes that the latter are generally more

¹ BBVA Research.

² See for instance Barrdear and Kumhof (2016).



efficient than blockchain– based payment systems, introducing certain doubts on the premises of CBDCs: why would Central Banks move away from a more to a less efficient system? The implicit assumption in this paper is that DLTs are in their infancy and in the near future we will see dramatic improvements in their efficiency, solving the scalability problem, including in energy consumption.

7.2. CBDCS FEATURES AND VARIANTS

Cash is a very special type of asset that combines four features: (i) it is exchanged peer to peer (without knowledge of the issuer), (ii) it is universal (anybody can hold it); (iii) it is anonymous and (iv) it does not yield any interest. CBDC is an alternative to cash that is also peer to peer (P2P), but it opens the possibility of introducing changes in the other three features:

- They can be universal or restricted to a particular set of users. Likewise, DLTs can be open or closed (for instance, limited to banks or financial institutions).
- They can be anonymous (like cash) or identified (like current accounts). The first corresponds to the idea of token–based CBDCs, and the second to account–based CBDCs.
- They can pay interest or not. The delinking of cash from paper–money opens the possibility of including interest–bearing as a feature, either in the account based or in the token based variant.

These options can be combined in several ways to generate different modalities of CBDCs. The variants are summarized in the table below.

A	CBDC for interbank settlement	Restricted	Identified	No yield bearing
B	CBDC similar to cash	Universal	Anonymous	No yield bearing
C	CBDC as new policy tool	Universal	Anonymous	Yield bearing
D	CBDC as public deposit in CB	Universal	Identified	No yield bearing

The choice depends crucially on the objectives pursued with the introduction of CBDCs. There are basically four possible objectives: (i) to improve the working of wholesale payment systems; (ii) to replace cash with a more efficient alternative; (iii) to enhance the instruments available for monetary policy, especially when confronted with the zero lower bound and (iv) to reduce the frequency and cost of banking crises. How do these objectives match with the different options that CBDCs open as compared to cash?



- 1) If the objective is **to improve the functioning of wholesale payment systems**, and assuming that DLT technology would in the future be more efficient than RTGS³, you may introduce CBDCs that are only accessible to banks and other financial institutions that participate in the wholesale payment system. The resulting CBDC would be **restricted, identified and non-interest bearing**: restricted because the general public will not have access to it; identified because participants will be known by the rest; and non-interest bearing because payment systems rely on fixed nominal amount accounts, although they are normally accompanied by yield-bearing (positive or negative) accounts in the Central Bank to and from which these institutions move funds in the context of their liquidity policy. The Central Bank, which in traditional RTGS is at the center of the system, would be in this scheme just another player, although it may retain control over certain features of the system, like for instance admission and membership.
- 2) If the aim is **to replace cash** with a more efficient means of payment you would introduce a CBDC that is **universal, anonymous and non-interest bearing**: universal like cash, which can be used by anyone who holds it; anonymous because this is an essential feature of cash⁴; and non-interest-bearing to emulate cash. Why would the authorities wish to replace cash with a digital variant? Among other reasons, cash logistics are costly (to issue, circulate and retire cash requires an expensive infrastructure), it deteriorates over time, it is dirty and transmits diseases, and it generates crime (theft) and falsifications. A digital variant would be more efficient, cleaner and safer.
- 3) If the authorities want to **enhance the instruments of monetary policy**, in particular in the proximity of the zero-lower bound, they would introduce a CBDC that is **universal, anonymous and yield-bearing**. It should be universal because you want to reach the public (and ultimately replace the banknotes in the hands of the population); yield-bearing because you want to exploit the opportunity digital money provides of carrying interest rates, either positive or negative; and anonymous also for similarity with cash, although it could be identified too (but for reasons of clarity of the different models this option is reserved to the next variant). As mentioned above, interest rates may be positive or negative. Historically the former is much more frequent than the latter, but the objective of this proposal being overcoming the problems of the zero-lower bound, the proponents are rather thinking on negative interest rates situations.

³ As mentioned before, this is a very strong assumption. At the same time, however, closed DLTs (like the ones needed in option (i)) do not face the scalability problem of open DLTs (like those under options (ii) to (iv)). Although DLTs are less efficient now than RTGS, the distance between both is not huge. This implies that a little improvement in DLTs can offer a suitable alternative to RTGS.

⁴ According to some studies, the demand for cash is in a significant part driven by anonymity and related to fraud, criminal activities or tax evasion. Rogoff (2016) mentions that in some countries this type of demand reaches as much as 40%.



- 4) If the aim of introducing CBDCs is **to reduce (or even eliminate) the likelihood and destabilizing impact of banking crisis**, then the modality would be **universal, identified and non-interest bearing**. Universal because the idea is to open accounts for the population in the Central Bank; identified like in the case of bank deposits; non-interest bearing because, like in the previous variant, we want to differentiate option (iv) from option (iii), although the possibility of combining both features (identified and interest bearing) is always an option. According to the logic behind this proposal, banking crises are the result of fractional reserves, which implies that sight deposits with fixed nominal value are behind longer-term credit with and uncertain value and limited liquidity. This mismatch makes banks vulnerable to bank runs. If the Central Bank provided deposits to the population in the form of CBDCs, the provision of payments would be delinked from the provision of credit and, following this logic, most banking crises would be avoided.

7.3. PROS AND CONS OF THE DIFFERENT VARIANTS

These variants have very different implications, and their viability would also be quite different. Option (i) is less ambitious and would «only» imply a change in the functioning of wholesale payment systems, whereas options (ii), (iii) and (iv) are potentially very disruptive, and probably increasingly so. Replacing cash with a digital variant would change many of our habits, but in option (ii) only cash changes, not the economy or the financial system. In option (iii) the possibilities of monetary policy would be significantly enhanced, and the Central Bank would have at its disposal a very powerful instrument. In option (iv) the financial system would be completely transformed from what we know.

Assessing the pros and cons of these variants is not easy. In general, the most radical modalities are potentially more rewarding, but also riskier. And the uncertainty of this assessment also increases with the ambition of the proposals.

In **option (i)** one may expect an increase in the efficiency of the wholesale payment systems. Current RTGS infrastructure provided by Central Banks is secure and reliable, but expensive from the point of view of collateral consumption. An alternative based on DLT has the potential to reduce the collateral needs. Also the role of the Central Bank as guarantor of the transactions would be decentralized, with potential efficiency gains. And it would probably be opened to more participants beyond banks, which would increase competition and reduce costs. Admittedly, the latter is a trend that is in any case ongoing in existing payment systems, and that will take place anyway as the implications of new regulations like the PSD2 in Europe extend their impact⁵.

One area where there is a huge potential for efficiency gains is in cross-border payment systems⁶. Cryptocurrencies offer an opportunity for dramatic cost reductions,

⁵ Mersch (2018) defends the idea that conventional technology, not virtual currencies, is the one that is making real progress in the payments field.

⁶ See IMF (2017).



which may translate into faster and less expensive transactions, for instance in remittances. But it is unclear whether CBDCs may compete with cryptocurrencies in this, being based on national payment systems. Central Banks may, however, have incentives to develop interconnected payments systems for cross-border transactions if threatened by the competition of cryptocurrencies.

Option (ii) opens the possibility of replacing cash with a far more efficient alternative. As mentioned before, cash is costly to produce and replace, requires a heavy infrastructure, and is also easily lost or stolen. CBDCs open the possibility of Central Banks offering a far more efficient alternative to facilitate P2P payments. The incentives for Central Banks to develop this new type of cash can be enhanced if the competition of cryptocurrencies is seen as a threat for seigniorage. This is not the case now, due to the huge volatility of cryptocurrencies, but this may change, especially with the development of new, more stable cryptocurrencies (the so called «stablecoins» – see below).

The main drawback of this option lies in the anonymity. One thing is to issue banknotes that by their very nature are anonymous and a very different one is that Central Banks issue a digital means of payment that is deliberately chosen to be anonymous and therefore a channel of illegal payments and criminal activities. It is very difficult that the same Central Banks that require commercial banks to implement costly mechanisms to prevent money laundering and the financing of terrorism (the AML/CFT regulation) are issuing at the same time the means to carry such activities. One may argue that this is already the case with cash. But anonymity is intrinsic to cash, whereas in the case of CBDCs it would be a deliberate decision. This is the reason why most Central Banks consider that, in case they issue CBDCs, they would do it under the account modality (option (iv) in our taxonomy) rather than under the token modality (option (ii)). This implies that the demand for cash driven by anonymity would move to other currencies, including cryptocurrencies. The loss of income (seigniorage) for Central Banks (and ultimately treasuries) would be significant. If Central Banks decide to opt for the account based modality it would have far reaching implications, analyzed under option (iv) below.

Option (iii) would open new possibilities for monetary policy. The recent crisis, to which Central Banks reacted with aggressive monetary easing, opened new questions related to the zero–lower bound of interest rates. As rates approached this limit, but the economy continued to require stimulus, Central Banks embarked in new Quantitative Easing (QE) strategies, including entering into negative interest rates territory in some of their operations with banks. But the existence of cash, with fixed nominal value, sets a limit to the scope of negative interest rates. If they go too far into negative territory, arbitrage will lead to cash hoarding. In practice this means that Central Banks cannot go beyond a few basis points, perhaps as far as minus one percentage point, but no farther. This constraint is a limitation to the expansionary monetary policies that can be implemented in a recession.

Hence the proposal to introduce CBDCs to extend the negative interest rate territory (Rogoff (2016)). The firing power of monetary policy would be greatly reinforced. But this proposal has profound implications. To start with, physical cash would need to be eliminated (or limited to very small denominations), to avoid arbitrage. Furthermore,



this option would probably require the introduction of capital controls, because with negative interest rates on domestic cash, the population would probably tend to resort to foreign currency (dollarization). Capital controls may limit deposits denominated in other currencies, but cash in dollars or other foreign currency would be much more difficult to control. We would enter into a world of «financial repression», in the terminology of Carmen Reinhart (2012).

The key question is whether an independent Central Bank in charge of maintaining price stability would have the legitimacy to impose such policies. Central Banks are vulnerable to democratic legitimacy criticisms; more so the more functions they accumulate. Accountability is easier when you have just one objective (price stability), but much more difficult with several objectives whose weighting is arbitrary. Having at their disposal a tool that may imply the impoverishment of the whole population (at least in nominal terms) and that is in the frontier between monetary and fiscal policy is probably incompatible with Central Bank independence.

Finally, **option (iv)** opens the possibility for the general public to open an account at the Central Bank. This is the most disruptive and ambitious option. Proponents of this modality in general want to address the question of recurrent banking crises and banks vulnerability. In their view, crises are a consequence of the fractional reserves of banks as well as their role as providers of deposits with a fixed nominal value in their liability side and as providers of credit with a variable and uncertain value on the asset side. According to this view, technology offers now the possibility to delink the generation of deposits from the provision of credit, radically transforming the role of banks and Central Banks. There are several variants of this family of proposals: in some of them banks are transformed into credit institutions that raise their resources in the market. In others, banks issue deposits but only invest in a safe asset like public debt (narrow banking). In yet others, banks compete with Central Banks in the generation of deposits⁷. In most of them existing safety nets like Deposit Insurance and the role of the Central Bank as Lender of Last Resort (and even important aspects of present prudential regulation of banks) would probably be redundant and can therefore be eliminated or significantly reduced.

The goal of this family of proposals is a very relevant and ambitious one: to reduce and eventually eliminate banking crises. This would require profound changes in financial intermediation. In the most elaborated proposal (Barrdear and Kumhof (2016)) Central Banks issue deposits that do not necessarily crowd out banks' deposits. The latter would always have the possibility of paying interest⁸ and providing transactional services (like transfers and direct debits)⁹ which would make them more attractive to compensate the higher security of Central Bank deposits.

One drawback of this proposal is that it could facilitate bank runs in the case of ru-

⁷ See Kotlikoff (2010) and King (2016).

⁸ In option (iv) the account in the Central Bank may or may not pay interest. I opt for the latter to differentiate from variant (iii). But a combination of options (iii) and (iv) is possible, in which the pros and cons of both options would be exacerbated.

⁹ It is unlikely that Central Bank accounts would offer these transactional services.



mors – founded or not – on the financial health of a bank or banking system. In such a situation depositors will move to the Central Bank with the speed of a click. This is the reason why this proposal is sometimes accompanied with the idea of limiting the convertibility between both types of deposits (see Kumhoff and Noon (2018)). But this implies another weakness, related to the establishment of capital controls and the related enforceability problems.

Furthermore, the drop in the money multiplier would probably imply, at least initially, a credit squeeze. Gradually new institutions will probably arise providing credit to households and companies, but probably at a higher cost. And in any case a transition problem seems difficult to avoid. Although the rewards of this option (taken at face value) in terms of eventual elimination of banking crisis are huge, the risks are very significant too.

It is important to acknowledge that currently banks are the safest place for individuals to place their savings. There are no other best options for the public and under this proposal it would become clear that individuals would have a safer option: the Central Bank. Therefore, to a greater or lesser extent, banks would stop collecting the savings of the economy in the form of deposits. The degree in which individuals would be more prone to do so would be in line with their risk profile as nowadays some individuals also opt for not placing all their savings in banks. Therefore, deposits in banks would be safer than savings placed in an investment fund but riskier than in a Central Bank. All in all, if the main objective of this option is to reduce banking crisis it is unclear whether it will achieve it (or if the concentration of risks would move to other parts of the financial system, namely investment funds and/or the Central Bank itself) and, in any case, it is very difficult to envisage a situation in which the Central Bank concentrates knowledge, capacity, ability, resources to make better informed investment decisions than what banks do currently. In this scenario banks would not be at the epicenter of problems because banks basically would reduce their importance in intermediation and therefore banking crises would evolve to broader financial crises.

In this sense, it is important to analyse what the Central Bank would do with the proceedings of the deposits in this family of proposals. It can basically do four things:

- Lend to the government or buy public debt. This would open the way for monetary financing to the public sector, which is normally prohibited in the statute of modern independent Central Banks. And would lead to so called «fiscal dominance», in which monetary policy is subordinated to fiscal policy objectives.
- Lend to the private sector. It would require developing in the Central Banks an expertise that is far beyond their present capabilities, and more importantly, would imply a degree of interventionism difficult to reconcile with a market economy. This would be seen as a nationalization of credit as the Central Bank would act as a Public Bank.
- Acquire foreign exchange reserves (gold or positions in other currencies): it would hugely aggravate the inherent currency mismatch of any Central Bank balance



sheet (a result of their liabilities being denominated in domestic currencies but part of their assets being in foreign currency) and expose it to the risk of losses as a result of foreign exchange volatility.

- Lend to banks or financial institutions. This would put the Central Bank in between the generation of deposits and the provision of credit. Depending on how this is done, the current implicit guarantee of banks deposits (which was one of the roots of the crisis and one of the problems that the recent regulatory reform is trying to fix) may become explicit, thus exacerbating moral hazard.

The main drawback of variant (iv), like in the case of variant (iii) – and even more in the combination of both, where the Central Bank offers interest bearing deposits to the general public – is that the resulting Central Bank is too powerful. As a result of the crisis, Central Banks are currently doing already too many things: monetary policy, financial stability, payments systems, banking supervision, consumer protection... and with the QE after the crisis they already intermediate an important part of interbank transactions. If they were also in charge of providing deposits — and perhaps credit, or financing the public deficit, or holding a significant part of the nation's foreign assets — it would be incompatible with their independence. The political economy aspects of the most disruptive variants of CBDCs should be analyzed in an extremely careful way before moving in that direction.

7.4. THE EVOLUTION OF CENTRAL BANKS' BALANCE SHEETS UNDER THE DIFFERENT OPTIONS

In order to understand the design and potential evolution of Central Banks' balance sheets once a CBDC is set up there are two dimensions that need to be taken into consideration:

- The liabilities' side of the Central Bank balance sheet. And within this, two aspects:
 - (a) who has access to the CBDC and (b) the convertibility of the CBDC with other types of «legal money»
- a) **Access to the CBDC:** For this we need to establish if the CBDC is universal (option (ii) and (iii) and (iv) or restricted (option (i)). Under option (i) the issuance of CBDC has no impact on monetary aggregates or in the Central Bank balance sheet. However, if it is universal and only banks and similar institutions have access to the Central Bank (options (ii) and (iii)) –what the ECB refers to as value based CBDC– the implications are different from option (iv), in which the CBDC is also universal but everyone has an account at the Central Bank (account based CBDC). In the latter, as discussed below, the issuance of CBDC has a large effect on deposits, therefore on reserves at the Central Bank and ultimately has a more meaningful impact on the size of Central Banks' balance sheet.
- b) **The convertibility of the CBDC to cash and reserves.** Once again this only



applies to options (ii), (iii) and (iv). The base scenario is that the CBDC is as similar as possible to cash and therefore it is convertible to cash and or reserves on demand. Although the objective of creating a CBDC could be the introduction of another monetary policy tool (particularly under option (iii)) the non-convertibility of the CBDC into cash and reserves would raise several issues from which the most meaningful is that from an operational point of view it would be equivalent to the implementation of some sort of capital controls across CBDC, cash and reserves. Giving consideration to a scenario in which someone has CBDCs and can't convert it to cash and vice-versa limits the credibility of the Central Bank, limits the confidence on the different types of money, limits the stability of the monetary framework, raise several difficulties in terms of monetary policy implementation and control of monetary aggregates. The Bank of England in a paper by Kumhof and Noone (2018) contemplates a scenario in which the CBDC is universal, pays an adjustable interest rate and CBDC and reserves are distinct and not convertible into each other. The CBDC would be like a second policy tool. Although we acknowledge the potential benefits for the banking sector and for financial stability, as it would limit the possibility of bank runs (as the substitutability of CBDC and deposits would lose weight), it would be a very unrealistic scenario, in light of the above mentioned problems. Therefore in this analysis, the CBDC is convertible to cash and vice-versa and the Central Bank controls the joint amount of both of them but not the breakdown among them.

Having this in mind it is important to distinguish the differences on CB balance sheet liabilities' side under the two main options. For simplicity we do not analyse the implications of option (iii) but they would be more similar to option (ii).

- Option (ii) (only banks have access to the CB, and the general public holds anonymous CBDCs in the form of tokens). The issuance of CBDC will increase the monetary base. Although it is likely that the amount of bank notes slightly decreases when the CBDC is set up, there is a slight fall in reserves held by commercial banks in the CB as some people will switch from bank deposits and hold directly CBDC), see table 1. At the same time, and assuming a constant supply of money, i.e. the amount of deposits, CBDC and cash remains constant (and therefore the fall in deposits is compensated by the increase in CBDC and part of the increase in CBDC reduces the amount of cash), the multiplier falls from 4 to 2,5. Along the same lines, the level of loans falls (assuming a banking sector that is just financed by deposits and that all its assets are loans). Given that the monetary base increases considerably and the multiplier falls, the capacity of CBs to influence money supply and the transmission of monetary policy diminishes.
- Option (iv) (everyone has access to an account at the CB). Assuming that the Central Bank maintains the monetary supply constant and that more people are willing to switch from deposits to CBDC (because they can access directly the CB and this



is safer than holding their savings at commercial banks), the amount of CBDC has to increase further while the amount of deposits drops even more and accordingly the reserves of banks at the CB: the multiplier falls further in this scenario, emphasizing the effect commented in the prior scenario. In addition the size of the Central Bank's balance sheet increases further.

TABLE 1. THE EVOLUTION OF THE MONETARY BASE AND MONETARY SUPPLY AND THE MULTIPLIER WITH CBDC ISSUANCE

	Current situation and option (i)		Option (ii) and (iii)		Option (iv)
Deposits in banks (1)	100	-25	75	-50	50
Reserves at the Central Bank (2)	10		2.25		1.5
Loans	90		72.75		48.5
CBDC (3)	0	+35	35	+60	60
Currency in circulation (4)	20	-10	10	-10	10
Monetary Base (2+3+4)	30		47.25		71.5
Monetary Supply (1+3+4)	120		120		120
Multiplier	4.0		2.5		1.7
Size of the CB Balance Sheet	30		47.25		71.5

In summary, it is important to have in mind that although the issuance of CBDC per se would not change the mechanics of monetary policy implementation, the need to accommodate a higher or lower demand for CBDC versus bank deposits would have an impact on the size of the Central Bank balance sheet. As seen, despite the issuance of CBDC, in principle, always increasing the monetary base (even if the increase in CBDC is partially compensated by a decline in banknotes in circulation), it might decrease the monetary supply if deposits fall and banks are forced to reduce lending. Naturally, this could be compensated with a larger increase in the monetary base, i.e. the issuance of more CBDC, which would automatically translate into a larger balance sheet.

- The assets' side: When Central Banks issue CBDC they have to do it against some sort of assets (as highlighted in section 3 above). We will explore the evolution in terms of size and risks embedded in this issuance. Typically Central Banks hold government securities, other securities (with the QE CBs expanded significantly the amount and diversity of securities that they hold) and foreign exchange reserves (table 2).



TABLE 2. BALANCE SHEET OF A CENTRAL BANK

Assets	Liabilities
• Foreign assets (net)	• Reserves held by commercial banks
• Public sector securities	• Cash in circulation
• Private sector securities	• Deposits from banks
• Lending to banks	• Equity

In principle, and assuming that the issuance of a CBDC is not totally offset by a decline in banknotes in circulation, there will be an expansion of the balance sheet. The CB can purchase government securities. In this scenario (mostly associated with option (ii) where the decline in bank deposits would be more moderate, the Central Bank would not engage in liquidity or credit risks substantially different from the current situation (table 3). In any case, as mentioned before, the need to expand the Balance Sheet and not engage in credit risks, could open the way for monetary financing to the public sector (lending to the government).

TABLE 3. EXPANSION OF THE CB BALANCE SHEET IN OPTION (II)
(ASSUMING AN EXPANSION OF SECURITIES)

Assets	Liabilities
• Foreign assets (net)	• Reserves held by commercial banks
• Public sector securities increase	• Cash in circulation + CBDC
• Private sector securities	• Deposits from banks
• Lending to banks	• Equity

However, if we are in option (iv), although the initial movement can be fairly similar, the need to accommodate the decline in money supply will lead to the need to expand significantly the monetary base, i.e. the issuance of CBDC and, therefore, the size of assets on balance sheet (table 4, expressed as stage 2).

In this alternative, and to compensate for the decline in bank deposits and the subsequent decline in loans, the Central Bank needs to finance the private sector. This can be done through the acquisition of private sector securities and/or lending to banks which in turn will lend to the private sector. Thus, under this option, the Central Bank balance sheet is likely to expand considerably.



TABLE 4. EXPANSION OF THE CB BALANCE SHEET IN SCENARIO D: (1) INDICATES INITIAL PHASE AND (2) SECOND PHASE

Assets	Liabilities
• Foreign assets (net)	• Reserves held by commercial banks fall (2)
• Public sector securities increase (1)	• Cash in circulation + CBDC (1) CBDC (2)
• Private sector securities increase (2)	• Deposits from banks
• Lending to banks increase (2)	• Equity

The risks embedded in this activity for the Central Bank can be significant because it starts to engage in activities in which it has no experience or expertise. Currently, when Central Banks lend to banks these transactions are always secured. Under this option, in which commercial banks are less reliant on deposits and more reliant on Central Bank funding it is difficult to foresee banks' ability to generate sufficient collateral to get this secured funding from the CB and therefore the exposure of CB to banks will be most likely unsecured. The analysis of credit, maturity and liquidity risks would need to be developed at Central Banks completely changing the monetary and financial system landscape that we know today.

In summary, although at first sight it could seem that the Central Bank would have the option to choose the size of its balance sheet and the assets it wants to acquire to issue CBDC, this might get out of control under option (iv) when everyone is given an account at the Central Bank. In this scenario the Central Bank will have no other option than lending to banks and buying private sector securities to maintain the level of lending to the economy that will no longer be provided by commercial banks.

7.5. FIAT MONEY, DISCRETIONARY POLICIES, CRYPTOCURRENCIES AND STABLECOINS.

Fiat currency relies on the confidence on the Central Bank. Since the collapse of the gold standard in the 1930s and the move to floating rates in the 1970s Central Bank issued currency lacks any external anchor. Independent Central Banks in charge of price stability have been established in most countries to ensure that the money issuance does not take advantage of the lack of an anchor to inflate the economy according to the convenience of the government or the electoral cycle.

The debate on rules vs discretion of monetary policy has long ago been settled in favor of discretion. The instability of money demand led to the abandonment of monetary aggregates as objectives of monetary policy. Anchors defined in terms of nominal exchange rates were abandoned too in most countries as a result of the difficulties to



deal with speculative attacks in a world of free capital movements. In a majority of countries monetary policy objectives are defined in terms of inflation targets. In practice this implies a high degree of discretion for Central Banks, since the link between interest rates and inflation is not a direct one. And the more objectives the Central Bank has the higher the room for policies that may depart – at least temporarily – from price stability, to reach other objectives like financial stability.

All this implies a challenge for independent Central Banks, whose role has been questioned in the political debate on grounds of their limited accountability. One may even argue that the recurrent financial crises have been to a certain extent a result of the asymmetric discretionary reaction of monetary policy to asset prices bubbles. For instance, the Fed reacted with aggressive easing when asset prices drop (in 1987, 1990, 1998 and most notably 2008), but did not increase rates so aggressively when asset prices escalated in the booming phase immediately before each of these episodes. This asymmetry arguably led to moral hazard and fueled the development of bubbles in the markets, whose players were confident that the authorities will «mop up after» (the so-called «Greenspan's put»).

What has all this to do with cryptocurrencies? In a world of pure fiat money, the attractiveness of cryptocurrencies lies partly on their delinking from discretionary decisions of the authorities. The issuance of Bitcoin is based on an algorithm that is certainly not transparent, but in accordance with a preset rule. The external anchor provided by cryptocurrencies has some similarities with gold, and for this reason the emergence of cryptocurrencies reignited the longing for the gold standard. The main drawback of Bitcoin and the like for being an anchor lies in their extreme volatility.

To address this problem, recent initiatives have been developed to create «stablecoins», a type of cryptoasset whose value is linked to an external anchor, be it a fiat currency or a commodity, collateralized or not, or an algorithm that manages the price controlling the quantity of the cryptocurrency in circulation. Most of them are still in an experimental phase, but if they succeed they may turn out to be more serious competitors to Central Bank money than present cryptocurrencies.

It is interesting to observe that, on the one hand, markets are developing currencies that may challenge the role of Central Banks and lead to some type of external anchor to the international monetary system and, on the other, the authorities are analyzing (so far from a purely academic viewpoint) the issuance of account-based CBDCs that would strengthen the role of Central Banks and confer them much more power than the considerable one they currently have. It seems that the debate is open to extreme forms of means of payment: one private and rules-based and the other public and discretionary. We may witness in the future an interesting competition between both, first in the academic field and perhaps later in practice.

7.6. SOME CONCLUDING REMARKS.

- The emergence of cryptocurrencies is opening the way to Central Bank Digital Currencies. The competition of the former may be an incentive for Central Banks



to issue a similar digital currency, but so far the size of the cryptocurrencies stock is far from being a threat for cash.

- Cryptocurrencies are not a threat for cash so far mainly because of their volatility, that prevents them to be used as money to the extent that they do not fulfill its role as means of payment and store of value. They also face a scalability problem. But the development of stablecoins may imply a bigger challenge for cash in the future.
- The different options of CBDCs analyzed here present a correlation in terms of risks and potential benefits: from the more modest proposals (limited to the wholesale payments systems), where risk and reward are both relatively small, to the most ambitious ones (accounts in the Central Bank for the whole population), where the ambitious aspiration of ending banking crises is confronted with a serious disruption of financial intermediation as we know it and the political economy problems of an excessive concentration of power in the Central Bank.
- The main dilemma for Central Banks lies in anonymity: to issue tokens (like present cryptocurrencies) or account-based CBDCs. For most Central Banks it is unacceptable to issue an opaque instrument that may be used for crime-related transactions. The only option is therefore account-based CBDCs, which implies a radical transformation of financial intermediation, with serious risks attached.
- The main drawback of account-based CBDCs is that they would imply extending the role of the Central Bank far beyond its present functions. It would need to either lend massively to banks (making explicit the implicit guarantee of banks) or become a mechanism for financing the public sector (breaking the present prohibition of monetary financing), or lend directly to the private sector (or a combination of the three). This is incompatible with the present paradigm of independent Central Banks with a specific mission of maintaining price stability. This is why most Central Banks that studied this topic apparently have decided not to go ahead.
- The Central Banks that are more seriously considering issuing CBDCs are those that face a reduction in the use of cash and its potential elimination due to the use of alternative means of payment like credit cards.
- The topic is in any case still under analysis and discussion. If one Central Bank decides to go ahead there may be pressure on others to follow.

REFERENCES:

- BARRDEAR, J. and KUMHOF, M. (2016). «The macroeconomics of Central Bank issued digital currencies.» Staff Working Paper No. 605, Bank of England.
- GOUVEIA, FERNÁNDEZ DE LIS, NEUT, DOS SANTOS and SEBASTIAN (2017): Central Bank Digital Currencies: assessing implementation possibilities and impacts, BBVA Research, Document Number 17/04.
- KING, M (2016): The end of alchemy, Ed. Little, Brown.
- KOTLIKOFF, L. J (2010): Jimmy Stewart is dead, Ed. John Wiley and Sons.



- KUMHOF, M. and C. NOONE (2018) Central Bank digital currencies – design principles and balance sheet implications, Bank of England Staff Working Paper No. 725.
- IMF (2017): Fintech and Financial Services: Initial Considerations, IMF Staff Discussion Note, SDN 17/05.
- MERSCH (2018): Virtual or virtueless? The evolution of money in the digital age, lecture by Yves Mersch, Member of the Executive Board of the ECB, in the Official Monetary and Financial Institutions Forum, London, 8 February 2018.
- REINHART, C. (2012). The return of financial repression. CEPR Discussion Paper No. DP8947.
- ROGOFF (2016): The curse of cash, Ed. Princeton University Press.



8. EL FENÓMENO FINTECH. RETOS Y OPORTUNIDADES DE LA TECNOLOGÍA BLOCKCHAIN PARA EL SISTEMA FINANCIERO EUROPEO

EDUARDO GARCÍA

Clifford Chance, socio

8.1 FINTECH

8.1.1. UNA APROXIMACIÓN AL FENÓMENO FINTECH

En los últimos años el sector financiero está viviendo una transformación irreversible como consecuencia del uso de la tecnología para mejorar o transformar la forma de prestar servicios financieros. A dicho fenómeno se le conoce como «fintech», término que pretende agrupar, de un lado, la prestación de servicios financieros («fin») y, de otro, el uso de las nuevas tecnologías como elemento necesario para la prestación de aquéllos («tech»). Pero no es el único sector que se ha visto afectado por la aplicación disruptiva de las nuevas tecnologías y de ahí que la revolución se haya extendido al sector de los seguros («insurtech») y al de cumplimiento regulatorio («regtech»).

En lo que se refiere a fintech, estamos ante un fenómeno con el potencial necesario para representar una revolución en diversos frentes: incrementar la eficiencia, reducir los costes, optimizar el acceso y la prestación de servicios financieros, mejorar la experiencia del cliente, crear nuevos mercados, generar productos financieros nuevos e innovadores, etc. No obstante, también nos enfrenta a múltiples retos que abarcan áreas tan diversas como el blanqueo de capitales, riesgos legales y reputacionales, ciberseguridad, protección de consumidores, privacidad de datos personales, etc. Ahora bien, todos los participantes en el mercado financiero, ya sean instituciones financieras, supervisores o



nuevos intervinientes reconocen que, de un lado, el fenómeno es irreversible y, de otro, las oportunidades son suficientes para desafiar los riesgos.

El abanico de productos y servicios financieros que, dentro del universo *fintech*, se interrelacionan con la tecnología es muy amplio. Blockchain es, sin duda, un elemento destacado debido a su capacidad disruptiva transversal pero el catálogo de actividades *fintech* también comprende, por ejemplo, préstamos *peer-to-peer* (P2P), pagos y servicios de cambio de divisas *online*, monederos digitales y dinero electrónico, asesoramiento automatizado (*robo advice*), inteligencia artificial, análisis de datos (*big data*), criptomonedas, etc. Si bien todos ellos son diferentes, su elemento común es el uso de nuevas tecnologías con la finalidad de (i) prestar servicios tradicionales de un modo más eficiente en términos de costes, accesibilidad y facilidad en su utilización por el usuario y (ii) facilitar la creación y expansión de productos y servicios financieros innovadores.

De hecho, el fuerte componente tecnológico de todos los productos y servicios mencionados anteriormente hace que el número de sujetos intervinientes en el mundo financiero se expanda para dar cabida no sólo a entidades de crédito (debidamente supervisadas) sino también a compañías tecnológicas tanto de nuevo cuño como gigantes tecnológicos que pelean por un sitio dentro de dicho universo. Igualmente, las entidades supervisoras se ven obligadas a abrir el foco e incluir bajo su vigilancia a entidades ajenas al mundo financiero pero que desarrollan productos de naturaleza financiera. Una de las principales consecuencias de dicha expansión del ámbito subjetivo es que cada uno de los intervinientes (entidades financieras, empresas tecnológicas y supervisores) necesita de los restantes para tener una visión holística del fenómeno y, por tanto, es habitual ver una colaboración activa entre todos ellos a pesar de que, eventualmente, alguno pudiera estar tentado de no compartir información por miedo a dar ventaja a un potencial competidor.

Finalmente, es necesario destacar que estamos ante un fenómeno que irrumpe de lleno en un sector sometido a una amplísima regulación y se enfrenta a un conjunto de normas que no están preparadas para la irrupción de la tecnología ni para su rápido avance. En este sentido, si bien las administraciones públicas en Europa se esfuerzan por presentarse como impulsores de la innovación, la realidad es que su aproximación al fenómeno no acompaña a la rápida evolución del mismo. No obstante, todos los supervisores europeos, incluyendo la FCA en el Reino Unido, la AMF en Francia, el BaFin en Alemania, el CSSF en Luxemburgo, el Banco Central de Irlanda, la AFM y DNB en Holanda, la CNMV y el Banco de España en nuestro país, el Parlamento y la Comisión Europea, el Banco Central Europeo y ESMA han manifestado públicamente su apoyo al sector *fintech* y han promovido diversas iniciativas para una mejor comprensión de la innovación en materia de servicios financieros al mismo tiempo que advierten a los inversores y los restantes participantes del mercado de los riesgos (en particular, en materia de criptodivisas).

En este sentido, baste citar, a título de ejemplo, la creación en diciembre de 2016 por



la CNMV de un portal de innovación¹ con un doble objetivo: de un lado, ayudar a los promotores y entidades financieras sobre los aspectos normativos del mercado de valores que pudieran afectar a sus proyectos y, de otro, crear un espacio informal de comunicación sobre las iniciativas en este ámbito. Fruto de dicha labor, la CNMV ha publicado una serie de criterios interpretativos² en contestación a las diversas preguntas formuladas a través de dicho portal en los que, con buen criterio, trasluce su constante preocupación por la protección de los inversores.

8.1.2. FINTECH Y EL MARCO NORMATIVO

Una de las grandes dificultades que plantea el universo *fintech* es, de un lado, su carácter supranacional y, de otro, la heterogeneidad del fenómeno. Ambas características dificultan la creación de un marco normativo, de unas reglas de juego, comunes para todos los países y para la prestación de todo tipo de servicios financieros a través de nuevas tecnologías.

8.1.2.1 La necesaria coordinación internacional

En lo que se refiere al elemento territorial, el mundo de las nuevas tecnologías no conoce fronteras en tanto que el prestador del servicio y el demandante del mismo pueden ubicarse en países que aplican normas diferentes (y, en algunos casos, radicalmente distintas). Adicionalmente, tal y como apunta, entre otros, IOSCO³, la falta de un marco regulatorio armonizado a nivel internacional conlleva el riesgo de «arbitraje regulatorio»; esto es, la búsqueda de jurisdicciones con estándares regulatorios menos exigentes para poder prestar servicios al amparo de éstas y eludir los controles más rigurosos de otros países.

En este sentido, observamos como a distintos niveles se está avanzando en la creación de un conjunto de normas que armonicen, dentro de lo posible, la aproximación de las instituciones públicas al fenómeno *fintech*.

A nivel global

Los Ministros de Economía y Gobernadores de Bancos Centrales del conocido como «G20» emitieron una nota conjunta en marzo de 2018 reconociendo los beneficios potenciales de la innovación tecnológica y comprometiéndose a promover estándares internacionales en relación con el blanqueo de capitales y financiación del terrorismo en el entorno de las criptomonedas. Ahora bien, a pesar de las peticiones previas por parte de algunos de los países intervinientes, rechazaron impulsar una regulación básica y omnicomprendensiva materia de criptomonedas en tanto que, entendían, todavía no representaban un riesgo para la estabilidad del sistema financiero.

¹ <https://www.cnmv.es/portal/Fintech/Innovacion.aspx>

² <http://cnmv.es/docportal/legislacion/faq/qasfintech.pdf>

³ <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD554.pdf>, apartado 7.1 «Implications for the regulatory perimeter», página 70.



Por otro lado, el 11 de octubre de 2018 el Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco Mundial publicaron la conocida como «*Bali Fintech Agenda*»⁴ (el nombre obedece a la celebración de la reunión anual de ambas instituciones en Indonesia), una guía con 12 orientaciones de política legislativa con el objetivo de ayudar a los países miembros a aprovecharse de los beneficios y oportunidades de los rápidos avances en la tecnología que están transformando la prestación de servicios financieros pero reforzando, al mismo tiempo, la gestión de los riesgos inherentes a dicha transformación. El documento trata de hacer frente a una realidad: mil setecientos millones de adultos en todo el mundo no tienen acceso a servicios financieros y *fintech* tiene un impacto social y económico incomparable sobre todos ellos y, en general, todos los participantes en el sector financiero. En consecuencia, la cooperación internacional resulta fundamental, no sólo para sacar fruto de tales beneficios y mitigar los riesgos sino también para que los avances alcancen a toda la población y no sólo a unos pocos.

Los 12 pilares que la *Bali Fintech Agenda* somete a consideración de todos los estados miembros y participantes en el sector financiero son los siguientes:

- 1) Aceptar la promesa *Fintech*: la innovación en los servicios financieros no es algo nuevo pero la velocidad, intensidad y consecuencias del fenómeno *Fintech* rebasa cualquier precedente. No obstante, esta rápida evolución debe ser bienvenida debido a su potencial para actuar como fuerza inclusiva. Ahora bien, también es necesario que los gobiernos estén preparados y, a tal fin, refuercen su capacidad institucional, cuenten con personal experimentado, mejoren su interlocución con los participantes y creen órganos interministeriales para ofrecer una aproximación transversal.
- 2) Mejorar las tecnologías para mejorar la prestación de servicios financieros: es necesario invertir en la infraestructura que sirve de soporte a las nuevas tecnologías (banda ancha, servicios de datos – incluyendo áreas rurales –, etc.), promover la digitalización de las administraciones públicas, mejorar los servicios de pagos transfronterizos, etc.
- 3) Reforzar la competencia y promover mercados abiertos: *Fintech* también sirve para rebajar las barreras de entrada al mercado y, en consecuencia, promover la competencia.
- 4) Potenciar *Fintech* para fomentar la inclusión financiera y el desarrollo de los mercados financieros: determinadas bolsas de población que por diversas cuestiones (falta de recursos, ubicación geográfica, etc) no podían acceder a algunos servicios financieros pueden beneficiarse de la fácil entrada que brindan las nuevas tecnologías evitando de este modo su exclusión social.
- 5) Monitorizar el desarrollo de las innovaciones para entender su impacto en la evolución de los sistemas financieros: en un entorno cambiante por el rápido avance

⁴ <https://www.imf.org/en/Publications/Policy-Papers/Issues/2018/10/11/pp101118-bali-fintech-agenda>



- de la tecnología es necesario seguir muy de cerca las innovaciones para asegurar una progresión equivalente en el mundo financiero.
- 6) Adaptar el marco regulatorio y las prácticas supervisoras para alcanzar un desarrollo ordenado y estable del sistema financiero, facilitar la entrada segura de nuevos productos, actividades e intermediarios, preservar la confianza en el sistema y dar una respuesta adecuada a los riesgos.
 - 7) Salvaguardar la integridad de los sistemas financieros mediante la identificación, comprensión, valoración y mitigación de los riesgos derivados del uso delictivo de *fintech* y el fortalecimiento de las normas de cumplimiento en materia de prevención del blanqueo de capitales y la lucha contra la financiación del terrorismo.
 - 8) Modernizar el marco legal para permitir un entorno regulatorio más claro en relación con los aspectos principales de las actividades *fintech*. Un entorno legal robusto genera confianza en los productos y servicios financieros.
 - 9) Asegurar la estabilidad de los sistemas financieros y monetarios domésticos mediante una mejor comprensión de las implicaciones de las innovaciones *fintech* en los servicios de los bancos centrales y las estructuras de mercado.
 - 10) Promover una estructura financiera y de gestión de datos suficientemente robusta para preservar los beneficios de *fintech*, resistir a las disrupciones – incluyendo ciberataques – y proteger la integridad de las estructuras financieras y de gestión de datos.
 - 11) Promover la cooperación internacional y el trasvase de información entre los organismos reguladores para compartir el conocimiento, la experiencia y las buenas prácticas con la finalidad de alcanzar un entorno regulatorio eficaz. En tanto que las nuevas tecnologías operan traspasando las fronteras nacionales, la cooperación internacional es esencial para dotarse de políticas eficientes.
 - 12) Mejorar la vigilancia colectiva de los sistemas financieros y monetarios internacionales y la adaptación y mejora de las políticas que apoyan un crecimiento global inclusivo, la disminución de la pobreza y la estabilidad internacional, todo ello en un entorno de rápidos cambios.

A nivel europeo

La Comisión Europea manifestó en febrero de 2017, a través de su vicepresidente Valdis Dombrovskis, que su objetivo era asegurar que el marco regulatorio de la Unión Europea permitiera al sector financiero beneficiarse por completo de las nuevas tecnologías pero, al mismo tiempo, velase por la protección de los consumidores e inversores. A tal efecto, la Comisión constituyó un grupo de trabajo sobre tecnología aplicada al sector financiero (*Taskforce on Financial Technology*) formado por expertos en aspectos tan diversos como, por ejemplo, regulación financiera, tecnología en materia de datos y derecho de la competencia. El mandato del grupo de trabajo comprende el análisis de las diversas formas en que la tecnología está cambiando la prestación de servicios financieros, el modo en que cada uno de los estados miembros está enfrentándose a este reto, así como la valoración de las potenciales implicaciones en el largo plazo.

Asimismo, en marzo de 2017, la Comisión sometió a consulta pública un documento



sobre la creación en Europa de un sector financiero más competitivo e innovador⁵ y, partiendo de las 226 respuestas obtenidas⁶, publicó el 8 de marzo de 2018 un Plan de Actuación sobre *Fintech* con el objetivo de aprovechar las oportunidades que ofrece la innovación basada en la tecnología en el ámbito de los servicios financieros y todo ello con las ventajas de contar con un mercado único europeo.

El plan se enmarca en el objetivo de crear una Unión de los Mercados de Capitales (UMC), un auténtico mercado único de servicios financieros destinados a los consumidores y un mercado único digital. El plan marca 23 hitos que tienen por finalidad permitir la expansión de modelos de negocio innovadores, apoyar la adopción de nuevas tecnologías, incrementar la ciberseguridad y la integridad del sistema financiero. Entre los pasos del citado plan podemos destacar:

- Crear un «laboratorio fintech» a nivel europeo, configurándose como un espacio donde las autoridades comunitarias y nacionales puedan interactuar con los proveedores de nuevas tecnologías en un entorno neutro y sin una finalidad comercial.
- Analizar los retos y las oportunidades de los cripto-activos.
- En materia de tecnología de registro distribuido (*Distributed Ledger Technology*, DLT) y *blockchain*, trabajar en una estrategia común a todos los sectores de la economía.
- Plantear consultas acerca del mejor modo de promover la digitalización de la información publicada por sociedades cotizadas, incluyendo el uso de las nuevas tecnologías para interconectar las bases de datos nacionales.
- Promover seminarios para mejorar la difusión de información en materia de ciberseguridad.
- Presentar un proyecto de buenas prácticas en materia de bancos de pruebas regulatorios (*sandboxes*), partiendo de las directrices de las Autoridades de Supervisión Europeas (*European Supervisory Authorities*, ESAs).

Adicionalmente, la Comisión Europea ha aprobado una propuesta de Reglamento para facilitar que las plataformas de financiación participativa (*crowdfunding*) puedan ofrecer sus servicios y mejorar el acceso de las empresas a nuevas formas de financiación. La propuesta permitirá que las plataformas de financiación colaborativa puedan solicitar un «pasaporte» que les permita ofrecer sus servicios en toda la Unión Europea. Igualmente, la propuesta también incluye medidas que tienen por finalidad proteger a los inversores que participan en aquéllas mediante el establecimiento de reglas claras en materia de publicidad, gobierno, gestión de riesgos y una aproximación armonizada a su supervisión. Por otro lado, la Comisión ha adoptado una propuesta de directiva para modificar MiFID2 a efectos de excluir de la misma a las plataformas de financiación colaborativa. No cabe duda de que la introducción de un «pasaporte comunitario» para las

⁵ https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/2017-fintech-consultation-document_en_0.pdf

⁶ https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/2017-fintech-summary-of-responses_en.pdf



plataformas de financiación colaborativa es un paso prometedor en la armonización de la regulación comunitaria y la creación de un mercado único real en materia de prestación de servicios financieros a través de nuevas tecnologías.

¿Qué impacto tendrá Brexit?

De conformidad con el resultado del referéndum celebrado el 23 de junio de 2016, el Reino Unido inició el 29 de marzo de 2017 el procedimiento previsto en el Artículo 50 del Tratado de la Unión Europea para abandonar la Unión Europea. Salvo que el Reino Unido y los restantes miembros de la Unión Europea (EU27) acuerden unánimemente una prórroga, el proceso debe concluir con fecha 29 de marzo de 2019. A la fecha del presente artículo (octubre de 2018), se desconoce si asistiremos a un «*Brexit* duro» (esto es, sin un acuerdo específico entre el Reino Unido y EU27), un periodo transitorio que mantenga el *status quo* del Reino Unido hasta alcanzar un acuerdo o un «*Brexit* blando» (esto es, con un acuerdo que reconozca un nuevo marco en las relaciones entre el Reino Unido y EU 27).

A nuestros efectos, resultará especialmente relevante conocer si las instituciones financieras domiciliadas en el Reino Unido y que actualmente prestan servicios en el resto de Europa a través del denominado «pasaporte comunitario» continuarán beneficiándose de un derecho especial de acceso al mercado europeo y, a su vez, si los clientes europeos podrán beneficiarse de los servicios prestados desde Reino Unido. En el caso de que finalmente se imponga un «*Brexit* duro», el Reino Unido de la era post-*Brexit* se convertirá en un tercer estado a los efectos del mercado único europeo y deberá de analizarse, caso por caso, la existencia de regímenes equivalentes de reconocimiento a efectos de poder continuar prestando servicios en la Unión Europea. Dicha circunstancia resultará especialmente problemática para las empresas que prestan servicios regulados por normativa comunitaria que no contempla la prestación de aquéllos por terceros estados (por ejemplo, CRD4, 2EMD, PSD2). Por otro lado, la propuesta del gobierno británico reflejada en la *EU (Withdrawal) Bill* es «importar» la legislación comunitaria europea, manteniendo la sustancia de la misma pero modificando aquellos elementos en los que entiendan que existen «deficiencias». En consecuencia, a falta de acuerdo, las empresas financieras anglosajonas serán tratadas como terceros países en la normativa en el entorno EU27 en materia de MiFID2/MiFIR, CRD4/CRR y otras semejantes. En tanto que los efectos que el Brexit pueda tener sobre el sector fintech dependerán del resultado de las negociaciones políticas, cualquier especulación al respecto exigiría analizar múltiples variables que exceden, con mucho, el ámbito del presente artículo.

8.1.2.2 La naturaleza heterogénea del fenómeno fintech

En lo que se refiere a la adaptación concreta de las normas, no podemos olvidar que la utilización del término *fintech* enmascara una multiplicidad de productos y servicios (*crowdfunding*, medios de pago, *blockchain*, *robo advice*, etc.) que, en general, no guardan relación los unos con los otros y que, por otro lado, afectan a sectores financieros que cuentan con su propia regulación (bancaria, mercado de valores, etc.). En consecuencia,



el modo en que cada norma financiera debe ajustarse a la realidad de las nuevas tecnologías necesariamente será diferente y es posible que soluciones que funcionan en un ámbito no sean predicables respecto del resto.

De este modo, en función del producto o servicio *fintech*, estamos asistiendo a diversos escenarios desde un punto de vista normativo: desde la existencia de un régimen relativamente armonizado a nivel europeo (como es el caso de la normativa en materia de *international FX payments*) a la simple aplicación de las normas existentes sin adaptar éstas a la prestación del servicio mediante nuevas tecnologías (por ejemplo, en materia de préstamos entre particulares (*P2P lending*)), pasando por la reforma parcial de las reglas existentes pero sin la deseada armonización entre estados.

Teniendo en cuenta dicha divergencia, sería deseable la aplicación de unos principios comunes a cualquier modificación legislativa que tengo por objeto adaptar el marco existente a los productos o servicios *fintech*. En concreto, deberían servir como guía los siguientes principios:

- (i) Flexibilidad y proporcionalidad. Aunque la principal preocupación de cualquier supervisor y regulador es mitigar los riesgos, asegurar la estabilidad financiera y proteger a los participantes en el mercado, dichos temores no deben ser una barrera que restrinja de manera indebida el acceso a nuevos servicios o innovaciones. ESMA se refiere dicho principio como el «punto de inflexión» para los reguladores o, dicho de otro modo, el punto de equilibrio entre «demasiado pequeño para intervenir» y «demasiado grande para ignorar». Cualquier cambio legislativo debe atender a riesgos probados y, a la vez, debe ser objeto de consulta con la industria para evitar consecuencias indeseadas.

En este sentido, baste observar el pronunciamiento del Comité de Asuntos Económicos y Monetarios del Parlamento Europeo de mayo de 2017⁷ al indicar que «*el principal reto para los reguladores financieros es contar con el balance adecuado: el marco regulatorio puede necesitar ajustes a fin de permitir las innovaciones en el terreno Fintech que producen beneficios para la economía y el sistema financiero, pero también deben gestionar adecuadamente los riesgos correspondientes*»⁸.

- (ii) Conocimiento de la tecnología: es muy importante que cualquier novedad en el marco regulatorio tenga en cuenta las características y potenciales limitaciones de las nuevas tecnologías; una aproximación tecnológica neutral, a pesar de ser continuamente invocada por diversos sectores, puede no resultar apropiada.
- (iii) Pragmatismo: Si el desarrollo de una nueva tecnología, producto o servicio representa un reto en lo que se refiere a su cumplimiento con la regulación existente, es necesario un enfoque práctico a esta situación en tanto que el marco regulatorio precede dicho desarrollo.

⁷ [http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2017/602042/IPOLIDA\(2017\)602042_EN.pdf](http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2017/602042/IPOLIDA(2017)602042_EN.pdf)

⁸ Traducción libre del original en idioma inglés.



8.1.3 IMPACTO DE LA TECNOLOGÍA Y LA INNOVACIÓN EN LOS MERCADOS DE CAPITALES EUROPEOS

El pasado mes de septiembre de 2018, la Asociación para los Mercados Financieros Europeos (*Association for Financial Markets in Europe*, AFME) publicaba, conjuntamente con PwC, un informe sobre la «*Tecnología y la innovación en los mercados de capitales europeos*»⁹. Fruto de las entrevistas entre sus miembros¹⁰ sobre su visión acerca de los retos que plantean las nuevas tecnologías al sector bancario y, en particular, a los bancos de inversión, el reportaje extractaba cuatro conclusiones:

- 1) La tecnología es una de las palancas más poderosas que tienen los bancos para enfrentarse a los retos actuales de la industria y buscar nuevas oportunidades. En este sentido, la reducción de los costes e ineficiencias se presenta como el principal motivo para adoptar las nuevas tecnologías pero no es el único en tanto que permitirán mejorar el servicio al cliente, la productividad y abrir nuevas vías de colaboración. Sólo aquellos bancos que sitúen a la tecnología en el centro de su estrategia a largo plazo y la implementen de manera real en todas sus áreas estarán en posición de maximizar sus beneficios.
- 2) De entre todas las tecnologías, cuatro (4) son las que tienen un mayor potencial para transformar a los bancos y la industria: análisis de datos (esto es, la capacidad de extraer conclusiones a partir del control y la gestión de datos), computación en la nube, la inteligencia artificial (IA) y la tecnología de registro distribuido (*Distributed Ledger Technology*, DLT). En concreto, se espera que el análisis de datos y la IA sean relevantes en materia de ventas y negociación y la DLT en todas las actuaciones posteriores a la negociación. El nivel de adopción de cada una de esas tecnologías varía entre instituciones pero el análisis de datos se considera una prioridad a largo plazo mientras que el DLT/*blockchain* es una prioridad a medio plazo en tanto que requiere la adopción de estándares comunes y su implementación a gran escala.
- 3) Para centrarse en las nuevas tecnologías y las innovaciones es preciso que los bancos del futuro estén automatizados, orientados a la gestión de datos, sean abiertos y más ágiles. El modelo de negocio se centrará en la relación con el cliente, estando los bancos en permanente relación con prestadores de tecnología y otros servicios.
- 4) En la adopción de las nuevas tecnologías será necesario enfrentarse a nuevos riesgos y ciberataques. A tal fin, los bancos deberán actuar conforme a ocho principios básicos: actuar conforme a una estrategia a largo plazo; integrar los datos como un facilitador; abrazar abiertamente la tecnología; adoptar una actitud co-

⁹ <https://www.afme.eu/globalassets/downloads/publications/afme-pwc-tech-and-innovation-in-europes-capital-markets.pdf>

¹⁰ Entre los miembros de AFME se encuentran, entre otros, 48 bancos, 37 firmas de abogados, 4 agencias de rating, 3 firmas de auditoría y 16 inversores.



laborativa; identificar las prioridades de la industria; trabajar de un modo ágil; desarrollar una estrategia basada en las relaciones; habilitar operaciones en un entorno seguro y resistente.

8.2. EL FENÓMENO *BLOCKCHAIN* EN EL ÁMBITO EUROPEO

8.2.1 APROXIMACIÓN BÁSICA AL CONCEPTO DE *BLOCKCHAIN*

A continuación trataremos de realizar una aproximación básica al concepto de *blockchain* sin adentrarnos en cuestiones de naturaleza técnica. En este sentido, podríamos decir que es un método de registro o verificación de datos (ya sean transacciones o activos – como, por ejemplo, monedas virtuales tipo *bitcoin* –) por medios electrónicos y que se caracteriza por estar descentralizado. Precisamente, es la falta de un punto central de registro o referencia lo que convierte a *blockchain* en un método revolucionario.

Si nos preguntasen qué entendemos por un «registro», seguramente nos vendría a la cabeza la imagen de un archivo custodiado por un único responsable (registrador) y que, adicionalmente, se ocupa de realizar las correspondientes anotaciones o modificaciones de la información registrada (y, si se nos pidiera un ejemplo, posiblemente, pensaríamos en el Registro de la Propiedad o, en el ámbito financiero, en Iberclear, en cuanto entidad encargada de llevar el registro contable y las operaciones de liquidación de valores).

La revolución de *blockchain* reside, precisamente, en la ausencia de un registro centralizado o de un responsable único de la custodia y administración de ese registro. A través de la tecnología *blockchain* se crea un registro electrónico de transacciones o datos que es accesible por todos los participantes en el sistema. De este modo, todos y cada uno de tales participantes, son responsables de registrar y verificar las transacciones que se comuniquen. En caso de que haya una discrepancia en los datos suministrados, cualquier participante podrá «vetar» la transacción y ésta no será registrada. Por ejemplo, si A quiere pagar 100 *bitcoins* a B pero en el monedero virtual de A no hay *bitcoins* suficientes, en el momento en que se solicite el registro de la operación, todos los participantes del sistema (no sólo las partes involucradas) podrán comprobar que A no tiene fondos suficientes y, por tanto, la operación no podrá realizarse.

Para acabar de entender el fenómeno *blockchain* es necesario aclarar que, en realidad, estamos ante una combinación de diversas tecnologías:

- *el sistema de registro de los datos*: los datos se almacenan mediante la creación de bloques de datos y la combinación de éstos mediante un logaritmo; si alguien tratase de alterar la información registrada modificando un bloque en concreto, el logaritmo haría que los bloques sucesivos no coincidiesen, evitando así cualquier alteración maliciosa del registro;
- *la encriptación de los datos*: a efectos de garantizar la privacidad y seguridad, todos los datos están encriptados y para acceder a los mismos será necesario que los participantes conozcan tanto la «clave pública» (esto es, el método de desencriptación común a todo el sistema) como la «clave privada» (única para cada participante);



- *la dispersión del registro*: no estamos ante un registro centralizado (como hemos visto anteriormente) o simplemente descentralizado (en el sentido de que existen réplicas no interconectadas del registro en cuestión de tal modo que, en teoría, podría haber datos diversos en cada registro). Cada ordenador conectado al sistema (denominado «nódulo») contiene una versión completa del registro y cualquier cambio al mismo requiere que sea validado por un número suficiente de nódulos para que sea actualizado en todos los nódulos; y
- *mecanismos de consenso*: los nódulos participantes en el sistema acuerdan las reglas por las que reconocen las operaciones registradas por cada uno de ellos. Si un número suficiente de nódulos está conforme en incorporar al sistema un nuevo bloque de datos y aprueban la operación, el registro es automáticamente actualizado en todos los nódulos de la red.

8.2.2 POSICIONAMIENTO DE LAS AUTORIDADES EUROPEAS

Las autoridades comunitarias han reconocido el papel fundamental que la tecnología *blockchain* puede jugar en la integración de todos los países miembros de la Unión Europea (UE) y, en este sentido, desde la Comisión Europea pretende desarrollar un enfoque común sobre la tecnología *blockchain*.

En mayo de 2017, durante la revisión de los avances en materia de Mercado Único Digital, la Comisión reconoció que las tecnologías inspiradas en *blockchain* tienen un enorme potencial para las administraciones públicas, las empresas y la sociedad en general. Adicionalmente, en las conclusiones del Consejo Europeo del 19 de octubre de 2017¹¹ se reconoce la necesidad de afrontar, de manera urgente, todas las cuestiones relativas a las innovaciones que están llamadas a jugar un papel clave, tales como *blockchain* y la inteligencia artificial. En este sentido, los servicios de la Comisión Europea mantienen una interacción continuada con las entidades privadas interesadas en fomentar el uso de la tecnología *blockchain*.

De entre las iniciativas que impulsan las instituciones europeas en materia de *blockchain* podemos destacar las siguientes:

- «*Blockchain for Social Goods*»: En el contexto del programa denominado «Horizonte 2020» (que tiene por objeto prestar apoyo financiero a proyectos innovadores) se creó el Consejo Europeo de Innovación, institución que presta apoyo a emprendedores y pequeñas empresas que desarrollan nuevas tecnologías y tienen la ambición de expandirse internacionalmente. Entre las iniciativas del Consejo Europeo de Innovación se encuentra «*Blockchain for Social Goods*», un concurso con un premio de 5.000.000 de euros para el proyecto que, basado en tecnología *blockchain*, sea capaz de impactar positivamente en la sociedad en general (por ejemplo, trans-

¹¹ <http://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-14-2017-INIT/en/pdf>



parencia en el gasto público y procesos administrativos, plataformas descentralizadas para la economía colaborativa, apoyo del comercio justo, etc). El plazo para inscribirse está abierto hasta el 2 de abril de 2019.

- **Financiación de proyectos basados en *blockchain*:** La Unión Europea ha comprometido, durante el período 2018–2020, un presupuesto de hasta 340.000.000 de euros para financiar proyectos *blockchain*. Entre los proyectos financiados hasta la fecha se encuentran D–Cent¹², DECODE¹³ o MyHealthMyData¹⁴.
- ***EuroChain*:** La Comisión Europea tiene la intención de crear una infraestructura basada en *blockchain* (*EuroChain*) sobre la que construir un entorno abierto, innovador, transparente y con pleno cumplimiento de las normas europeas (en particular, en materia de protección de datos).
- ***European Blockchain Partnership (EBP)*:** El 10 de abril de 2018, 21 Estados miembros y Noruega suscribieron una declaración por la que se creaba la *European Blockchain Partnership (EBP)* y se comprometían a cooperar en el establecimiento de una *Infraestructura de Servicios de Blockchain Europea (EBSI)* con el fin de apoyar la prestación de servicios públicos digitales transfronterizos con los más altos estándares de seguridad y privacidad. España fue uno de los firmantes originales y, en la actualidad, está suscrita por un total de 26 países.
- **Observatorio y Foro Blockchain de la UE:** Fruto de las recomendaciones del Consejo Europeo, el 1 de febrero de 2018 la Comisión Europea creó el Observatorio y Foro Blockchain de la UE, que tiene por objeto visualizar las posibilidades actuales y el potencial futuro de *blockchain*, comprender los retos que plantea y formular recomendaciones a las instituciones europeas sobre el papel que deberían desempeñar en el entorno *blockchain*.

Finalmente, merece la pena hacer una breve reflexión sobre marco legal europeo y su impacto en el desarrollo de la tecnología *blockchain*. De un lado, el entorno europeo no se diferencia de otras regiones en lo que se refiere a las preguntas básicas que se plantean en el entorno *blockchain* como, por ejemplo, ¿son las criptomonedas o *tokens* valores negociables? ¿cuál es su tratamiento fiscal? ¿son verdaderamente vinculantes para las partes los *smart contracts* (aquellos contratos que, basados en un código informático almacenado en *blockchain*, se ejecutan de forma autónoma ante determinados acontecimientos)? ¿si las partes de un *smart contract* no entienden el código informático está su consentimiento viciado? Tal y como se apuntaba al principio de este artículo, es necesario dotarnos de un marco regulatorio armonizado a nivel europeo que aporte la seguridad jurídica necesaria para el desarrollo de las nuevas tecnologías.

Por otro lado, en Europa nos enfrentamos a un reto específico como es la conciliación entre el Reglamento (UE) 2016/679 del Parlamento Europeo y del Consejo, de

¹² <https://dcentproject.eu/>

¹³ <http://www.decode-project.eu/>

¹⁴ <http://www.myhealthmydata.eu/>



27 de abril de 2016, relativo a la protección de las personas físicas en lo que respecta al tratamiento de datos personales y a la libre circulación de estos datos (conocido, por sus siglas en inglés, como GDPR) y el desarrollo de la tecnología *blockchain*. La norma fue concebida y redacta con anterioridad a la expansión definitiva de la tecnología *blockchain* y, en consecuencia, asume que una «base de datos» únicamente puede ser de naturaleza «centralizada», chocando frontalmente con la esencia descentralizada de *blockchain*.

Entre otros puntos de fricción podemos citar los siguientes:

- el ejercicio del «derecho al olvido», esto es, el derecho a la eliminación de los datos personales cuando éstos ya no son necesarios. En tanto que la tecnología *blockchain* se caracteriza por asentarse en la suma de nuevos bloques y el carácter imborrable de éstos, se produce una tensión obvia en la utilización de *blockchain* para la gestión de datos protegidos por GDPR;
- la dificultad en identificar al «responsable del tratamiento» de los datos. En tanto que la esencia de *blockchain* es, precisamente, la ausencia de un responsable único, recayendo en todos los participantes en la red la verificación de los datos.
- la transferencia internacional de datos. Conforme a GDPR, los datos únicamente pueden ser transferidos fuera de la Unión Europea si el país receptor ofrece niveles similares de protección. Habida cuenta de que los nodos de una plataforma *blockchain* pueden situarse en múltiples países, podría ser imposible verificar si todas ellas son jurisdicciones apropiadas.

En consecuencia, uno de los principales retos a los que se enfrenta la tecnología *blockchain* en el ámbito europeo es su conciliación con GDPR. Del éxito de dicha tarea depende, en gran medida, el desarrollo y aplicación de la tecnología *blockchain* a gran escala.



9. EL IMPACTO DEL *BREXIT* EN EL SISTEMA BANCARIO EUROPEO

FRANCISCO URÍA

Socio responsable de Sector Financiero en KPMG-EMA y socio principal de KPMG Abogados

9.1. RESUMEN

El 29 de marzo de 2019 se cumplirán dos años desde la notificación formal de la intención del Reino Unido de abandonar la Unión Europea. En el momento de concluir este trabajo, ambas partes han sido capaces de alcanzar un primer acuerdo político sobre las condiciones de salida del Reino Unido, su futura relación con la Unión Europea y la existencia y duración de un eventual período transitorio, todo ello plasmado en un primer borrador del acuerdo aprobado en el Consejo Europeo del pasado 25 de noviembre de 2018, al que acompaña una declaración política¹. No obstante, el acuerdo debe ser ratificado por el Parlamento británico (lo que a día de hoy no parece garantizado), el Parlamento europeo (lo que sí parece probable) y el Consejo Europeo (lo que igualmente parece factible), con lo que resta una considerable incertidumbre sobre si finalmente existirá un acuerdo antes del 29 de marzo de 2019.

De producirse finalmente un acuerdo formal entre ambas partes, las autoridades competentes y las entidades afectadas, a ambos lados del Canal, dispondrían de un cierto período de tiempo (al menos, hasta el 31 de diciembre de 2020) para adaptarse y prepararse para la nueva situación. A partir del término de ese período transitorio, el Reino

¹ Los acuerdos se alcanzaron en una reunión extraordinaria del Consejo Europeo celebrada el 25 de noviembre de 2018. El texto del acuerdo fue publicado el 14 de noviembre de 2018 con la referencia TF50 (2018) 55- Commission to EU27.



Unido pasará a ser, a todos los efectos, un Estado Tercero frente a la Unión Europea y su sector financiero, tan importante en el propio Reino Unido como en el conjunto de la Unión, se verá sin duda afectado como consecuencia de este relevante cambio de su estatuto jurídico. Este trabajo trata de describir los escenarios alternativos que podrían producirse y las respectivas consecuencias de cada uno de ellos.

9.1.2. *ABSTRACT*

Next March 29 two years will have elapsed since the formal notification of the intention of the United Kingdom of leaving the European Union. Both parties have been able to reach a first political Withdrawal Agreement of exit of the United Kingdom, its future relation with the European Union and the existence and duration of an eventual transitory period set out in a first draft agreement passed by the European Council last November 25th 2018, accompanied by a political declaration. Nevertheless, the agreement should be submitted to the final ratification by the UK Parliament, the EU Parliament and the European Council and there is still a relevant uncertainty on the possibility of reaching a final and formal agreement before March 29th. If this is finally the case (as I hope) the competent authorities and the affected entities, on both sides of the Channel, would have a certain period of time (at least, until December 31, 2020) to adapt and to be prepared for the new situation. From the term (end) of this transitory period, the United Kingdom will happen to be considered, to all the effects, a Third State from the European Union and its financial sector; as important in the UK as in the whole European Union, would be doubtless affected as a consequence of this major change in its legal status. This paper is aimed to describe the alternative scenarios that may take place and the respective consequences derived from them.

9.2. **ADVERTENCIA PREVIA**

Este artículo se ha terminado (y entregado) el 10 de diciembre de 2018, una vez que se ha alcanzado un acuerdo político sobre las condiciones de retirada del Reino Unido de la Unión Europea², pero estando todavía pendientes las decisivas votaciones que habrán de producirse en las próximas semanas en el Parlamento británico (la más incierta de todas), el Parlamento Europeo y el Consejo Europeo (algo menos inciertas en ambos casos). Debe dejarse constancia, igualmente, de que al margen de la votación sobre el acuerdo, el Parlamento británico debe pronunciarse sobre un extremo igualmente relevante (incluso a los fines de este trabajo) como es la aprobación de la ley interna que, entre otros contenidos, convertirá al acervo europeo en ley nacional británica.

² Los elementos fundamentales del acuerdo pueden consultarse en la «Political Declaration Setting Out the Framework for the Future Relationship Between the European Union and the United Kingdom».



El acuerdo alcanzado se ha plasmado en un documento complejo (585 páginas) que se refiere a un importante conjunto de cuestiones entre las que se encuentran las que han sido más controvertidas durante la negociación como lo relativo al régimen aplicable en la frontera entre Irlanda del Norte y la República de Irlanda y entre la propia Irlanda del Norte y el Reino Unido, o, como cuestión de última hora, muy sensible para nosotros, el acuerdo relativo a Gibraltar.

En consecuencia, el contenido de este trabajo responde al nivel de información disponible en el momento de su culminación, con lo que existe el riesgo de que los acontecimientos posteriores puedan afectar en alguna medida a las reflexiones realizadas.

El objeto fundamental de este trabajo es el de reflexionar acerca de las consecuencias del Brexit sobre las entidades financieras del Reino Unido, la Unión Europea y de países terceros, tanto en el marco de un Acuerdo que rija las condiciones de salida del Reino Unido como en el supuesto hipotético de que ese Acuerdo no llegue a formalizarse finalmente.

A pesar de la importancia de los temas comprendidos en la negociación entre el Reino Unido y la Unión Europea, y aun siendo consciente de su importancia y de las interrelaciones existentes entre unas y otras cuestiones (como por ejemplo todo lo que tiene que ver con los derechos de los ciudadanos y los trabajadores europeos que residen en el Reino Unido), este trabajo se limitará a analizar las cuestiones y consecuencias relacionadas o derivadas del Brexit que tengan un impacto directo y principal sobre las entidades financieras en Europa, en el Reino Unido y en Estados terceros.

9.3. ANTECEDENTES

El Reino Unido se incorporó a la (entonces) Comunidad Económica Europea en 1973, una vez firmado el Tratado de Adhesión a la Comunidad el 22 de enero de 1972. En el Reino Unido, el instrumento jurídico para la adhesión fue la llamada «European Communities Act» de 1972.

El proceso de adhesión no fue en absoluto sencillo. En una historia que no siempre se recuerda, aunque en el Reino Unido sí suele tenerse presente, el Reino Unido intentó su incorporación a la Comunidad en dos ocasiones previas, en 1963 y 1967, siendo rechazado en ambas ocasiones como consecuencia, fundamentalmente, de la posición francesa.

En un primer momento, la incorporación a la Comunidad Económica Europea fue popular, como demuestra el hecho de que en el referéndum celebrado en 1975 el 67 por ciento de los británicos votaron a favor de la permanencia en la Comunidad.

Las relaciones entre ambas partes cambiaron a partir de la llegada al poder del Gobierno conservador liderado por Margaret Thatcher que, después de largas negociaciones, logró el llamado «cheque británico», una devolución o reembolso que recibe anualmente el Reino Unido como compensación a su menor utilización de las ayudas agrícolas europeas.

El Reino Unido permanecía en la que ya era la Unión Europea pero con un régimen jurídico singular.



El siguiente hito en esta historia de alejamiento progresivo se encuentra en la decisión británica de no participar en el proyecto de integración más ambicioso de la Unión Europea: el establecimiento del euro, previamente anunciada con la inclusión de una cláusula en el Tratado de Maastricht de 1992, en cuya virtud vieron reconocido expresamente su derecho a no participar en la denominada «Tercera Fase de la Unión Europea».

A partir de ese momento se produjo un momento de relativo apaciguamiento de las relaciones, fundamentalmente bajo gobiernos laboristas, y en el año 2008 se produjo, sin mayores dificultades, la ratificación por el Reino Unido del Tratado de Lisboa. No obstante, cabe registrar que en abril de 2004 el Primer Ministro Blair anunció su intención de someter a referéndum la Constitución Europea, aunque finalmente no llegó a materializar dicha intención.

No obstante, con el cambio de signo del gobierno británico y la vuelta a gobiernos conservadores, ya desde 2010 comenzó un nuevo período de dificultades en la relación, coincidente, por otra parte, con los graves efectos de la crisis financiera internacional comenzada en el verano de 2007 y recrudecida en el otoño de 2008.

El 23 de enero de 2013 el entonces Primer Ministro, David Cameron, anunció la convocatoria de un referéndum sobre la permanencia en la Unión Europea para el caso de que el Partido Conservador lograra la victoria en 2015, como efectivamente ocurrió.

El 20 de febrero de 2016 se produjo el anuncio formal de que el referéndum se llevaría a cabo el 23 de junio de 2016, una vez alcanzado un acuerdo con la Comisión Europea sobre las reformas a introducir en la Unión para facilitar la permanencia del Reino Unido.

A pesar del referido acuerdo, el 23 de junio de 2016 los británicos votaron mayoritariamente por abandonar la Unión Europea, provocando la casi inmediata dimisión del Primer Ministro británico que pasó a ser sustituido por la actual Primera Ministra, Theresa May. La decisión adoptada en el Referéndum fue posteriormente ratificada por sendas votaciones realizadas en ambas Cámaras en la forma de la «European Union (Withdrawal) Act» de 2018. La decisión tuvo la sanción real y se convirtió en Ley formal del Parlamento Británico el 16 de marzo de 2018.

En marzo de 2017 el Gobierno Británico formalizó la llamada «declaración del artículo 50 del Tratado» a través de una carta de notificación de fecha 29 de marzo de 2017 firmada por la Primera Ministra Británica y dirigida al Presidente del Consejo Europeo, el señor Tusk, en la que se decía textualmente que «I hereby notify the European Council in accordance with Article 50(2) of the Treaty on European Union of the United Kingdom's intention to withdraw from the European Union». También se efectuaba la misma notificación en relación con la Comunidad Económica del Carbón y del Acero y de la Comunidad Europea de la Energía Atómica (EURATOM).

El referido artículo 50 dispone lo siguiente:

- 1) Todo Estado miembro podrá decidir, de conformidad con sus normas constitucionales, retirarse de la Unión.



- 2) El Estado miembro que decida retirarse notificará su intención al Consejo Europeo. A la luz de las orientaciones del Consejo Europeo, la Unión negociará y celebrará con ese Estado un acuerdo que establecerá la forma de su retirada, teniendo en cuenta el marco de sus relaciones futuras con la Unión. Este acuerdo se negociará con arreglo al apartado 3 del artículo 218 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea. El Consejo lo celebrará en nombre de la Unión por mayoría cualificada, previa aprobación del Parlamento Europeo.
- 3) Los Tratados dejarán de aplicarse al Estado de que se trate a partir de la fecha de entrada en vigor del acuerdo de retirada o, en su defecto, a los dos años de la notificación a que se refiere el apartado 2, salvo si el Consejo Europeo, de acuerdo con dicho Estado, decide por unanimidad prorrogar dicho plazo.
- 4) A efectos de los apartados 2 y 3, el miembro del Consejo Europeo y del Consejo que represente al Estado miembro que se retire no participará ni en las deliberaciones ni en las decisiones del Consejo Europeo o del Consejo que le afecten. La mayoría cualificada se definirá de conformidad con la letra b) del apartado 3 del artículo 238 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea.
- 5) Si el Estado miembro que se ha retirado de la Unión solicita de nuevo la adhesión, su solicitud se someterá al procedimiento establecido en el artículo 49».

El Consejo Europeo publicó una guía (orientaciones, en la traducción oficial en español) sobre las negociaciones del Brexit en el marco del artículo 50 el 29 de abril de 2017. En ese documento se establecieron algunos principios para la negociación como el de la autonomía de la Unión en sus decisiones así como el rol del Tribunal de Justicia, el principio de indivisibilidad de las cuatro libertades fundamentales, la transparencia en las conversaciones, el carácter de «paquete» de la negociación (nada se entenderá acordado hasta que todo esté acordado) y que no habría negociaciones bilaterales entre los Estados Miembros y el Reino Unido sino solamente una negociación única que sería llevada a cabo por el equipo dirigido por el excomisionario europeo Michel Barnier.

Posteriormente, el 19 de junio de 2017, ambas partes publicaron un documento de Términos de Referencia para las negociaciones para la aplicación del artículo 50 del Tratado.

En el tiempo transcurrido, el Consejo Europeo ha celebrado varias reuniones en que ha realizado un seguimiento de la cuestión, publicando varios documentos de conclusiones y guías en fecha (hasta el momento), de 20 de octubre de 2017, 15 de diciembre de 2017, 23 de marzo de 2018 y 29 de junio de 2018.

Como hemos señalado anteriormente, el pasado 25 de noviembre se alcanzó un primer Acuerdo (Withdrawal Agreement) entre la Unión Europea y el Reino Unido sobre las condiciones que gobernarán el abandono de la Unión por parte de este último, el régimen aplicable durante el período transitorio que se abrirá hasta el 31 de diciembre de 2020 y la situación definitiva que se abrirá una vez que la declaración del artículo 50 produzca todos sus efectos.



9.4. OPCIONES DE RELACIÓN FUTURA ENTRE EL REINO UNIDO Y LA UNIÓN EUROPEA

A priori, las opciones más extremas de relación entre la Unión Europea y el Reino Unido serían, por un lado, el mantenimiento de la situación actual en la que el Reino Unido es un miembro de pleno derecho de la Unión Europea, y, por otro, su salida de la Unión Europea sin que se produjera ningún tipo de acuerdo que diferenciase su situación de la de cualquier otro Estado tercero, ajeno a la Unión, y que, por tanto, no se hubiera ratificado ningún tipo de Acuerdo de Asociación con la Unión Europea.

La primera opción debe ser descartada a día de hoy. El Reino Unido ha adoptado una decisión democráticamente irreproachable que debe ser respetada y, por tanto, suceda lo que suceda, no parece existir otro escenario que su salida de la Unión Europea a 29 de marzo de 2019. La voluntad del Reino Unido de abandonar su condición de Estado miembro de la Unión Europea es inequívoca, parece, al menos por el momento, irrevocable y la posibilidad que algunas veces se comenta en determinados medios de comunicación (aunque jurídicamente sea según ha establecido recientemente el Tribunal de Justicia de la Unión Europea) o círculos respecto de una reconsideración de la decisión, o de la convocatoria a corto plazo de un nuevo referéndum carecen hasta el momento de fundamento, sin perjuicio de que la situación pueda cambiar más adelante probablemente después de la celebración de unas nuevas elecciones generales.

La segunda opción, la de que esa salida se produzca sin un Acuerdo aunque no sea deseada por ninguna de las partes, especialmente después de los acuerdos alcanzados el 25 de noviembre a que nos hemos referido anteriormente, mientras el Acuerdo no sea formalmente ratificado, no puede descartarse. Por este motivo, las autoridades (y en particular los supervisores financieros competentes a ambos lados del Canal) continúan exhortando a las entidades a estar preparadas, mediante la elaboración de planes de contingencia, tanto para un escenario de Acuerdo como para el de la inexistencia de un Acuerdo.

No se trata de un evento teórico. A juicio de todos los analistas políticos existe un riesgo real de que el eventual Acuerdo no sea finalmente ratificado por el Parlamento británico, dada la situación de los grupos parlamentarios británicos, y singularmente del partido que sustenta al Gobierno.

Obviamente, el Acuerdo provisionalmente alcanzado no satisface a nadie pero la realidad es que una vez activada la declaración del artículo 50 la capacidad de negociación de ambas partes era realmente limitada. No obstante, la gravedad de las consecuencias de una separación sin Acuerdo sería tan grande que me atrevo a confiar en que la ratificación se produzca finalmente aunque, a día de hoy (10 de diciembre) esto sea más una formulación de buenos deseos que una convicción.

En todo caso, y como analizaremos en este trabajo, ambas partes han mostrado reiteradamente su voluntad de alcanzar un acuerdo que se refiera no sólo a las condiciones (y efectos) del abandono de la Unión Europea por parte del Reino Unido sino también



al futuro vínculo existente entre una y otro, dentro de una voluntad de ambas partes de amistad y cooperación. Así se ha plasmado en la declaración política que ha acompañado al Acuerdo alcanzado el 25 de noviembre.

No obstante, y sin perjuicio de lo anterior, es también claro que la decisión adoptada por el Reino Unido no fue sólo la de abandonar la Unión Europea sino también, y no en menor medida, dejar de aplicar algunas de sus cuatro libertades fundamentales. Entendiendo, desde la propia notificación del artículo 50 realizada por el Reino Unido, que no era posible mantener algunas de esas libertades y limitar otras (la estrategia conocida como *cherry picking*), la posición anteriormente expuesta conduce a que el Reino Unido no pueda tampoco ser parte de la Unión Europea o acceder al mercado interior como lo hacen los Estados miembros o los Estados que, como los pertenecientes a la EFTA y por tanto al Espacio Económico Europeo, han optado por garantizar la aplicación efectiva de las cuatro libertades fundamentales para acceder al mercado interior de productos y servicios.

A la vista de lo anterior, la negociación entre ambas partes debía conducir a una situación en la que el Reino Unido tendría la condición formal y exclusiva de «Estado tercero», sin acceso a la Unión Aduanera o el Mercado interior y que, en lo referente a los servicios financieros, estaría sujeto al régimen de equivalencia, para acceder a los beneficios que contempla la regulación financiera europea para las entidades que se encuentran en dicha situación que implica, básicamente, la sustancial similitud (no identidad total) entre la regulación financiera de la Unión Europea y la del Estado miembro de procedencia de la entidad financiera de la que se trate.

Así se ha plasmado en los Acuerdos alcanzados de modo que, en relación a los servicios financieros, se ha declarado expresamente que «Noting that both Parties have equivalence frameworks in place that allow them to declare a third country's regulatory and supervisory regimes equivalent for relevant purposes, the Parties should start assessing equivalence with respect to each other under these frameworks as soon as possible after the United Kingdom's withdrawal from the Union, endeavouring to conclude these assessments before the end of June 2020. The parties will keep their respective equivalence frameworks under review»³.

El acuerdo final no podía alterar sustancialmente ese escenario predefinido como consecuencia de las decisiones ya adoptadas por ambas partes. Las relaciones entre la Unión Europea y los terceros Estados se dividen entre aquellos casos en que estos aceptan las cuatro libertades fundamentales y adaptan su ordenamiento jurídico a la regulación europea para garantizar su efectividad (como sucede en el caso de los Estados que forman parte del Espacio Económico Europeo), y aquellos Estados que, al no aceptarlas o implementarlas, no tienen acceso al mercado interior. Esto incide directamente en la cuestión fundamental del pasaporte de las entidades financieras.

³ Parágrafo 38 de la declaración política estableciendo el marco de la futura relación entre la Unión Europea y el Reino Unido.



En las últimas semanas ha aparecido una nueva posibilidad política, como es la de que los efectos de la declaración del artículo 50 pudieran posponerse de modo que el Reino Unido prolongaría durante algún tiempo su pertenencia a la Unión Europea lo que, de producirse, obviamente afectaría a cuanto aquí se expone, posponiendo los efectos jurídicos derivados de dicha declaración.

9.5. CALENDARIO DE IMPLEMENTACIÓN. EL PERÍODO TRANSITORIO

Si existe un Acuerdo sobre las condiciones de salida del Reino Unido (y sólo en este caso), los efectos jurídicos del *Brexit* se pospondrán hasta el 1 de enero de 2021, dando así a las empresas y entidades un plazo adicional para su adaptación a las nuevas circunstancias.

Este período ha venido a denominarse, por ambas partes negociadoras, «período de implementación» e iría, consecuentemente, desde el 29 de marzo de 2019 hasta el 31 de diciembre de 2020. Sería el período en que las autoridades y las empresas tendrían tiempo para prepararse para la plenitud de los efectos derivados del abandono de la Unión Europea por parte del Reino Unido.

En el período de implementación o período transitorio, el Reino Unido continuaría aplicando el derecho europeo en cuya formación no podría, sin embargo, tener influencia alguna.

Como contrapartida al mantenimiento de la regulación europea (y, en consecuencia, de las cuatro libertades fundamentales) se mantendría la situación jurídica actual de modo que las empresas británicas mantendrían su acceso actual al mercado interior europeo, las empresas prestadoras de servicios de inversión podrían continuar accediendo al mercado europeo a través del pasaporte y otras figuras reguladas y, por el contrario, tanto las empresas como los prestadores de servicios financieros de la Unión Europea mantendrían su presencia y/o acceso actual al mercado británico sin necesidad de cumplir ningún requisito adicional.

Sin embargo, el período de implementación o período transitorio no es una consecuencia automática del cumplimiento del plazo de dos años desde la notificación de la intención del Reino Unido de abandonar la Unión Europea. Así como dicho abandono (la salida de la Unión Europea y la conversión en su Tercer Estado) sí es automática, la existencia del período transitorio depende de la existencia de un acuerdo finalmente ratificado y eficaz entre el Reino Unido y la Unión Europea.

Si bien en algunos momentos de la negociación surgió la posibilidad, finalmente no materializada, de que el período transitorio pueda alargarse en alguna medida (un año adicional) para facilitar la adaptación de empresas y particulares a la nueva situación, esta posibilidad no ha llegado a plasmarse en el Acuerdo alcanzado con lo que la fecha final del período transitorio continúa siendo el 31 de diciembre de 2020.

No obstante, es relevante indicar que aunque muchas de las cosas seguirán como hasta ahora existen otras que cambiarán como consecuencia directa de la salida por parte del Reino Unido.



Por ejemplo, y en la línea indicada, aunque el Reino Unido habrá de aplicar la regulación europea, y estará sometido, entre otras, a las decisiones del Tribunal de Justicia de la Unión Europea, habrá dejado de ser un Estado miembro y, en consecuencia, no podrá formar parte de sus instituciones ni influir en las decisiones de la Unión Europea (de acuerdo al aludido principio de autonomía de la Unión Europea).

La existencia de este período transitorio que dará algún tiempo a administraciones y empresas a adaptarse a la nueva situación es una de las mayores ventajas (y por lo tanto incentivos) para la existencia de un Acuerdo entre ambas partes, y atemperaría las consecuencias iniciales del *Brexit* si bien no alteraría en grado alguno los efectos a largo plazo derivados de la decisión del Reino Unido de abandonar la Unión Europea que serían particularmente importantes para el sector financiero británico, como veremos a continuación.

9.6. LA SITUACIÓN ACTUAL DEL SECTOR FINANCIERO BRITÁNICO. SU IMPORTANCIA

El sector financiero británico ha sido, hasta el momento, parte del sector financiero europeo con pleno derecho a operar en el mercado interior europeo y beneficiarse de los derechos de establecimiento y, específicamente, del denominado «pasaporte», un derecho reconocido de forma fragmentada (para distintas actividades financieras) en la regulación europea y que implica que una entidad financiera puede realizar su actividad en el territorio de otro Estado miembro sin necesidad de disponer de una autorización del supervisor local (*Host*) y sobre la base de la que ya hubiera obtenido de su supervisor de origen (*Home*).

El sector financiero británico forma parte esencial de la economía del Reino Unido, contribuyendo en un porcentaje relevante a su producto interior bruto. En contra de lo que suele pensarse, y de acuerdo con datos publicados por el Gobierno británico⁴, no se trata solamente de la ciudad de Londres. De hecho, dos tercios de los profesionales del sector financiero en el Reino Unido se sitúan fuera del área londinense. De acuerdo con datos correspondientes al año 2015⁵, los beneficios del sector financiero ascendieron a 63 mil millones de libras, más que la suma de los de Estados Unidos, Suiza y Luxemburgo.

Otros datos relevantes, también referidos al año 2015, son que el Reino Unido lideraba las exportaciones de servicios financieros con 97.000 millones de libras, de nuevo más del doble de la cifra equivalente del sector financiero norteamericano.

El Reino Unido tiene el tercer centro financiero más grande del mundo con más de doscientos cincuenta bancos extranjeros domiciliados en Londres y el diecisiete por ciento de los préstamos concedidos por bancos internacionales se realizaron en el Reino Unido.

⁴ *Brexit White Paper*. Febrero de 2017.

⁵ *Key Facts about the UK as an international financial centre 2016*. 1 de noviembre de 2016. Publicado por La City de Londres.



Todos estos datos, entre muchos otros, ilustran la importancia que cualquier efecto derivado del *Brexit* que afectase al sector financiero británico tendría para el conjunto de la economía del Reino Unido. Como hemos indicado, esos efectos serían sustancialmente más graves de no ratificarse finalmente los Acuerdos alcanzados el 25 de noviembre.

9.7. ESCENARIOS FUTUROS *POST-BREXIT*. ANÁLISIS DE LAS ALTERNATIVAS

Una vez que se cumplan los plazos para el *Brexit*, las situaciones que pueden producirse son muy distintas:

- a) Si no existiera un acuerdo formalizado antes del final del plazo (29 de marzo de 2019), no existiría, como hemos anticipado, un período transitorio y los Tratados de la Unión dejarían de aplicársele al Reino Unido que quedaría convertido en un Estado tercero. En ese caso las entidades financieras británicas pasarían a ser las de un Estado no miembro de la Unión Europea, ni del Espacio Económico Europeo, por lo que carecerían de pasaporte y para desarrollar su actividad en la Unión Europea necesitarían obtener autorización del Estado de destino a través del procedimiento de equivalencia⁶.

En este punto es relevante poner de manifiesto que las propuestas iniciales del Reino Unido contemplaban la pretensión de lograr un régimen alternativo al de equivalencia, el llamado procedimiento de «reconocimiento mutuo», de facto equivalente al régimen de pasaporte.

Esta pretensión fue frontalmente rechazada por los negociadores de la Unión Europea, de modo que el Reino Unido quedará sometido al mismo régimen que otros Terceros Estados, el régimen de equivalencia, básicamente un procedimiento que se desarrolla de forma individual para cada entidad, en el que las autoridades de supervisión competentes comprueban la similitud/equivalencia de la regulación aplicable a la entidad (británica, en este caso) con las normas vigentes en la Unión Europea y, de efectuar un juicio favorable, se reconocerían determinadas exenciones y facilidades que permitirían el desarrollo de la actividad en el territorio de la Unión Europea con un coste menor.

Es relevante entender las grandes diferencias existentes entre el régimen actual de pasaporte y el nuevo régimen de equivalencia al que, una vez superado el período transitorio en caso de acuerdo, quedaría abocado el sector financiero británico.

El régimen de pasaporte permite a las entidades de crédito, las aseguradoras o las empresas de servicios de inversión desarrollar su actividad en otros Estados

⁶ Así se ha declarado expresamente por la Comisión Europea en el documento «Withdrawal of the United Kingdom and EU rules in the field of banking and finance, Directorate-General for Financial Stability, Financial Services and Capital Markets Union (European Commission), february 2018. https://ec.europa.eu/info/publications/180208-notice-stakeholders-withdrawal-uk-banking-and-finance_en



de la Unión Europea sin necesidad de obtener una nueva autorización administrativa y sometiéndose a la misma regulación de origen, de modo que el cumplimiento de relevantes requerimientos regulatorios en materia de capital o liquidez puede producirse a nivel de grupo consolidado en función de los recursos disponibles en la entidad principal.

Por el contrario, el régimen de equivalencia es un régimen fragmentado, de efectos realmente limitados y que no libera a la entidad de la necesidad de obtener una autorización administrativa condicionada al cumplimiento de relevantes requisitos en el lugar de destino.

Obviamente, las entidades del Reino Unido no deberían tener problemas para acceder al reconocimiento de la equivalencia en un momento inicial puesto que la regulación británica estará adaptada a la regulación europea (de hecho, en buena parte, sería trasposición de normas europeas), tal y como se ha plasmado en la declaración política que se ha reproducido anteriormente. Sin embargo, una vez que el Reino Unido abandone la Unión Europea, el mantenimiento de la situación de equivalencia exigirá la coordinación de la agenda regulatoria del Reino Unido con la europea de un modo que seguramente no parecería el más coherente con todas las ideas que fundamentaron el voto a favor del *Brexit* (entre ellas, y fundamentalmente, el deseo de recuperar la soberanía plena y la capacidad de decidir).

Es comprensible el intento del Reino Unido de mantener un régimen análogo al del pasaporte una vez superado el período transitorio pero en esto la Unión Europea se ha mostrado inflexible, seguramente con buenas razones, entendiendo que una cosa es pertenecer a la Unión Europea o estar integrado en el Espacio Económico Europeo (lo que implicaría acatar las cuatro libertades fundamentales) y otra no estarlo.

Las entidades de la Unión Europea que fueran parte de grupos financieros británicos gozarían, en tanto que entidades de la Unión Europea, de los derechos (y lógicamente estarían sujetas a las obligaciones) que el ordenamiento europeo les atribuye, incluida la posibilidad de ejercitar su actividad en otros Estados europeos a través de la figura del pasaporte.

Las entidades europeas que tengan actividad en suelo británico no podrían beneficiarse del pasaporte como tal, al ser el Reino Unido un Estado tercero, si bien las autoridades británicas han establecido un procedimiento que facilita la continuidad de sus actividades en una situación similar a la actual. Concretamente, la Autoridad de Conducta Británica (FCA) ha establecido algunas modificaciones temporales al régimen propio de los Terceros Estados⁷.

Las entidades procedentes de terceros Estados con presencia y actividad en el Reino Unido tendrían en lo sucesivo una relación exclusiva con las autoridades

⁷ «Temporary transitional arrangements in relation to certain prudential requirements for solo regulated firms in respect of EU originated exposures» tal como se refiere al régimen transitorio la FCA en su «baseline approach».



de supervisión de ese país. Cualquiera que fuese la autorización que hubiesen obtenido para desarrollar su actividad, limitaría sus efectos al territorio del Reino Unido.

Aunque han declarado de forma expresa que consideran improbable e indeseada (por ambas partes) la situación de un «no Acuerdo», las autoridades supervisoras británicas han tratado de reducir la inseguridad jurídica en que podría situarse el sector financiero británico dictando distintas comunicaciones con las que pretenden anticipar y aclarar cuál sería la situación existente⁸.

A tal fin, se han adoptado las previsiones legislativas necesarias para garantizar la vigencia (como legislación interna) de las normas vigentes y aplicables en Europa al sector financiero, y se han delegado a los reguladores y supervisores nacionales las competencias necesarias para poder realizar los ajustes necesarios en la normativa delegada y los estándares técnicos vinculantes, para asegurar la exacta continuidad de la normativa vigente una vez superado el plazo para que la notificación del Brexit produzca sus primeros efectos jurídicos⁹.

- b) Si existiera un acuerdo antes del final del plazo, lógicamente se aplicarían los términos del mismo. No obstante, puesto que el Reino Unido ha renunciado anticipadamente al mercado interior al no estar dispuesta a implementar las libertades fundamentales, la situación que se desprende del Acuerdo provisional que se ha adoptado no será demasiado distinta de la comentada en la letra anterior una vez concluido el período transitorio el 31 de diciembre de 2020.

Sin embargo, mientras durase el período transitorio (en principio, hasta el treinta y uno de diciembre de 2020) la situación seguiría siendo equivalente a la actual, de modo que las entidades británicas mantendrían el régimen de pasaporte, desarrollando su actividad bajo la vigencia de una regulación financiera común, si bien para ello necesitarán obtener una autorización temporal.

Lo mismo puede decirse respecto de las entidades de la Unión Europea que desarrollan su actividad en el Reino Unido.

La situación de las entidades de terceros Estados no cambiaría durante el período transitorio.

⁸ Un ejemplo puede encontrarse en el documento publicado por el tesoro británico y que puede consultarse en su página web (https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/720298/HM_Treasury_s_approach_to_financial_services_legislation_under_the_European_Union_Withdrawal_Act.pdf).

⁹ Uno de los problemas prácticos a resolver ha sido la sustitución a las referencias de organismos y autoridades de la Unión Europea, como las autoridades de supervisión (EBA, ESMA y EIO-PA) por sus equivalentes británicos, disposiciones innecesarias como todas las que se referirían a las relaciones entre las autoridades de los Estados Miembros o las que hayan devenido inaplicables como todas las que se refirieran a los efectos directos y automáticos de determinados actos o decisiones de las autoridades europeas sobre el sector financiero en el Reino Unido.



- c) En todo caso, las instituciones de la Unión Europea domiciliadas en el Reino Unido deben abandonar su territorio antes del 30 de marzo de 2019 y, en consecuencia, la Autoridad Bancaria Europea, domiciliada actualmente en Londres, se trasladará a París.

A la vista de lo anterior, no cabe duda de que la existencia o inexistencia del acuerdo para la salida del Reino Unido de la Unión Europea resulta clave para la determinación del efecto que el *Brexit* tendrá para las entidades financieras británicas y las entidades europeas que tienen presencia o desarrollan su actividad en el Reino Unido, no siendo posible, en este momento, predecir si este Acuerdo llegará o no a formalizarse finalmente.

Poco antes de concluir este trabajo se produjo un movimiento de interpretación difícil en aquel momento como fue la declaración pública realizada por la Vicepresidencia del supervisor alemán (BaFin) en el sentido de que se estaban produciendo conversaciones bilaterales con el supervisor británico con el objetivo de asegurar «una transición lo más suave posible»¹⁰ en relación con el Brexit, para el caso de no alcanzarse un Acuerdo a nivel europeo, en lo que constituiría la primera interacción bilateral entre dos Estados en el ámbito de los servicios financieros desde que comenzaron las conversaciones entre la Unión Europea y el Reino Unido a propósito del Brexit. Si este movimiento abre o no la posibilidad de que existan acuerdos bilaterales es aún pronto para decirlo para no parecería fácilmente compatible con el marco jurídico vigente en la regulación de servicios financieros en la Unión Europea y con los principios adoptados por la Unión como marco de la negociación.

Con posterioridad a dichas declaraciones, el Gobierno alemán ha aprobado un proyecto de ley que ya se ha remitido a su Parlamento, en el que se establecen las bases de la futura relación con el Reino Unido en el ámbito de los servicios financieros para el caso de que no existiera un acuerdo. En este proyecto de ley se establece un régimen transitorio «nacional» (en contraposición al resultante del acuerdo europeo) para las entidades británicas que desarrollan actividades financieras en Alemania.

Otros Estados, entre ellos España, podrían realizar un movimiento análogo en las próximas semanas al objeto de reducir la incertidumbre que sufren las entidades financieras (bancarias y aseguradoras, fundamentalmente) afectadas por el *Brexit* en un contexto de falta de Acuerdo entre el Reino Unido y la Unión Europea.

Es importante destacar que estas iniciativas deben interpretarse como parte de lo que la Comisión Europea ha denominado acciones preparatorias que deben realizarse por parte de los ciudadanos, las empresas y los Estados miembros. Respecto de estos últimos, la Comisión ha dado dos mensajes relevantes en la Comunicación dirigida al Parlamento

¹⁰ La declaración, recogida por Reuters el pasado 22 de octubre de 2018 (<https://www.reuters.com/article/britain-eu-bafin/German.watchdog-eyes-backstop-bilateral-ties-with-uk-ahead-of-brexit-idUSL8N1X22UK>), páginas 1 y 2. En la noticia se afirmaba, aunque no se entrecomillaba esta declaración a diferencia de la que se ha incluido como cita en el texto, que BaFin había afirmado el lunes de esa semana que «negociaría sus propios vínculos regulatorios para evitar una disrupción en los mercados si el Reino Unido y la Unión Europea no eran capaces de alcanzar acuerdos más amplios antes del Brexit».



Europeo, al Consejo Europeo, al Consejo, al Banco Central Europeo, al Comité Económico y Social Europeo, al Comité de las Regiones y al Banco Europeo de Inversiones sobre la «preparación de la retirada del Reino Unido de la Unión Europea el 30 de marzo de 2019: plan de acción de contingencia»¹¹.

El primero es el de que «los Estados miembros, incluidas las autoridades nacionales, desempeñarán un papel fundamental en la aplicación y el cumplimiento de la legislación de la UE en relación con el Reino Unido como tercer país...»

El segundo, no menos importante que el anterior, es el de que «la Comisión está trabajando con los Estados miembros a fin de coordinar las medidas que adopten con el fin de garantizar que los preparativos de contingencia sean coherentes dentro de la Unión Europea y conformes a los principios generales que se presentan a continuación (en el mismo documento)....» Pero que, en todo caso, «los Estados miembros deben abstenerse de entablar debates y celebrar acuerdos bilaterales con el Reino Unido, que irían en detrimento de la unidad de la UE». Tal y como señala el documento, refiriéndose específicamente a los servicios financieros, «se anima a las Autoridades Europeas de Supervisión a que empiecen a preparar acuerdos de cooperación con los supervisores del Reino Unido a fin de garantizar que se posible el intercambio de información relacionada con las entidades y los agentes financieros inmediatamente después de la fecha de retirada en el caso de que no haya acuerdo».

9.8. EL CASO SINGULAR DE LAS «CLEARING HOUSES». SU IMPORTANCIA.

Además de las cifras que hemos proporcionado anteriormente respecto de la importancia de la actividad financiera en el Reino Unido, sería importante referirse a la relevancia de una actividad específica: la de la compensación y liquidación de valores que se produce diariamente en los centros de negociación (las «clearing houses») del Reino Unido.

En la medida en que esas Cámaras realicen transacciones sobre activos denominados en libras esterlinas o en otras monedas internacionales no existirá, más allá de lo comentado en el apartado anterior de este trabajo, mayor especialidad.

Otra cosa distinta será el futuro de las transacciones referidas a activos denominados en euros.

De hecho, a día de hoy, prácticamente el noventa por ciento de las transacciones de derivados en euros son liquidadas en las clearing houses británicas, según cálculos del Gobierno británico¹². El volumen de las transacciones diarias que se producen en esas infraestructuras asciende a unos mil billones de dólares.

¹¹ Estrasburgo, 13.11.2018. COM (2018) 880 final, página 4.

¹² El BIS considera que tres cuartos de todas las transacciones sobre derivados en euros realizadas en el año 2016 se realizaron en las infraestructuras del Reino Unido. De hecho, solamente una de ellas, la London Stock Exchange declaró haber realizado transacciones por un importe superior a los 900.000 millones de dólares en ese año.



Las autoridades europeas, incluidas las del Banco Central Europeo, han mostrado su preocupación por el hecho de que una actividad tan relevante se produjera fuera del territorio de la Unión Europea y han llegado a formular propuestas legislativas claramente encaminadas a lograr que esas infraestructuras se establecieran en la Unión Europea¹³.

Estas propuestas apuntaban a que las autoridades supervisoras europeas pudieran solicitar que las *clearing houses* que tengan un carácter sistémico por su volumen de actividad en euros no sean admitidas como infraestructuras adecuadas que vayan a ser utilizadas por los bancos europeos, o someter a éstos a una penalización significativa en términos de capital en caso de utilización, a no ser que se asegurase el cumplimiento de la regulación europea y el acceso de los supervisores europeos a esas infraestructuras.

No obstante, debe tenerse igualmente en cuenta que, en el caso de que el *clearing* denominado en euros se separase en infraestructuras distintas a aquellas en que se produce el *clearing* en otras monedas, ello podría tener un impacto muy relevante no sólo (por supuesto) sobre las infraestructuras y mercados propiamente dichos sino también, y no en menor medida, sobre las entidades que mantienen relevantes posiciones en estos mercados y que se benefician del tratamiento que se concede al riesgo en caso de *netting*.

Por esta razón, tanto las autoridades británicas, como también los representantes de otras entidades e infraestructuras internacionales (norteamericanas o japonesas, por poner dos ejemplos muy relevantes), se han mostrado proclives a lograr alguna solución que permita mantener en todo o en parte el *statu quo* actual.

Aunque en los últimos días parecen haberse producido avances que hacen pensar en una posible suavización de la postura europea de modo que, a cambio de un acuerdo que conceda al supervisor europeo (ESMA) una posibilidad de acceso real a las infraestructuras y un adecuado marco de cooperación con el supervisor británico, pudiera mantenerse un *statu quo* similar al actual, no ha llegado a conocerse la existencia de un Acuerdo definitivo sobre esta cuestión. Obviamente, un acuerdo de este tipo sería más sencillo durante el período transitorio que con posterioridad a ese momento.

¹³ De hecho, en su comunicación a los interesados (*stakeholders*) de 8 de febrero de 2018 (https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/file_import/post_trade_services_en_0.pdf) la Comisión Europea ha indicado lo siguiente: «As of the withdrawal date, derivatives traded on a UK regulated market will not fulfil the definition of Exchange traded derivatives (ETDs) under EU law. According to Article 2 (32) of MIFIR, ETDs are derivatives traded on an EU regulated market, or on a Third-country market considered to be equivalent. Thus, under EU law, as for the withdrawal date, ETDs traded on a UK regulated market will be over-the-counter (OTC) derivative contracts». También se dice que «OTC derivatives that are subject to the clearing obligation must be cleared by a central counterparty (CCP) which is authorised and established in a Member State of the EU or a CCP established in a third-country which is recognized by the... (ESMA) under Article 25 of EMIR to clear that class of OTC derivative. As of the withdrawal date, CCPs established in the United Kingdom will be third-country CCPs which would need to be recognized under EMIR before they could be used to fulfil the clearing obligation». La consecuencia fundamental de todo ello, continua el propio documento, será que las contrapartes en la Unión Europea verán incrementados sus requerimientos de capital por las posiciones que tengan en derivados en las *clearing houses* del Reino Unido, lo que claramente desincentivará su utilización.



ESMA ha hecho saber a las *clearing houses* británicas (básicamente LCH, ICE Clear Europe y the London Metal Exchange) que podrían no poder aceptar solicitudes de autorización para ser reconocidas bajo el régimen de equivalencia hasta el momento en que el Reino Unido abandone la Unión Europea con lo que la situación de incertidumbre podría prolongarse por algún tiempo. Como consecuencia de esta situación, las infraestructuras británicas no podrían seguir desarrollando su actividad en relación con las entidades de la Unión Europea.

De hecho, ante esta situación, algunas de las entidades más relevantes en el mercado¹⁴ han decidido no aguardar más en la presente situación de incertidumbre cuando queda tan poco tiempo para que el *Brexit* se materialice (sin que todavía se haya alcanzado un acuerdo) y trasladar sus actividades desde el Reino Unido al territorio de la Unión Europea (París).

Esta situación afectará lógicamente a las infraestructuras británicas, que perderían una parte de su negocio (aunque mantendrían su actividad internacional), pero también a grandes entidades europeas que operan cotidianamente a través de ellas que, al separar sus operaciones en euros y en otras monedas (haciendo imposible el *netting* entre las transacciones y la consiguiente minimización del riesgo) verían aumentar exponencialmente sus requerimientos de capital.

Los proyectos legislativos de transición a que se ha hecho anterior referencia y, concretamente, el que ya se ha hecho público en Alemania, ofrecen alguna seguridad jurídica adicional a este respecto ya que establecen un escenario de continuidad, incluso sin acuerdo entre la Unión Europea y el Reino Unido, para los servicios financieros que los operadores británicos venían prestando con anterioridad a sus contrapartes europeas, aún en el caso de que no hubieran llegado a conseguir una licencia europea (alemana, en el ejemplo de referencia) a 29 de marzo de 2019.

El documento sobre planes de contingencia europea que se ha citado anteriormente¹⁵ también incluye otra referencia tranquilizadora al afirmar que «los contratos de derivados extrabursátiles no compensados entre entidades de contrapartida de la UE y del Reino Unido seguirán siendo, en principio, válidos y ejecutables hasta su vencimiento».

Respecto de los derivados compensados, el documento anuncia que «si no se llega a un acuerdo, la Comisión adoptará decisiones de equivalencia temporales y condicionales con el fin de garantizar que no se produzca ninguna interrupción en la compensación centralizada y en los servicios de depositarios. Estas decisiones se complementarán con el reconocimiento de las infraestructuras establecidas en el Reino Unido, a las que se anima, por tanto, a que soliciten anticipadamente el reconocimiento a la Autoridad Europea de Valores y Mercados (AEVM)». Es aquí donde el llamamiento del documento a las autoridades europeas de supervisión para que alcancen acuerdos de cooperación con los supervisores del Reino Unido que se ha citado anteriormente¹⁶ encuentra todo su sentido.

¹⁴ Euroclear.

¹⁵ Vid nota 11, página 8.

¹⁶ Vid nota 15.



9.9. OTROS EFECTOS RELEVANTES

Aunque finalmente llegue a formalizarse un Acuerdo definitivo en la línea anteriormente descrita, incluyendo tanto la definición de la situación durante el período transitorio como, sobre todo, el futuro de la relación a medio plazo entre el Reino Unido y la Unión Europea, es lo cierto que el solo hecho de la salida tendrá algunos efectos jurídicos relevantes que están provocando la necesidad de que, desde ahora, las entidades financieras estén teniendo que adaptarse a la nueva situación.

No son a ello extrañas las autoridades supervisoras (sobre todo la Autoridad Bancaria Europea que habrá de mudar su sede a territorio continental) que, a ambos lados del Canal de la Mancha, han pedido a las entidades afectadas por la nueva situación la formulación de planes de contingencia detallados en los que expliciten los efectos de toda índole que tendrá el *Brexit* para ellas y las medidas concretas que vayan a ser adoptadas para dar respuesta a la misma situación.

Una primera decisión para las entidades financieras domiciliadas en el Reino Unido es la de mantener su domicilio actual o trasladarse, como ya lo han hecho un cierto número de ellas, a algún otro Estado miembro a fin de mantener su status actual como miembros de la Unión Europea, incluido el pasaporte. El problema práctico que se han encontrado los que han iniciado este camino ha sido la necesidad de obtener una autorización en el estado de destino lo que, sobre todo por la acumulación de solicitudes con la misma finalidad, está llevando algo más de tiempo de lo que probablemente esperaban.

Además, el Banco Central Europeo se ha mostrado firme a la hora de exigir que las entidades que actúen del modo descrito no se limiten a realizar un traslado «cosmético», «limitado» o de puro «front office» que legitime el mantenimiento de su estatuto actual como entidades residentes en la Unión Europea cuando realmente continúan desarrollando toda su actividad en el Reino Unido. Las entidades que se trasladen habrán de contar con todos los requisitos organizativos que les permitan el desarrollo de su actividad cumpliendo con la exigente regulación europea, con lo que los traslados «aparentes» no producirán los efectos deseados.

Una segunda posibilidad para ellas sería la de abrir una entidad financiera en otro país de la Unión Europea obteniendo para ello la correspondiente autorización. Esta entidad participada sería, a todos los efectos, una entidad financiera de la Unión Europea con lo que tendría todos los derechos y obligaciones reconocidos en la regulación financiera europea, incluido el pasaporte.

La tercera posibilidad sería la de pretender desarrollar su actividad a través de una sucursal abierta en el territorio de un Estado miembro. Para ello deberían solicitar, y obtener, una autorización en el Estado de destino que estaría sometida al aludido procedimiento de «equivalencia». Seguramente, la obtención de este tipo de autorizaciones en un primer momento no será demasiado problemática dado el mantenimiento de una sustancial identidad entre el ordenamiento del Reino Unido y el europeo. Más adelante, y especialmente tras la terminación del período transitorio, la situación podría alterarse



sustancialmente y, en el caso de que llegara a existir una divergencia significativa entre las regulaciones vigentes en el Reino Unido y la Unión Europea, se perderían los beneficios propios de la declaración de equivalencia con lo que las entidades afectadas serían, sin más, entidades de un Tercer Estado ajeno a la Unión Europea.

Respecto de las entidades de terceros Estados que desarrollen en la actualidad su actividad en el Reino Unido, podrán continuar desarrollándola allí sin mayores dificultades, siempre que la autorización que ampare dichas actividades hubiera sido proporcionada por el supervisor británico. Si hubiera sido proporcionada por otro supervisor de la Unión Europea habrían de solicitar una autorización del supervisor del Reino Unido.

Por último, está el caso de las entidades de la Unión Europea con presencia o actividad en el Reino Unido.

Durante el período transitorio, en el caso de formalizarse el Acuerdo previsto entre el Reino Unido y la Unión Europea, las entidades mantendrán, con los matices que seguidamente se comentarán, un estatuto similar al actual. Obviamente, la situación sería muy diferente si el Acuerdo no se alcanza, como ya se ha dicho.

Una de las cuestiones que habrán de resolver, al margen de las derivadas del mantenimiento de sus autorizaciones administrativas actuales, la exigencia de autorizaciones temporales o del uso del pasaporte europeo, se refiere a su acceso a las casas de *clearing* británicas. En este caso, y salvo que se alcance un Acuerdo específico que mantenga el status quo actual, habrían de prever el traslado de su actividad sobre los instrumentos financieros denominados en euros (y sobre todo de los derivados) a centros de negociación europeos.

Otra de las cuestiones relevantes es la presencia en los contratos financieros que gobiernan las relaciones de esas entidades con terceros de cláusulas que declaran un derecho, como el inglés, que dejará de ser necesariamente coherente con el de la Unión Europea, o que establecen el sometimiento a los órganos judiciales británicos para el caso de discrepancia cuando, como consecuencia del *Brexit*, las resoluciones de esos órganos perderán los beneficios de la ejecutividad de la que disfrutaban actualmente en el territorio europeo. Todos los contratos que contengan cláusulas de este tipo, que pueden ser miles, habrán de ser modificados. En ocasiones, la modificación será sencilla pero en otros pueden surgir discrepancias entre las partes o exigencias adicionales para la novación por parte de alguna de ellas. Puede ser una fuente de inseguridad jurídica y eventualmente de litigiosidad. Este ha sido uno de los aspectos más complicados para las entidades financieras cuando los supervisores les han exigido que dispusieran de planes de contingencia adaptados a la eventualidad de que pudiera llegarse a la fecha de efectos del *Brexit* sin que existiera un Acuerdo entre ambas partes.

9.10. CONCLUSIONES

El pasado 29 de marzo de 2017 se produjo uno de los momentos más tristes, y potencialmente más graves, de la historia de la Unión Europea, la notificación formal por parte del Reino Unido de su decisión de abandonar la Unión en el marco del artículo 50



del Tratado de la Unión, y como consecuencia del Referéndum que se había celebrado en el Reino Unido el 23 de junio de 2016.

Las consecuencias de esta decisión están todavía por ver, a la espera de saber si, una vez alcanzado un principio de acuerdo entre ambas partes con ocasión del Consejo extraordinario celebrado el pasado 25 de noviembre, llegará o no a producirse su ratificación definitiva, lo que obviamente determinará las condiciones de salida del Reino Unido, el futuro marco de relación con la Unión Europea y la existencia posible de un régimen transitorio (o de implementación) y su duración.

Aventuro desde ahora mi pronóstico favorable a la existencia de un Acuerdo. Aunque éste pueda resultar difícil, especialmente en lo que toca al pronunciamiento de la Cámara británica, creo que la gravedad de los efectos de toda índole que se producirían en el caso de no ratificación terminarán por convencer, incluso a los más reacios, a adoptar una postura responsable. La sola inexistencia de un período transitorio que pudiera atemperar las consecuencias del *Brexit* para todas las partes implicadas, dándoles tiempo de realizar los preparativos necesarios para adaptarse a la nueva situación, debería ser incentivo suficiente.

Si el acuerdo no llegase a formalizarse, uno de los efectos más relevantes del *Brexit* para el sector financiero a uno y otro lado del Canal es la consideración recíproca de los Estados miembros de la Unión Europea y el Reino Unido como Estados terceros y la necesidad de tramitar las declaraciones de equivalencia como único modo para lograr el mantenimiento de la actividad entre ambos territorios, lo que no será nada fácil en el espacio de tiempo disponible, y se tornará imposible si el Reino Unido comienza a legislar de modo distinto al que lo haga la Unión Europea en lo referente a la regulación financiera.

Si, por el contrario, llegase a alcanzarse un Acuerdo y, de su mano, existe un período transitorio, en un primer momento (en principio hasta el 31 de diciembre de 2020) no existirán grandes cambios respecto de la situación actual salvo la necesidad de lograr las autorizaciones pertinentes, la cuestión pendiente del régimen para la negociación de instrumentos financieros, y singularmente derivados, denominados en euros en los centros de negociación del Reino Unido y la necesidad de realizar adaptaciones en la regulación y los contratos para adaptarse a la nueva situación jurídica.

Transcurrido el período transitorio, la situación se asemejará a la descrita para el escenario de no Acuerdo. Los Estados de la Unión Europea y el Reino Unido serán, respectivamente, Estados terceros, no existirá el régimen de pasaporte y la actividad transfronteriza entre ambos territorios estará condicionada a la existencia de una situación declarada de equivalencia, lo que implica que la evolución de las regulaciones respectivas se mantiene paralela.

Las consecuencias no serán positivas a ninguno de los dos lados del Canal. El Reino Unido sufrirá, está sufriendo ya de hecho, el efecto derivado de la salida de relevantes entidades financieras que se domiciliaron allí para beneficiarse del doble efecto combinado de su presencia en una plaza financiera eficiente y global y de su posibilidad de acceso privilegiado a la Unión Europea. Esta segunda ventaja desaparecerá una vez concluido el período transitorio de modo que las entidades financieras del Reino Unido pasarán a



estar, a la hora de desarrollar su actividad en la Unión, en una situación no muy distinta de las de Estados Unidos o Japón, por poner dos ejemplos relevantes.

La Unión Europea perderá su centro financiero de mayor volumen y eficiencia, afectando sin duda al propósito relacionado con su iniciativa de la «Capital Markets Union», el desarrollo de los mercados de capital en la Unión Europea. El Reino Unido es, sin duda, el mercado de capitales más desarrollado de la Unión Europea y su salida tendrá un efecto muy relevante para ese mercado.

Los meses transcurridos desde la notificación formal de la decisión del artículo 50 hasta el día de hoy han servido para negociar el Acuerdo finalmente alcanzado el pasado 25 de noviembre. Sin duda, era importante llegar a este punto, aunque los escollos procedimentales que quedan pendientes no sean en absoluto menores.

El Acuerdo finalmente alcanzado, de lograrse, atemperará en algo los daños derivados de la separación pero sus efectos serán igualmente relevantes.

Durante la negociación del Acuerdo, el Reino Unido trató de lograr un régimen ventajoso en su futura relación con la Unión Europea mientras mantenía inexorable su negativa a aceptar las cuatro libertades fundamentales. Esto era inaceptable para la Unión Europea, tanto por los propios principios y reglas esenciales de la Unión como por que hubiera constituido un precedente muy peligroso. El régimen finalmente aplicable será, como se ha anticipado, el aplicado en los demás casos de relación con Estados terceros, el régimen de equivalencia.

Siendo cierto lo anterior, no lo es menos que, tanto para el caso del Reino Unido como para las entidades de crédito de otros Estados Terceros (Suiza, Estados Unidos o Japón entre otros), el régimen y los procedimientos de equivalencia son inseguros, escasamente eficientes y pueden revocarse en cualquier momento, lo que genera una situación de grave imprevisibilidad para las entidades que se benefician del mismo. Una de las consecuencias deseables del *Brexit* habría de ser, seguramente, la mejora de ese régimen, a lo que apunta la literalidad de algunos de los párrafos del Acuerdo alcanzado.

En cualquier caso, todo queda pendiente de las decisiones finales del Parlamento británico, el Parlamento Europeo y el Consejo Europeo. Esperemos que cada institución esté a la altura de sus responsabilidades.

PARTE III
COMPLETAR LA UNIÓN MONETARIA: EL ESTADO
DE LA ETERNA CUESTIÓN



10. THE EUROPEAN BANKING UNION: ACHIEVEMENTS AND CHALLENGES¹

FERNANDO RESTOY

Chairman, Financial Stability Institute

10.1. INTRODUCTION

The banking union is a signal achievement of the European process. As originally envisaged, it should comprise a single supervisor and resolution framework, as well as a common deposit guarantee scheme. At present, the euro zone does have a fully operational single supervisory mechanism (SSM), hosted by the European Central Bank (ECB), and also a common resolution authority – the Single Resolution Board (SRB), which is responsible for the application of a common set of rules and for managing the industry-funded European Single Resolution Fund (SRF). However, the SRF has only limited firepower, since a public backstop has yet to be implemented. Moreover, no European deposit insurance scheme (EDIS) has yet taken shape, despite intensive negotiations.

The banking union originated in the euro zone crisis that started in 2010. The malign

¹ This paper is a revised and extended version of a recent public lecture (Restoy (2018b)). I wish to thank without implicating Ignazio Angeloni, Patrizia Baudino, Jazbec Boštjan, José Manuel Campa, Elisa Ferreira, Pentti Hakkarainen, Mariano Herrera, Korbinian Ibel, Andreas Ittner, Elke König, José Luis Malo de Molina, Yves Mersch, Pedro Neves, Peter Praet, Nicolas Véron, Ruth Walters and Charles Wyplosz for comments and suggestions. I am also grateful for the support provided by Christina Paavola.



link between banks' viability and the capacity of domestic treasuries to support them in troubled times was a destabilising force that rocked the single currency. What we call the banking union is, in fact, a series of actions taken to decouple sovereign risk from the financial variety, with the aim of restoring the monetary union's stability and credibility.

From a conceptual viewpoint, the banking union logically complements monetary union (European Commission (2018)). In particular, by facilitating the integration of European banking markets, the banking union should result in safer, more efficient institutions (Hildebrand (2018)) as well as better and cheaper banking services.

An integrated banking market with truly pan-European institutions would underpin an effective private risk-sharing mechanism, helping to break the link between domestic economic and fiscal developments and financial stability (Draghi (2018)). This would appear essential given the ample scope for economic upsets in individual euro area countries, the limited power of national policies to smooth economic and financial cycles, and the potential impact of domestic banking crises on the euro zone's stability. Arguably, the Capital Markets Union project launched in 2015 by the European Commission is a move towards such integration. However, given that banks are the main intermediators of credit in Europe, it is banking integration that must be a key component of any effective private risk-sharing mechanism within the euro zone.

Thus, the banking union is a prerequisite if the European project is to be preserved and deepened. Its success depends on its ability, first, to ensure a more closely integrated banking system in the euro area and, second, to weaken the link between the perceived safety and soundness of financial institutions (and hence the value of their liabilities), and the fiscal soundness of their home jurisdictions.

The first of these two objectives requires the conditions necessary to facilitate the provision of cross-border banking services within the euro zone to be put in place and, in particular, many more banks need to operate in multiple jurisdictions. The second objective requires that the mechanisms for dealing with failing banks are effective, ensuring a comparable treatment of creditors and shareholders of all banks in the euro zone, regardless of domicile. How far these objectives have been achieved is a good indicator of the banking union's success. And, by extension, to ask why there has been insufficient progress in those two areas will help to spotlight any possible missing pieces in the project. To help put matters in perspective, Section 2 of this paper outlines the current functioning of the banking union since its inception in 2014, while Sections 3 and 4 address the lack of integration of European banking markets and the remaining shortcomings in the framework for managing a banking crisis.

10.2. THE ACHIEVEMENTS SO FAR

At present, the banking union is charged with prudential supervision and bank resolution. Those functions are performed, respectively, by the ECB, through its Single Supervisory Mechanism (SSM), launched in November 2014, and the Single Resolution Board, which took shape as an independent EU agency in January 2015.



10.2.1. THE SUPERVISORY FUNCTION

In record time, the ECB has been able to put in place a fully functioning supervisory authority. This entailed the development of a supervisory capacity (with more than 1,000 experts and support staff), the creation of joint supervisory teams (comprising members of the ECB and national competent authorities (NCAs)) for all significant institutions (now 118) and the establishment of a central decision-making body, the Supervisory Board, which comprises the Chair and the Vice-Chair and up to 23 additional voting members appointed by the ECB Governing Council and NCAs.

The SSM's main achievement has been to help restore confidence in the stability of the euro zone's banking system. This is largely thanks to the efforts made to ensure adequate capital and liquidity through regular supervisory action and stress tests.

TABLE 1. SELECTED INDICATORS OF SIGNIFICANT EURO AREA BANKS

		2018	2017	2016	2015
Solvency	CET1 ratio (%)	14.1	13.1	13.3	12.7
	Total capital ratio (%)	17.8	17.6	16.9	15.8
	Leverage ratio	5.1	5.1	4.9	–
Liquidity and funding	Loan-to-deposits (%)	118.0	118.3	123.3	126.7
	Liquidity Coverage Ratio (%)	140.9	142.8	137.6	–
Asset quality	Non-performing loans (€ bn)	657.1	795.4	936.6	988.9
	NPL ratio (%)	4.4	5.4	6.6	7.5
	NPL coverage ratio (%)	46.4	44.7	43.9	–
Profitability	Return on equity (%)	6.9	7.1	5.1	5.4
	Cost-to-income (%)	65.9	62.7	64.2	60.5

Source: ECB. All data as at second quarter of each year, except loan-to-deposits in 2016, which refers to third quarter.

Table 1 shows the progress made in ensuring the resilience of significant institutions. Average capital ratios have reached comfortable levels after a steady increase since the creation of the SSM. Liquidity coverage has increased less, but remains on average substantially above the Basel minimum.

Another success is the SSM's progress in developing a common supervisory culture. The approaches of the NCAs have traditionally diverged in areas such as the emphasis attached to revising the governance of supervised institutions, the degree of intrusiveness in monitoring reported asset values and provisions, and the criteria used to validate internal models used to calculate risk weights. In all those areas, the SSM has conducted horizontal reviews and developed common specific supervisory criteria that will contribute to more consistent practice throughout the euro zone.



A major challenge is the accumulation of large volumes of non-performing loans (NPLs) in several jurisdictions. The aggregate volume of NPLs was roughly EUR 1 trillion in 2015, or 7.5% of total loans. Since then, NPLs have been reduced by a third. Moreover, the provisioning of those NPLs with provisions has also improved, again helping to enhance the quality of reported asset values. Yet, the issue is still far from being resolved, as NPLs ratios remain close to or above 10% in five jurisdictions and above 25% in two of them.

The SSM has put in place an ambitious strategy for NPLs. In particular, its recent guidance (ECB (2017, 2018a)) promotes their disposal and adequate provisioning. On this latter issue, the approach has been to establish supervisory expectations on provisions depending on the availability of collateral for NPLs, and to take action under Pillar 2 in case of unjustified deviations from those expectations.

The ECB guidance is supplemented by a European Commission proposal to establish prudential backstops for insufficient provisions against NPLs. This would let supervisors deduct from regulatory capital any deviation of actual provisioning from a pre-established reference level. While this measure does not imply any direct accounting powers for supervisors, it does allow them to adjust solvency ratios if provisions are deemed to be inadequate. The prudential backstop approach, now considered in Europe, has already been used for some time in other jurisdictions (Restoy and Zamil (2017)).

Undoubtedly those measures would help to prevent the future build-up of insufficiently provisioned NPLs in banks' balance sheets. Yet, if prudential backstops are to provide the right incentives for adequate valuation and management of NPLs, supervisory examinations must result in a sufficiently granular analysis of assets classification and measurement practices, including collateral valuation, in line with the practice followed in the past by some but not all NCAs. Moreover, since the EC proposal provides that the prudential backstops will be binding only for newly originated loans, the ECB must still find an effective and pragmatic way to deal with the large stock of NPLs that continue to be held by financial institutions in several jurisdictions.

But the main structural weakness of European banks is their persistently low profitability. As seen in Table 1, return-on-equity (RoE) remains quite subdued, despite a recent mild improvement, lying significantly below most estimates of the cost of capital. As a result, most significant banks have only limited capacity to accumulate reserves to strengthen their solvency positions. In addition, they are likely to have difficulties in raising capital in the market as they cannot offer attractive returns to potential equity investors.

The sector's weak profitability can be partly explained by persistently low interest rates, stricter regulation and competition from technology companies in the provision of some services. But overcapacity is another factor that will need to be corrected before sustainable profitability can be restored.

Many indicators point to this excess capacity (see Table 2). For instance, the euro zone's banking sector is large, amounting to roughly 280% of GDP, compared with 91% in the United States. RoE has remained subdued since the global financial crisis (4.5% on average between 2013 and 2017), significantly below that in the United States (9.0%). In addition, efficiency indicators – such as cost-to-income ratios (around 69% in the



euro area, and 60% in the United States) or branches per population (44 per 100,000 inhabitants in the euro area, and 26 in the United States) – are also consistent with the overcapacity hypothesis².

TABLE 2. SOME COMPARATIVE INDICATORS OF THE US AND EURO ZONE BANKING SECTORS

	Euro area	United States
Size of banking system (% of GDP)	280%	91%
RoE (avg 2013–17)	4.5%	9.0%
Cost-to-income	69%	60%
Branches (per 100,000 inhabitants)	44	26
Publicly traded banks (% of total assets)	52%	78%

Sources: CGFS (2018), EBF (2018), *Banks around the World* (2018), *Badenhausen* (2018) and own calculations.

Traditionally, supervisors have promoted the safety and soundness of individual institutions while remaining neutral on the industry's structure. Yet, the argument could be made that, in some circumstances at least, financial stability could suffer negative effects from an excessively fragmented sector with a large number of small, inefficient and unprofitable institutions. In that situation, some action by the supervisor to facilitate an orderly consolidation may be warranted.

The SSM is paying increasing attention to the sustainability of business models in the new macroeconomic, technological, regulatory and competitive environment (ECB (2018c)). This analysis could be the basis of swift action by the supervisor to gradually promote a more efficient structure for the industry.

10.2.2. THE RESOLUTION FUNCTION

As with the SSM, the SRM is already fully functional. The Single Resolution Board has handled the resolution of only one institution (Banco Popular Español) although it has also been involved in the procedures leading to the winding up of three additional significant banks: Banca Popolare Vicenza, Banca Veneto and the Latvian banking group

² The data in this paragraph are from CGFS (2018), relating to 2016 and updated to 2017 wherever possible using official statistics.



ABLV. In the latter three cases, the SSM declared those banks as *failing or likely to fail* but the SRB considered that they did not meet the public interest criteria required for resolution. As a consequence, the three banks were liquidated according to domestic rules.

These episodes pointed to several possible flaws in the crisis management framework. In particular, the resolution of Popular showed that the current arrangements do not facilitate the funding of banks in resolution. Yet funding is essential if the critical functions of such institutions are to be preserved, and the aims of the resolution met. Current ECB counterparty and collateral policies cannot guarantee the provision of central bank liquidity for banks in resolution. Moreover, without a large backstop (see Section 3), the single resolution fund cannot provide meaningful liquidity support for any significant bank. Work is currently under way to consider the development of a possible Eurosystem resolution liquidity framework that could well mirror the approach adopted by the Bank of England, following the commitment by the Euro summit in June 2018 on this matter.

The SRB has also made progress in developing resolution planning. The target is to develop resolution plans for nearly all significant institutions by end-2018. The SRB is well on the way to meeting that objective. It seems, however, that some discrepancies exist among European authorities on whether the resolution plans already approved are sufficiently mature and, in particular, whether they have sufficient information on the nature and relevance of possible impediments to resolvability (European Parliament (2018)).

Within the resolution planning domain, a major task for the SRB is determining the minimum requirement for eligible liabilities (MREL), ie the volume of eligible instruments that can be converted into equity in the event of resolution. The SRB has already issued binding MREL targets for large banks and has specified, where required, transition periods to satisfy those obligations. The determination of binding targets for smaller institutions must be completed by 2020 (SRB (2018)). This may constitute an especially delicate exercise, given that many smaller institutions fund themselves mainly from deposits and have little experience in tapping the capital markets (see Section 4). The SRB will also need to specify bank-by-bank which proportion of MREL requirements should be covered with subordinated instruments. Finally, the MREL policy will need to be adjusted in view of the forthcoming modification of relevant legislation (BBRD II).

The banking union has already proven itself capable of performing the basic oversight and resolution functions, despite the remaining challenges. But this performance, satisfactory as it is, will not necessarily guarantee that the main aims of the banking union will be achieved; namely, the development of an integrated banking system and the elimination of the malign linkage between bank risk and the home jurisdiction's financial condition. The next two sections focus on these two topics.

10.3. THE INTEGRATION OF THE BANKING SECTOR

As explained in the introduction, an integrated market for banking services with truly pan-European institutions would not only promote more efficient banks while better serving consumers, but it would also act as a stabilising device for the euro zone.



The predominantly domestic focus of European banks amplifies the link between national economic developments and financial stability in individual countries. Most banks in euro zone countries are overly exposed to adverse national economic developments that automatically trigger the deterioration of asset quality, put pressure on solvency and are ultimately liable to provoke a crisis of confidence that affects banks' ability to obtain funds in wholesale markets. In an extreme case, this may also result in deposit runs.

The potential stress in domestic and European markets is amplified by the constraints that national authorities face in managing critical situations with their own resources in the context of a currency union. Indeed, as we have seen in several recent episodes, this type of crisis is a major destabilising risk factor, to the point of materially threatening the monetary union's integrity. Increased cross-border diversification of banks' exposures would not eliminate the risk of a crisis, but it would reduce the exposure of domestic financial systems, and of the euro zone as a whole, to such country-specific shocks.

10.3.1. THE FACTS

In principle, by establishing a single supervisory jurisdiction in all euro area countries, common resolution rules, a mutualised contingency fund and a single administrative authority to deal with the failure of significant banks, the banking union could help eliminate institutional barriers to the cross-border integration of the banking industry.

Yet, the evidence shows that, at least so far, the existence of the SSM and the SRM have not had any marked impact on the banking industry's structure. For example, the share of cross-border loans to and deposits from non-banks in the euro zone remains low – around 8% and 6%, respectively – and has fallen slightly over the last few years (ECB (2018b)). In the same vein, the share of domestically owned banks in the national banking systems remains high, at 83%, roughly the same as in 2014, before the SSM's establishment (CGFS (2018)). Moreover, cross-border merger and acquisition activity among banks within Europe is very low and has not increased since the launch of the banking union project (Gonçalves Raposo and Wolf (2017)).

It seems, therefore, that more is needed to foster the sector's integration. Indeed, some observers and policymakers have pointed to several remaining obstacles that may obstruct further integration. Most have a regulatory character.

10.3.2. THE REGULATORY IMPEDIMENTS

The first set of obstacles is related to Europe's lack of a comprehensive single rule-book. As much EU banking legislation is still in the form of Directives, rather than Regulations, it needs to be transposed into domestic legal systems through parliamentary processes that often entail the addition of national specificities. More importantly, European banking law includes options and discretions for national authorities, again leading to different rules across countries (Nouy (2018) and Lautenschläger (2018)). This suggests that further legislative action at the European level, in the form of Regulations



that would remove remaining national particularities, may be needed to achieve full convergence of prudential rules.

The second group of impediments relates to the general regulatory treatment of internationally active banks. Typically, those institutions are subject to stringent capital requirements associated with the complexity and greater systemicity arising from their interconnectedness. Moreover, the international standards for the identification and prudential treatment of global systemically important banks (G-SIBs) do not recognise the euro zone as a single jurisdiction and thus treat cross-border operations within the zone as they do any other international exposure.

At the same time, regulation fails to fully acknowledge the potential prudential benefits associated with the geographical diversification of exposures.

The academic literature suggests that cross-border diversification significantly reduces the credit risk of financial institutions (Duijm and Schoenmaker (2017)). Experience in European countries suffering a severe banking crisis, such as Italy and Spain, also illustrates how internationally active banks incorporated in those jurisdictions were better able to overcome the crisis than purely domestic institutions could, thereby contributing effectively to the containment of systemic stress.

However, the geographical diversification of exposures is not directly factored into the computation of risk-weighted assets for credit risk in accordance with Pillar 1 of the Basel standards. Nor is it usually considered a risk mitigation factor in evaluating the risk profile of institutions for which capital add-ons under Pillar 2 are determined. Moreover, stress-testing exercises tend to contemplate in their adverse scenarios parallel shocks to most relevant jurisdictions, and therefore to implicitly understate any additional resilience associated with geographically diversified credit or market exposures.

The third and last category of regulatory obstacles relates to the treatment in European banking legislation of cross-border groups. In particular, pan-European banks that control subsidiaries in different member states must, in principle, satisfy liquidity and capital requirements at the level of both the subsidiary and the consolidated balance sheet³. Additionally, although the MREL that could absorb losses in resolution is calculated by the SRB on a consolidated basis, there is scope for national authorities to impose additional requirements for national subsidiaries⁴.

The imposition of requirements at the subsidiary level – which constitute different

³ Although waivers for liquidity at the subsidiary level are envisaged, the conditions required in terms of collateral and guarantees are overly restrictive. In principle, waivers for capital requirements are not foreseen in the European Commission's proposal for a review of the Capital Requirements Regulation.

⁴ It is envisaged, however, that BRRD II will introduce coordination arrangements and mediation procedures between the SRB and national resolution authorities in the jurisdictions where the bank has subsidiaries. It could also include quantitative restrictions for the MREL imposed to the subsidiaries. The latter could take the form of an obligation for the (internal) MREL imposed on the subsidiary not to exceed the contribution of that subsidiary to the external MREL requirements for the group.



forms of ring-fencing – in addition to those at the group level dampens the flexibility for institutions to allocate resources within the group, which in turn reduces the attractiveness of a possible cross-border expansion of European banks (Praet (2018)).

Yet those national requirements seem, at least to some extent, associated with the lack of formal obligations for the parent company to support subsidiaries in case of need. If there is a risk that the failure of a subsidiary could be systemic in the jurisdiction where it is located, some prudential safeguards at that local level may be warranted.

The case for those safeguards is naturally strengthened by the fact that, in the absence of a European deposit guarantee scheme, it would be up to the domestic banks, and ultimately domestic taxpayers, to cover the costs of the failure of a local subsidiary of a foreign bank.

One option could be to promote the conversion of subsidiaries into branches or to impose solidarity schemes across entities within the group (Andrès et al (2018)), thereby ensuring group support in case of need and minimising the burden for the deposit guarantee scheme in the host jurisdiction.

However, the way internationally active banking groups are organised is geared not only to the regulatory framework but also to their business model and risk management strategy. For instance, some groups have a legitimate reason for adopting legal forms that would give the parent company flexibility to decide whether or not to support a foreign subsidiary when the latter is under stress. That flexibility could be particularly valuable when the subsidiary is located in a country subject to potential macroeconomic or political shocks that lie outside the bank's control but might significantly affect the profitability of the operations in that country. Under those conditions, the introduction of explicit or implicit support obligations – even if accompanied by regulatory waivers at the subsidiary level – may in fact act as a disincentive for banks to operate in foreign jurisdictions.

As a consequence, in a context where economic integration remains insufficient and countries may be subject to severe idiosyncratic shocks, any material increase in the participation of banks in foreign markets may be more likely to take place through subsidiaries than through branches. Moreover, since financial stability remains largely a national policy objective and the risk mutualisation instruments of the banking union – in particular, EDIS and the backstop for the SRF – are not yet developed, that form of integration of the European banking industry will have to coexist with prudential safeguards in host jurisdictions. Arguably, this implies that the lack of economic integration promotes banking structures that are not optimal to facilitate financial integration.

10.3.3. THE LACK OF A GENERAL BUSINESS CASE FOR INTEGRATION

At any event, even if regulation may not provide sufficient support for the integration of the banking market – and some adjustments could be helpful in that regard – it may be the case that the main obstacle preventing faster and deeper integration is the genuine absence of significant profit opportunities for banks in other European jurisdictions.



If Europe is overbanked, as suggested in Section 2, the time should, in principle, be ripe for some consolidation of the industry. However, this is more likely to take place at the domestic rather than a cross-border level, as economies of scale may be more easily realised by the merger of banks already operating in the same area. In fact, the excess capacity in domestic banking sectors in the euro zone acts as a natural barrier to the entry of new (foreign) competitors.

Another obstacle to cross-border merger activity is the banking sector's structure. In the euro zone, there are many banks that operate under only limited market pressure. For example, only 30% of the significant banks in the euro zone (the ones directly supervised by the SSM) are publicly traded companies (Restoy (2016)). Those banks hold roughly half of the banking sector assets in the euro area, while in the United States stock market-listed banks represent almost 80% of the industry.

Most of the non-listed banks in the euro zone are savings banks, regional banks or mutual (cooperative) banks. A large portion of those banks do not typically follow standard profit-maximising objectives and cannot be taken over by ordinary commercial banks through ordinary M&A activity⁵. In Germany for example, banks that are not organised as regular joint stock companies, such as savings banks (including *Landesbanken*) and cooperative banks, have an aggregate market quota for loans and deposits that lies between 50 and 60%⁶. These two types of bank are the leaders in the retail banking businesses in all regions of the country.

Under those conditions, European banks typically see little scope for entering foreign retail markets where well established incumbents can sustain competitive pricing policies, thanks partly to the lack of pressure they face to deliver profits aligned with market return-on-capital expectations. Moreover, the legal character of such institutions often obstructs any potential acquisition by foreign institutions.

It is possible that, over time, technological innovations could facilitate the provision of cross-border banking services and enhance competition in the deposit and credit market as well as in the provision of payment and other ancillary services. Yet, at least in the short term, the incentives for traditional banks to expand their operations abroad are likely to be further eroded by uncertainty as to the scope and the nature of the disruption that new *fintech* and *bigtech* companies will bring.

As a consequence, while some transnational tie-ups could well take place, it seems quite unrealistic to expect rapid cross-border consolidation of Europe's banking industry. Any moves in this direction would probably need to be preceded by domestic consolidation to reduce overcapacity and help restore sustainable profitability. But even if that were achieved, any significant expansion of cross-border operations might still depend on a substantial reorganisation of the European industry with the aim of trimming the

⁵ A related issue is the relevance of political interference in the European banking industry as this may also imply constraints on profit maximisation. According to Véron (2017a), there is some political interference in at least 64% of all significant institutions in the euro zone.

⁶ See Behr and Schmidt (2015) and Deutsche Bundesbank (2018).



market presence of mutual and savings banks to levels more comparable with those seen in other jurisdictions.

10.4. THE DENATIONALISATION OF BANKS' RISK

Another yardstick against which the success of the banking union project could be assessed is the progress made in delinking the attractiveness of banks to depositors and investors from the economic conditions and, specifically, the budgetary situation of their home euro zone countries.

The accumulation of domestic public debt in banks' balance sheets could help to strengthen the link between public finances and banks' solvency. This obviously provides a rationale for considering restrictions or disincentives for the concentration of banks' exposures to their sovereign debt (Véron, 2017b), Mersch (2018)). This complex matter is outside the scope of this article. Yet, in the European financial crisis, the asset side of bank balance sheets was not the prime factor behind the linkage between the fiscal situation and bank risks. Indeed, except partially in Greece, bank stress in euro zone countries since 2010 has not been caused by their sovereign exposures. The major source of distress that generated adverse feedback loops between sovereign and bank risk was rather the uncertainty whether already vulnerable treasuries could step in to protect the liabilities of banks facing difficulties.

Therefore, the denationalisation of banks' risk essentially requires that the value of banks' liabilities should depend predominantly on the intrinsic safety and soundness of the institutions themselves and not on the perceived likelihood of eventual support from the domestic treasury in case of need.

European leaders have made remarkable progress in establishing a robust framework to achieve that objective. The core element of the strategy followed has been to put in place a stringent resolution framework that severely restricts any form of public support for weak institutions, adopts ordinary liquidation as the default option for dealing with bank failures, and relies heavily on the contribution of creditors to absorb losses and restore solvency for banks performing critical functions. Moreover, although a common resolution fund contributed to by the industry is available for bank resolution, use of that fund is subject to restrictive minimum bail-in conditions.

This framework – contained in the Bank Recovery and Resolution Directive (BRRD) and the SRM Regulation – is fully consistent with the international standards for banks resolution – the Financial Stability Board's Key Attributes – and goes even beyond that standard by including additional elements that strengthen the bail-in requirements. Consequently, by minimising public sector involvement, this approach is conceptually aligned with the objective of reducing the link between the viability of domestic banks and the national fiscal position.

Yet, in order for the new European framework for banks' failures to be fully effective in achieving the desired goals, several further actions are needed. First, the framework would need to be complemented by the pending institutional components



of the banking union; second, a few relevant implementation challenges still need to be addressed; and finally, the perimeter of institutions subject to the common framework should be expanded to reduce the scope for potentially inconsistent national interventions.

10.4.1. THE COMPLETION OF THE BANKING UNION

The main pending issues of the banking union are the development of a common deposit guarantee scheme and a public backstop for the SRF.

It could be argued that the availability of a common European deposit guarantee fund has, in principle, limited practical relevance for systemic institutions, which are subject to the new single resolution framework. Indeed, given the «super» preference for insured deposits, the extensive bail-in requirements, supported by MREL, and the existence of the single resolution fund, it is unlikely that the crisis of a systemic bank would affect insured deposits. Yet one should not underestimate the strong symbolic nature of the deposit guarantee scheme as a major factor in deterring customers from running at the first signs of stress, and hence the need to keep those schemes as trustworthy as possible. Moreover, for less systemic institutions that are likely to be subject to regular insolvency procedures rather than to resolution, the burden for the deposit guarantee scheme may at times be significant, particularly if the crisis affects a number of banks simultaneously. Clearly, imposing that entire burden on the domestic banking industry alone, and ultimately on domestic treasuries, seems incompatible with the objectives of the banking union.

Similar arguments could be put forward to underline the importance of ensuring that the SRF has sufficient firepower to support resolution processes without compromising either financial stability or the credibility of the no-bailout principle. In particular, it is necessary to create the conditions for the SRF to borrow from a European body, in case of need. Although, as previously mentioned, access to the SRF is constrained by minimum bail-in requirements, it constitutes an essential backstop that helps to ensure the preservation of critical functions of failing systemic institutions while minimising the impact on domestic resources, eventually by using fully mutualised funds contributed by the European industry. The recent agreement by the Eurogroup (on 4 December 2018) on the terms of reference for a future common backstop for the SRF to be provided by the ESM is, therefore, a welcome development.

10.4.2. THE IMPLEMENTATION CHALLENGES OF THE NEW RESOLUTION FRAMEWORK

As important as completing the banking union by incorporating the missing elements is the need to ensure that the arrangements already in place function properly. In particular, the perception that the new resolution framework can and will be effectively



applied in all relevant crisis situations is key to ensuring that banks' clients and investors consistently value the liabilities of otherwise similar banks located in different jurisdictions.

In that regard, recent experience of the actual functioning of the SRM points to some challenges – in particular, with regard to the application of the bail-in rules for banks in resolution. This tool has not been used effectively in any bank failure since the creation of the SRM. It therefore remains somewhat uncertain whether and how the strict bail-in requirements would operate in practice. Since the EU framework has essentially precluded public support in resolution, resolving this uncertainty is key, as difficulties in applying bail-in may seriously jeopardise the ability of authorities to manage the bank crises that should be resolved under the new framework.

There is broad agreement that a necessary condition for effective use of bail-in is to require banks to issue a sufficient amount of securities that – through appropriate contractual or statutory mechanisms – can be smoothly converted into equity in the event of resolution. That is the rationale behind the total loss-absorbing capacity (TLAC) standard at the global level and of the MREL requirements in the European Union.

In the EU's case, MREL requirements need to be particularly stringent as, unlike in other jurisdictions, the law establishes minimum bail-in requirements (8% of total liabilities) as a condition for the use of external resources (from the SRF) in resolution. As a consequence, the SRB has established preliminary requirements for significant banks that normally lie between 24 and 26% of risk-weighted assets (Laboureix (2017)).

Large institutions have already shown they have sufficient capacity to issue eligible securities. Given their typical balance sheet structure, which includes significant amounts of capital market funding, those institutions would typically meet applicable requirements by replacing senior unsecured debt with subordinated instruments⁷ and accepting a normally moderate increase in their funding costs.

Similarly, bail-in, and the MREL to support it, are not relevant for small banks, which would typically be subject to liquidation under regular insolvency procedures rather than to resolution in the event of failure.

By contrast, meeting MREL requirements can be challenging for medium-sized institutions, as they are typically financed by capital and deposits and have little experience of tapping capital markets. As noted in Section 3 those institutions represent a sizeable proportion of the European banking sector. Given that a number of them are considered significant, they are subject to direct supervision by the ECB and fall within the jurisdiction of the SRB.

Restoy (2018) argues that MREL requirements may constitute a binding constraint on the sustainability of the business model of a large set of European institutions. Moreover, there is no scope to significantly reduce those requirements for banks subject to

⁷ How far this will be needed will depend on the subordination requirements to be established by the SRB on a case-by-case basis.



resolution if the minimum bail-in conditions – a cornerstone of the European framework – are not first relaxed. Considering that this is unlikely to be politically feasible, authorities may need to accommodate, one way or another, a reorganisation of the market segment of mid-sized institutions whose failure could be considered systemic but which are unable to meet stringent MREL obligations.

Meanwhile, European resolution authorities will continue to face periodically serious difficulties in managing bank crises where, due to insufficient MREL, the bail-in tool cannot be smoothly applied. In a recent case involving two significant banks, authorities chose to handle those failures through regular insolvency procedures – governed by domestic law – and to allow for public support in that context to avoid a major systemic impact. In the circumstances, this could be seen as a pragmatic solution that was likely to be superior to any feasible alternative. Yet this approach highlights some internal inconsistencies, as it entails making public funds more easily available under insolvency procedures, which should only be applied to non-systemic institutions, than under resolution, which is the route to be followed for institutions meeting a public interest threshold. As a minimum, the required use of domestic public resources to manage bank failures shows the limitations of the existing framework in meeting the declared objectives and the need to ensure consistency between resolution and insolvency procedures.

10.4.3. THE NEED FOR A COMMON INSOLVENCY REGIME

In Europe, a clear distinction is made between resolution and insolvency. The former, governed by European law and conducted in the banking union first and foremost by the SRB, refers to the arrangements aimed at avoiding systemic disruption by preserving the critical functions of failing institutions. The latter, governed by domestic law, is meant to deal with the liquidation of non-systemic institutions, and may be directed by the aim of preserving creditor value.

A recent study at the FSI (Baudino et al (2018)) shows that the distinction between a resolution and an insolvency regime is less clear-cut in other jurisdictions. For example, in Brazil, Mexico, Switzerland and the United States, the resolution authority is also the authority in charge of insolvency procedures.

The experience so far is that European banks, unless very small, have rarely been put into insolvency procedures. However, in future, the new regulatory framework that considers insolvency as a default option for failing banks, and restricts resolution to systemic institutions, may make the application of insolvency regimes more common. In that context, there is a logical interest in ensuring that insolvency regimes are an effective option for managing the failure of banks in an expeditious and orderly manner.



**TABLE 3. INSOLVENCY REGIMES AND PROCEEDINGS
COURT-BASED VS ADMINISTRATIVE PROCEEDINGS AND TYPE OF REGIME**

Jurisdiction	Type of regime	Administrative vs court-based proceedings
Europe		
France	Corporate insolvency law	Court-based
Germany	Corporate insolvency law	Court-based
Greece	Free-standing bank insolvency regime	Administrative
Ireland	Modified corporate insolvency law	Court-based
Italy	Free-standing bank insolvency regime	Administrative
Luxembourg	Free-standing bank insolvency regime	Court-based
Slovenia	Free-standing bank insolvency regime	Administrative
Spain	Corporate insolvency law	Court-based
United Kingdom	Modified corporate insolvency law	Court-based
Switzerland	Free-standing bank insolvency regime	Administrative
Rest of the world		
Brazil	Free-standing bank insolvency regime	Administrative
Canada	Free-standing bank insolvency regime	Court-based
Mexico	Free-standing bank insolvency regime	Administrative
Philippines	Free-standing bank insolvency regime	Administrative
United States	Free-standing bank insolvency regime	Administrative

Source: Baudino et al (2018).

Insolvency regimes vary markedly in Europe (see Table 3). In some jurisdictions (such as France, Germany and Spain), banks' insolvency is governed by ordinary bankruptcy law, while others have a specialised regime for financial institutions (for example, Greece, Ireland, Italy, Luxembourg and the United Kingdom). In the latter cases, the liq-



uidator can be an administrative authority (Greece, Italy) or appointed and supervised by a judicial court (Ireland, Luxembourg and the United Kingdom).

The divergences between insolvency regimes have already proven an obstacle for the swift crisis management of significant institutions in the euro zone. For example, while resolution can be applied to banks that are declared failing or likely to fail, provided a public interest condition is met, in some jurisdictions insolvency proceedings can be applied only to insolvent banks. That implies that there is no obvious framework for dealing in an orderly manner with banks that are non-viable but not yet insolvent for the purposes of an insolvency framework, and which do not meet the public interest criterion required for resolution.

Another example is the application of the «no creditor worse off» principle. Bail-in actions taken by the resolution authority should not involve higher losses for creditors than would have been realised if the banks had been liquidated under the applicable insolvency codes. Divergent insolvency rules could then, in practice, imply different bail-in approaches for failing significant banks depending on the jurisdictions in which they are located (König (2018)). The ultimate availability of public support in liquidation in some jurisdictions could also make it more difficult to apply a robust bail-in policy while satisfying the «no creditor worse off» principle.

The evidence suggests that specialised insolvency regimes are preferable to the application of general bankruptcy rules, insofar as they adapt the procedures to the singularities of banks and the role those institutions play in the economic system. Moreover, the allocation of responsibilities to an administrative rather than a judicial authority tends to facilitate the faster management of insolvency procedures with more specialised technical competence.

Yet a distinctive feature which makes some banks' administrative regimes particularly effective is the availability of a sufficiently broad toolbox. A case in point is the US Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC), which when liquidating banks can exercise powers that in other jurisdictions are available only in the event of resolution. In particular, the FDIC, which managed the failure of around 500 banks in the course of the global financial crisis (FDIC (2018)), has at its disposal tools such as the sale of businesses through different types of purchase and assumption transaction, with the option of using a bridge bank where necessary. Moreover, the FDIC has provided cash and loan loss guarantees to the acquirer of failing banks when this was deemed compatible with the least-cost principle for the deposit insurance fund.

Against that background, there is a strong case to consider the creation in Europe of a common administrative regime to deal with the crisis of financial institutions that are not subject to resolution. That regime should include common rules, perfectly compatible with the spirit of the resolution framework that would be applied by a single administrative authority. Following the example of other jurisdictions, the administrative authority could well be the SRB in order to ensure consistency of action in managing the crisis of different types of financial institution. Importantly, the administrative authority should be able to employ also for non-significant institutions some of the instruments currently envisaged in the BRRD for banks in resolution, if this is most likely to preserve value for



creditors – especially depositors – and minimise the impact on the (ultimately common) deposit guarantee scheme. The adoption of a fully fledged European insolvency regime may need Treaty changes. Yet, a reform of the BRRD and the SRM regulation to enlarge the powers and responsibilities of the SRB for non-significant institutions together with the harmonisation of some aspects of the national insolvency legislation may already represent a significant improvement.

10.5. CONCLUDING REMARKS

When analysing the state of the European project, most observers tend to focus on all remaining actions needed to strengthen and complete the most complex process of integration of sovereign countries ever known.

When it comes to the banking union, the current arrangements do indeed show a number of shortcomings. As argued above, much remains to be done to deliver a more integrated market for banking services and to dismantle the remaining linkage between domestic fiscal conditions and the perceived soundness of banks and their liabilities. Having introduced a single currency, Europe also needs to adopt new reforms to make currency-like instruments – including bank deposits – as location-independent as possible.

Those additional reforms range from further harmonisation of regulation to the creation of a common regime for dealing with crises affecting all types of bank. They include the development of the remaining institutional elements of the banking union project, an effective response to the implementation challenges of the new resolution framework, and the removal of structural obstacles to market integration.

Yet, it would be a mistake not to give sufficient credit to what has already been achieved. In particular, the euro zone now has fully functioning supervisory and resolution authorities that have already proven their worth – despite a still imperfect legal framework – in preventing or managing banking crises. Although the euro zone's banking sector still has significant vulnerabilities, the new arrangements have helped to restore trust after the crisis. The challenge now is whether the timely adoption of the required improvements can be pursued with the same resolve that was seen, some years ago, when the banking union was launched to save the euro.

REFERENCES

- ANDRÈS, J-M, D CAHEN and M TRUCHET (2018): «Optimizing the banking union», *Eurofi*, April.
- BADENHAUSEN, K (2018): «Full list: ranking America's 100 largest banks 2018», *Forbes*, 10 January.
- BAUDINO, P, A GAGLIANO, E RULLI and R WALTERS (2018): «How to manage failures of non-systemic banks? A review of country practices», *FSI Insights on policy implementation*, no 10, October.



- BEHR, P and R SCHMIDT (2015): «The German banking system: characteristics and challenges», *White Papers*, no 32, November.
- COMMITTEE ON THE GLOBAL FINANCIAL SYSTEM (2018): «Structure changes in banking after the crises», *CGFS Papers*, no 60, January.
- DEUTSCHE BUNDESBANK (2018): *Statistics on banks and other financial institutions*.
- DUIJM, P and D SCHOENMAKER (2017): «European banks straddling borders: risky or rewarding?», *CEPR Discussion Papers*, no DP12159.
- (2018): «European bank mergers: domestic or cross-border?», *Bruegel*, 21 June.
- DRAGHI, M (2018): «Risk reducing and risk sharing in the euro area», speech at the European University Institute, Florence, 11 May.
- EUROPEAN BANKING FEDERATION (2018): *Banking sector performance*.
- EUROPEAN CENTRAL BANK (2017): «Guidance to banks on non-performing loans», March.
- (2018a): «Addendum to the ECB Guidance to banks on nonperforming loans: supervisory expectations for prudential provisioning of non-performing exposures», March.
- (2018b): *Financial integration in Europe*, May.
- (2018c): «SSM thematic review on profitability and business models», September.
- EUROPEAN COMMISSION (2012): *Euro area summit statement*, 29 June.
- (2017): *Consultation document on statutory prudential backstops addressing insufficient provisioning for newly originated loans that turn non-performing*, November.
- (2018): *What is the banking union?*, Brussels.
- EUROPEAN PARLIAMENT (2018): «Public hearing with Elke Köenig, Chair of the SRB, presenting the SRB Annual report 2017», Briefing to ECON Committee, Economic Governance Support Unit, July.
- FEDERAL DEPOSIT INSURANCE CORPORATION (2018): *Crisis and response: an FDIC history, 2008–2013*, Washington DC.
- GONÇALVES RAPOSO, I and G WOLFF (2017): «How has banking union changed mergers and acquisitions?», *Bruegel*, 13 September.
- HILDEBRAND, P (2018): «What next for banking union?», *Bruegel*, 8 June.
- KÖNIG, E (2018): «Why we need an EU liquidation regime for banks», *Eurofi article*, September.
- LABOUREIX, D (2017): *Sixth industry dialogue: 2017 MREL policy*, November.
- LAUTENSCHLÄGER, S (2018): «European banking supervision – towards a common culture», speech at the *Eurofi Financial Forum*, Vienna, 6 September.
- MERSCH, Y (2018): «Deepening EMU – political integration and economic convergence», speech at the conference on «Economic and Monetary Union – Deepening and Convergence», Linz, 5 July.
- NOUY, D (2018): «The European banking sector – towards a single jurisdiction», speech



at the ACPR conference «Financial supervision and the role of national authorities in Europe», Paris, 18 September.

PRAET, P (2018): «Creating an enabling environment for pan-European banks in the banking union», remarks at the Eurofi Financial Forum 2018, Vienna, 5 September.

BANKS AROUND THE WORLD (2018): *TOP EUROPEAN BANKS*.

RESTOY, F (2016): «The challenges of the European resolution framework», closing remarks at the conference *Corporate governance and credit institutions' crises*, Madrid, 29 November.

— (2018a): «Bail-in in the new bank resolution framework: is there an issue with the middle class?», speech at the IADI-ERC international conference *Resolution and deposit guarantee schemes in Europe: incomplete processes and uncertain outcomes*, Naples, 23 March.

— (2018b): «The European banking union: what are the missing pieces», public lecture at the International Center for Monetary and Banking Studies, Geneva, October.

RESTOY, F and R ZAMIL (2017): «Prudential policy considerations under expected loss provisioning: lessons from Asia», *FSI Insights on Policy Implementation*, no 5, October.

Single Resolution Board (2018): *Annual report 2017*, June.

VÉRON, N (2017a): «Governance and ownership of significant euro area banks», Policy brief 17–18. Peterson Institute for International Economics, May.

— (2017b): «Sovereign concentration charges: A new regime of banks' sovereign exposures», Report to the Economic and Monetary Affairs Committee, European Parliament, November.



11. COMPLETANDO LA UNIÓN BANCARIA: AVANCES EN LA REDUCCIÓN DE RIESGOS

JOSÉ RAMÓN DIEZ GUIJARRO

Director del Servicio de Estudios de Bankia

Profesor Asociado de Economía – IE Business School y CUNEF

11.1. RESUMEN

El mercado bancario europeo presenta una salud recuperada y fortaleza creciente una década después del inicio de la crisis. Además, en los dos últimos años, se ha dado un impulso importante a la reducción del volumen de los activos problemáticos que todavía persisten en los balances bancarios y se han desarrollado interesantes planteamientos sobre la creación de algún tipo de activo libre de riesgo para la UEM. Estos avances en la reducción de riesgos deberían allanar el camino para terminar de completar la Unión Bancaria con los necesarios mecanismos de mutualización.

11.2. INTRODUCCIÓN

El mercado bancario europeo presenta una salud considerablemente mejorada diez años después del inicio de la Gran Crisis Financiera. La zona del euro cuenta con entidades más sanas, estructuras más livianas y eficientes, una mejor integración de los mercados y capacidad para financiar el crecimiento. Su robustez ha sido testada en las ya tradicionales pruebas de estrés llevadas a cabo por la Autoridad Bancaria Europea durante 2018, mostrando niveles de solvencia de partida adecuados y ajustes razonables en el escenario adverso. Este logro es el resultado de la profunda reestructuración aco-



metida en los sistemas más afectados por la crisis y de la creación de un nuevo marco regulatorio y de supervisión, la Unión Bancaria.

Sin embargo, el proceso de recuperación no está concluido. Por una parte, quedan focos de debilidad que podrían revertir los avances logrados. El primero de ellos son los 700.000 millones de euros en créditos dudosos que permanecen en los balances de los bancos europeos. El segundo es el nexo que todavía persiste entre riesgo soberano y riesgo bancario a través del peso de la deuda pública en los balances de las entidades, un fenómeno que se ha vuelto a contrastar durante el episodio de turbulencias vivido en Italia en 2018. Por otra parte, la Unión Bancaria está incompleta y los avances para su desarrollo parecen estancados ya que existen dificultades a la hora de reconciliar la demanda de algunos miembros de primero liberar a los bancos del legado de la crisis y la de los que exigen empezar ya el proceso de compartición de riesgos. Esta dicotomía, sin embargo, debería empezar a superarse habida cuenta del impulso dado en los dos últimos años en reducción de activos problemáticos y de los nuevos planteamientos, cada vez más convincentes, sobre la creación de algún tipo de activo libre de riesgo para la Unión Económica y Monetaria (UEM). El nudo gordiano de la reducción de riesgos y la mutualización de los mismos se traslada a la arena de la voluntad política para continuar la construcción europea.

En este artículo se revisa, en primer lugar, la situación actual del mercado bancario europeo para, a continuación, analizar la profundidad de los avances en materia de reducción de dudosos y de gestión de exposiciones soberanas, terminando con unas breves conclusiones finales.

11.3. LA SITUACIÓN ACTUAL DEL MERCADO BANCARIO EN EUROPA

Los principales indicadores de solidez de las instituciones bancarias no sólo se han recuperado tras la crisis, sino que superan en calidad y cantidad los niveles previos. A ello han contribuido los procesos de reestructuración que han acometido los sistemas más afectados por las turbulencias, la reforma regulatoria global (y la Unión Bancaria en particular) y, en los últimos años, la dinámica de un entorno en crecimiento.

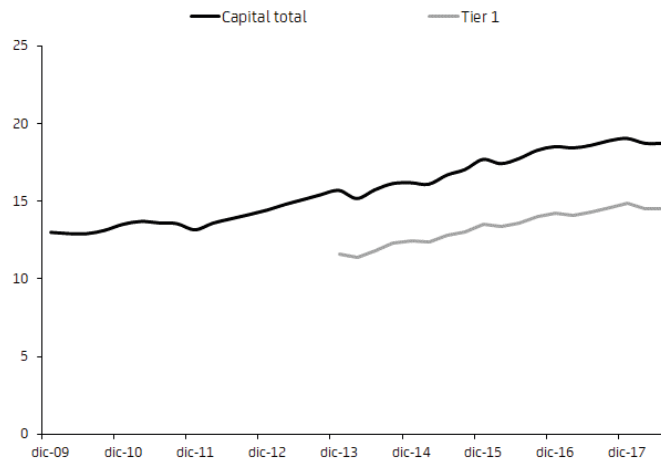
Las ratios de capital total de la banca de la UE han aumentado de forma considerable su nivel en una década, situándose en una media del 18,75% en el segundo trimestre de 2018, frente a algo menos del 13% de partida en 2009, según datos de la Autoridad Bancaria Europea¹ (EBA, por sus siglas en inglés). Este incremento de casi seis puntos porcentuales es reflejo, por una parte, del esfuerzo realizado desde el sector por generar y atraer más fondos propios, principalmente en forma de capital de alta calidad, así como por la reducción de las exposiciones de riesgo de los balances como consecuencia de la disposición de activos problemáticos, la simplificación de las líneas de negocio y el abandono de actividades *non-core* en un contexto global de desapalancamiento. En términos de capital ordinario de nivel 1 o CET1, la ratio media en la UE se ha situado

¹ Autoridad Bancaria Europea. (2018). *Risk Dashboard*.



en el 14,50% a mediados de 2018, alcanzando el máximo desde 2014, primer año en el que empieza a aplicarse Basilea III bajo la directiva CRR/CRD IV (ver gráfico 1). Además, el capital seguirá aumentando en los próximos años para dar cumplimiento a los elementos pendientes de desarrollo dentro del marco global de capital Basilea III, que la EBA estima, para una muestra representativa de bancos, en un volumen adicional de unos 24.500 millones de euros² con datos de cierre de 2017; un importe que estaría concentrado en su mayor parte en grandes bancos sistémicos y en capital adicional de primera y segunda categoría.

GRÁFICO 1. RATIOS DE CAPITAL DE LA BANCA DE LA UE (EN PORCENTAJE)



Fuente: Bankia Estudios a partir de EBA Risk dashboard.

La liquidez también ha dejado de ser un tema de cautela para las entidades, al menos de momento. No cabe duda de que las medidas de política monetaria no convencionales del Banco Central Europeo (BCE) han contribuido notablemente a ello, generando cerca de 1,9 billones de exceso de liquidez en octubre de 2018, pero también se han producido cambios sustanciales en la gestión de la liquidez de las entidades derivados, en gran medida, de la aplicación de nuevas exigencias regulatorias en esta área. Por una parte, a corto plazo, las entidades europeas disponen de más activos líquidos para hacer frente a situaciones de estrés cumpliendo holgadamente la ratio de cobertura de liquidez que, en términos medios, se sitúa en el 148% en junio de 2018, materialmente superior al 100% exigible. Por otra, los modelos de financiación de los bancos europeos han evolucionado hacia estructuras más estables y sostenibles, en los que la financiación minorista basada en depósitos de familias y empresas ha ganado terreno y supone más

² Autoridad Bancaria Europea. (2018). *Basel III Monitoring Exercise*, septiembre.



de la mitad del *funding*³. La mejor alineación entre los vencimientos de los activos y de los pasivos ha permitido que la proporción de préstamos sobre depósitos de hogares y empresas, que había superado el 145% antes de la crisis, se haya normalizado en torno al 105% a mediados de 2018, mucho más equilibrada y consistente con las nuevas exigencias regulatorias sobre liquidez a largo plazo (el coeficiente de financiación estable neta, conocido por sus siglas en inglés NSFR) que empiezan a aplicarse en este ejercicio 2018.

Estas mejoras del mix de financiación serán más relevantes si cabe en los próximos años, en un entorno de liquidez probablemente más tenso que el actual, en el que coincidan en el tiempo la pautada retirada de los estímulos monetarios (operaciones de financiación a plazo más largo o TLTRO en la UEM y TFS en el Reino Unido), el aumento de la actividad y unas necesidades crecientes de emisión para dar cumplimiento a la normativa de absorción de pérdidas (el internacional TLAC y el europeo MREL). Aunque no se puede descartar un alargamiento del TLTRO, con condiciones diferentes y adaptado a una nueva realidad de la política monetaria.

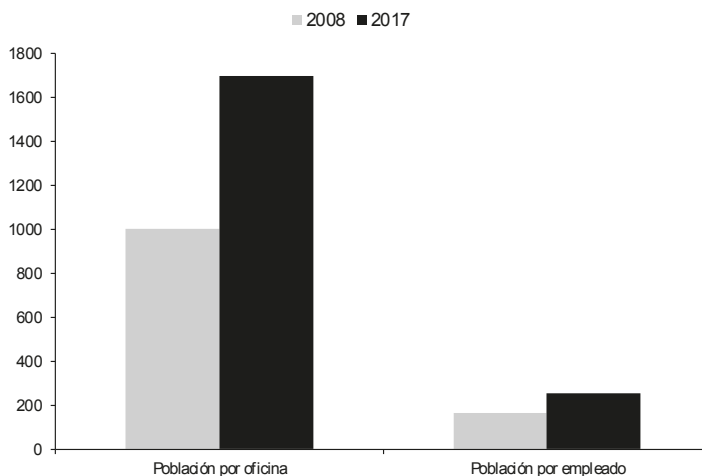
Desde un punto de vista estructural, la transformación de los mercados bancarios tras la crisis ha sido profunda, cambiando las dinámicas competitivas. El número de competidores en Europa ha disminuido significativamente como consecuencia de las quiebras, las salidas de negocios *non-core* y de las fusiones y adquisiciones, desapareciendo la cuarta parte de las entidades existentes en 2008. Este proceso se ha acompañado de un ajuste generalizado de la capacidad, corrigiendo el sobredimensionamiento acumulado en los años previos a la crisis allí donde se había producido, al tiempo que el sector ha iniciado una transformación de mayor envergadura, que le dirige hacia el nuevo paradigma de la tecnología digital.

En España, los cambios en la estructura del mercado han sido de gran calado. Actualmente quedan unas 11 entidades relevantes, de las 53 que operaban el mercado en 2008, un 80% menos. Esta disminución de competidores ha dado lugar a un aumento de la concentración sin precedentes, que ha dejado a las cinco mayores entidades con una cuota por activos en el mercado doméstico de más del 70%, cuando era del 42% en 2008, posicionando al sector en la línea de otros sistemas europeos, como Finlandia, Bélgica o Países Bajos, tradicionalmente más concentrados. Al mismo tiempo, se ha procedido a una severa reducción de la capacidad instalada y de las plantillas, disminuyendo el número de oficinas en un 40% entre 2008 y 2017 y el de empleados en un tercio, uno de los mayores ajustes en términos absolutos de la zona del euro, que sitúa la capacidad del sistema bancario en niveles similares a los de principios de los años 80. Como resultado, en un sector formado por menos entidades, de mayor escala y menos intensivas en recursos físicos, se han generado mejoras importantes de productividad y de eficiencia (ver gráfico 2), de forma que cada oficina y cada empleado atiende hoy, respectivamente, un 70% y un 50% más de población que en 2008, aunque todavía hay un gran margen de mejora ya que los niveles siguen siendo bajos en términos de la UEM.

³ Autoridad Bancaria Europea. (2018). *Report of funding plans*, septiembre.



**GRÁFICO 2. POBLACIÓN POR OFICINA Y EMPLEADO EN ESPAÑA
(EN NÚMERO DE PERSONAS)**

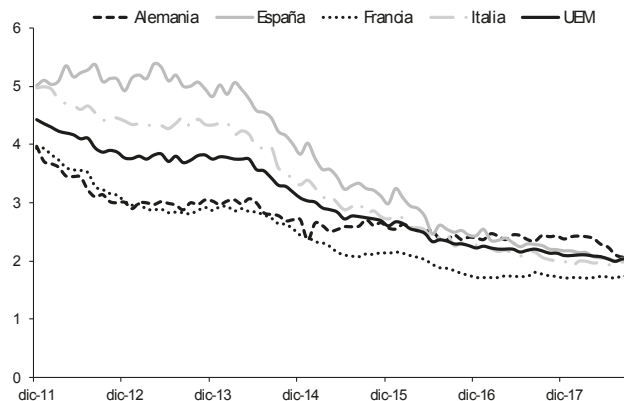


Fuente: Bankia Estudios a partir de BCE EU structural financial indicators e INE.

Por otra parte, la fragmentación de los mercados bancarios de la UEM, que en el cénit de la crisis llegó a amenazar la integridad de la moneda única, también ha sido aparentemente superada, al menos en lo que respecta a los precios.

La puesta en marcha de la Unión Bancaria en lo concerniente a los mecanismos de supervisión y de resolución, junto a unas condiciones financieras muy favorables propiciadas por la política monetaria del BCE, han permitido restablecer la convergencia de los tipos de interés bancarios en la zona del euro. En España, concretamente en abril de 2013, el tipo de interés que debía pagar una pyme española en una operación nueva de importe inferior al millón de euros era de 5,39% frente al 2,97% que se pagaba en Alemania, 2,4 puntos porcentuales más caro. Durante 2018, sin embargo, este diferencial ha sido ligeramente favorable a la pyme española, con un tipo, además, bajo, que en septiembre se situaba en el entorno del 2% (ver gráfico 3). En las operaciones crediticias habituales con grandes empresas (por importe superior al millón de euros), el rango de dispersión de los tipos en los principales países (Austria, Bélgica, Alemania, España, Francia, Irlanda, Italia, Países Bajos y Portugal) ha pasado de cerca de 4 puntos porcentuales de distancia en los primeros meses de 2012, a menos de un punto observado en septiembre de 2018, con un tipo en España del 1,51%. De igual forma, los tipos de los depósitos bancarios también han convergido a niveles próximos a cero, en un contexto de tipos de referencia negativos que las entidades han sido reacias a trasladar al ahorro de las familias, si bien, en algunos países como Países Bajos, Bélgica o Alemania se han aplicado al segmento corporativo.

**GRÁFICO 3. TIPOS DE INTERÉS DEL CRÉDITO NUEVO A EMPRESAS
(MENOS DE UN MILLÓN DE EUROS) (EN PORCENTAJE)**



Fuente: Bankia Estudios a partir de BCE.

La convergencia en precios, sin embargo, no se ha acompañado de una mayor integración en cantidades. Los indicadores de la actividad transfronteriza *retail* en la UEM siguen mostrando un notable sesgo doméstico, como refleja que la actividad local suponga más del 90% del crédito total a empresas y del 98% en el caso de la financiación a las familias⁴. La distribución geográfica de los depósitos muestra una fotografía similar, corroborando la señal de que la integración del mercado bancario del euro dista de ser completa.

Reflejando la mejor situación de los mercados bancarios y del entorno financiero y económico, la actividad ha evolucionado positivamente en los últimos años. El crédito a hogares y empresas crece desde mediados de 2015 en la zona del euro, registrando en septiembre de 2018 un avance medio de 2,4% interanual en saldos, con lo que recobra tasas de 2011. En las economías más expuestas a la crisis, sin embargo, la recuperación no se manifiesta en los volúmenes totales, que han continuado cayendo arrastrados por el largo, pero necesario, proceso de desendeudamiento de los agentes, sino en el dinamismo de las nuevas operaciones. En España, por ejemplo, el flujo de crédito nuevo para hogares lleva creciendo de forma prácticamente continuada desde 2014, mostrando a septiembre de 2018 tasas de variación del importe acumulado del 21% en consumo y del 14% en vivienda. En operaciones de menos de un millón de euros para empresas, que son las habituales en la financiación a pymes, el avance del crédito nuevo acumulado hasta septiembre es del 6% interanual.

En resumen, la situación actual del mercado bancario del euro es favorable. Cuenta con entidades más sanas, estructuras más livianas y eficientes, una mejor integración y con capacidad para financiar el crecimiento. Su robustez ha sido testada en 2018 en las

⁴ Banco Central Europeo. (2018). *Financial integration in Europe*, mayo.



ya tradicionales pruebas de estrés llevadas a cabo por la EBA. Los resultados publicados en noviembre corroboran que las 48 entidades de la UE que han participado en el ejercicio, que representan el 70% de los activos bancarios, parten con niveles de solvencia superiores a los de las pruebas anteriores de 2016, del 14,2% en CET1 sin medidas transitorias (el llamado CET1 *fully loaded*), que queda en un satisfactorio 10,1% tras el impacto de 4,2 puntos porcentuales bajo las severas condiciones del escenario más adverso. El ejercicio también muestra que las pérdidas derivadas del riesgo de crédito (el 67% de las pérdidas agregadas) siguen siendo el principal determinante de la vulnerabilidad del capital de las entidades.

En este mismo sentido, y a pesar de la mejor posición del sector, todavía se identifican focos de debilidad que podrían revertir los avances logrados de no enfrentarlos a tiempo y a fondo.

El primero de ellos son los 700.000 millones de euros de créditos dudosos que permanecen en los balances de los bancos de la UE (el 3,6% del crédito a junio), de los que casi una cuarta parte están localizados en Italia. Esta gravosa herencia de la crisis supone un pesado lastre sobre las entidades. La consecuencia más inmediata es la merma de rentabilidad, tanto por la vía del descenso de los ingresos por intereses recibidos como, especialmente, por el aumento de las pérdidas por deterioro de activos en la parte baja de la cuenta de resultados. También distrae recursos económicos y humanos que podrían aplicarse a usos más productivos y, sobre todo, mantiene un clima de permanente desconfianza en la solidez de la banca.

Otro de los puntos de atención es el nexo que persiste entre riesgo soberano y riesgo bancario a través del peso de la deuda pública en los balances de las entidades (Veron, 2017). El efecto de esta conexión es la alta correlación entre tensiones bancarias y soberanas ante *shocks* internos que ya fue observada durante la crisis en algunas economías periféricas. Este fenómeno se ha vuelto a contrastar durante el episodio vivido en Italia en 2018, cuando la escalada de la prima de riesgo, que ha llegado a superar los 300 puntos básicos, se acompañó de una fuerte corrección en las bolsas de los bancos europeos, y de los italianos en particular (Avalos y Xia, 2018), anticipando el impacto directo del *mark-to-market* de las carteras de bonos en los resultados y en el capital. Inevitablemente, el *link* entre bancos y soberanos permanece tras la crisis lo que puede resultar muy negativo para el sistema financiero cuando los inversores pierden la confianza en la sostenibilidad de la deuda del país. La situación se agrava ante la falta de mecanismos paneuropeos que garanticen con suficiencia la estabilidad financiera en los estados miembros, toda vez que la Unión Bancaria está inacabada a falta del tercer pilar, el fondo de garantía de depósitos europeo (EDIS, por sus siglas en inglés), cuya implementación está todavía en fase de negociación política y con escasos avances. Con este telón de fondo, *shocks* domésticos podrían reproducir espirales negativas entre riesgo bancario y soberano, ya conocidas en el pasado, en un contexto, sin embargo, en el que el margen de la política monetaria es más limitado después de tres años con tipos de interés en negativo.

Subsanar estas debilidades y reducir los riesgos latentes en los balances se ha convertido en una prioridad para las entidades y para las autoridades europeas. En materia de activos problemáticos se ha logrado una reducción significativa de los volúmenes gracias



a la gestión activa por parte de las entidades y a desarrollos específicos en el ámbito de la regulación y de la supervisión. En cuanto al nexo soberano, el debate está todavía en fase muy preliminar, con propuestas interesantes que están siendo objeto de discusión.

11.4. LA REDUCCIÓN DE LOS DUDOSOS

La gestión del crédito dudoso ha ocupado y preocupado a las entidades financieras y a las autoridades europeas, con dos frentes primordiales de acción: reducir el *stock* heredado y mejorar la gestión de riesgos a futuro.

En la UE, el problema de los dudosos llegó a adquirir una dimensión insostenible cuando, en septiembre de 2014, su volumen alcanzó los 1,13 billones de euros, que representaba el 6,7% del crédito total de la UE en esa fecha. Desde entonces, el *stock* se ha reducido en más de un tercio, hasta los 700.000 millones de junio de 2018 que suponen el 3,6% de la cartera crediticia actual (ver gráfico 4), reduciéndose esta proporción al 2% si se aplican las coberturas con provisiones específicas, que son del 46%. A pesar del progreso logrado, la ratio todavía es alta en términos históricos, sustentando la opinión general de que, en materia de saneamiento, la banca de la UE se encuentra por detrás de otros sistemas que también sufrieron la crisis como Estados Unidos, donde la morosidad ya está en valores normalizados, en torno al 1% a septiembre de 2018⁵.

**GRÁFICO 4. RATIO DE MOROSIDAD DEL CRÉDITO EN LA UE
(EN PORCENTAJE)**



Fuente: Bankia Estudios a partir de EBA.

Esta opinión se traslada a la comparativa entre países de la UE, donde se encuentran perfiles de calidad crediticia muy heterogéneos, señal de que la posición de las

⁵ Federal Deposit Insurance Corporation de Estados Unidos (3T18).



economías en el proceso de saneamiento es bastante desigual. Algunos países muestran todavía una situación preocupante, con volúmenes de dudosos que representan más del 30% del crédito, como Grecia y Chipre (en junio de 2018, 45% y 34%, respectivamente), mientras en otros la ratio sigue en el entorno de los dos dígitos (Portugal e Italia). España, con un 4,2% en términos consolidados, se sitúa próximo a la media europea, aunque con datos sólo domésticos la posición está más alejada. En el extremo opuesto, Luxemburgo, Finlandia o Alemania se mueven en el entorno del 1%-2%. La situación por entidades es similar, con un 40% de los bancos, en términos de activos, con ratios de morosidad superiores al 3% en 2018 (el 6% con ratios superiores al 8%), una proporción que está lejos del 66% que suponían en 2014, pero que aún parece alta.

Estas cifras apuntan a que queda bastante recorrido para reducir riesgos en algunos mercados de la UE, aunque ello no es óbice para valorar el esfuerzo realizado hasta el momento, que ha sido ingente y que se ha intensificado en los dos últimos años en los países más afectados por este problema. En ellos, las entidades han aprovechado el momento favorable del ciclo para dar un empuje decisivo a la limpieza de los balances y el resultado se recoge en las variaciones interanuales que, a junio de 2018, muestran caídas muy relevantes de la tasa de mora en Chipre (-8,6 puntos porcentuales), Portugal e Irlanda (-5 puntos), Italia (-2,5 puntos) y en España (-2 puntos con datos individuales). Es decir, la gestión de estas carteras ha sido intensiva desde el verano de 2017, beneficiándose del benigno escenario económico que, en los últimos meses, está perdiendo algo de fuerza.

Para tener una visión completa del saneamiento llevado a cabo hay que sumar a la gestión de los dudosos, la acción llevada a cabo sobre otras carteras de calidad deficiente, que en algunos países han tenido un gran protagonismo durante la crisis, como las refinanciaciones y los activos adjudicados. En el caso de las refinanciaciones (dudosas y no) su peso en la cartera crediticia de la banca europea, a nivel consolidado, se ha reducido del 4% de media en diciembre de 2014 (cerca de 700.000 millones de euros) hasta el 2,3% actual (unos 470.000 millones en junio de 2018), lo que supone más de 200.000 millones menos de préstamos refinanciados en las carteras, correspondiendo los mayores descensos a algunos países que también han acometido fuertes ajustes en morosidad (en Irlanda la ratio de refinanciaciones cae 9 puntos porcentuales en el mismo período hasta el 7%, en España 5,4 puntos hasta el 4,6% y en Portugal 2 puntos hasta el 9%).

Dentro de la UE, España compara favorablemente en el proceso de saneamiento. En el momento álgido de la crisis, el sector bancario español a nivel doméstico acumulaba en sus balances cerca de 200.000 millones de euros de préstamos dudosos, 80.000 millones de activos adjudicados en valor contable bruto y un volumen de refinanciaciones de más de 180.000 millones de euros. Cuatro años y medio más tarde, el volumen de dudosos se ha quedado reducido a menos de la mitad, hasta poco más de 70.000 millones de euros (una caída del 65%), con apenas 62.000 millones de adjudicados (un 20% menos) y un importe de créditos refinanciados de menos de 80.000 millones de euros (un 56% de caída). En total, los bancos españoles han limpiado de sus balances



cerca de 250.000 millones de euros de activos improductivos desde finales de 2013, un importe que equivale al 20% del PIB de este año. Para lograr este resultado han sido determinantes medidas como la gestión de las recuperaciones, la venta activa de carteras que ha sido intensiva a lo largo de 2018 y, fundamentalmente, contar con un entorno favorable de crecimiento de la economía y del empleo, a lo que ha contribuido de manera muy destacable el tono de la política monetaria implementada por el BCE.

En importes absolutos, la corrección es significativa y su tendencia en el tiempo, en el caso de los dudosos, repite la evolución de ciclos anteriores, pero a partir de un volumen que en máximos ha sido unas diez veces superior al de la crisis de los 90 y con un crédito seis veces mayor. En concreto, el descenso del *stock* de dudosos, cincuenta y ocho meses después de alcanzar el pico de la ratio de morosidad (del sector privado residente) ha sido del 63%, un perfil similar a la corrección que tuvo lugar en los años 90, cuando cayó en torno a un 66% en el mismo tiempo, tras el máximo de principios de 1994.

En términos de la tasa de morosidad, sin embargo, este esfuerzo es menos visible ya que la ratio desciende a un ritmo relativamente moderado. El factor diferencial es el «efecto denominador», es decir, la evolución de la actividad crediticia afectada todavía por el desapalancamiento general de la economía. El volumen de crédito al sector privado residente en España de las entidades de depósito lleva cayendo en tasa interanual desde 2009, lo que ha producido una reducción del saldo del 36% desde el máximo alcanzado a finales de 2008, unos 650.000 millones de euros menos, una caída que continúa a septiembre de 2018, descendiendo un 3%, sin que se esperen tasas positivas hasta bien entrado el 2019. El efecto denominador compensa parte del fuerte ajuste de los dudosos en el numerador (ver gráfico 5) y deja la ratio de morosidad del sector privado residente en el 6,2% en septiembre de este año, 7,4 puntos porcentuales menos que el 13,6% en 2013. Es decir, una de las principales características diferenciales de esta recuperación de la economía española es que en ningún momento se ha recuperado el *stock* de crédito, algo que no tiene parangón y que ha afectado negativamente al proceso de saneamiento de las entidades financieras. Según estimaciones del Banco de España⁶, en ausencia de una gestión activa de ventas de carteras, la ratio de dudosos seguiría siendo alta a finales de 2020 (cerca de un 4%).

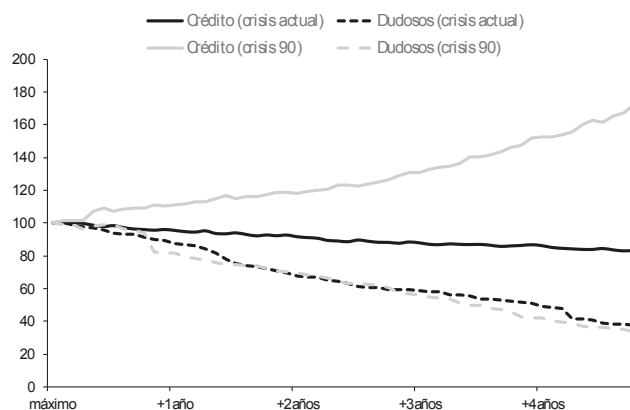
Desde la perspectiva de la cuenta de resultados, la mejora de la calidad del activo en España es más visible. A nivel doméstico, las pérdidas por deterioro de activos como porcentaje de los activos totales medios han descendido hasta el 0,44% a cierre de 2017 (excluyendo la resolución de una entidad) desde el 3,5% máximo de 2012, todavía por encima del 0,28% de media antes de la crisis. Las menores dotaciones son una buena señal de la mejor calidad de la nueva producción crediticia y es consistente con el ajuste de los estándares crediticios que ha tenido lugar durante la crisis, como recogen las encuestas sobre préstamos bancarios que muestran el endurecimiento de los criterios en prácticamente todos los segmentos entre principios de la crisis y el año 2013, empezando a relajarse en cierta medida bien entrada la recuperación. En términos de margen

⁶ Banco de España. (2017). *Informe Anual*.



de explotación, las conclusiones son similares. Las pérdidas por deterioro, que a nivel doméstico llegaron a absorber el 356% del margen de explotación en 2012, suponían el 35% a cierre 2017 (excluyendo una entidad resuelta), disminuyendo hasta el entorno del 20% en junio de 2018.

GRÁFICO 5. COMPONENTES DE LA RATIO DE MOROSIDAD DEL CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO EN ESPAÑA (BASE 100 DIC-13 CRISIS ACTUAL Y FEB-94 CRISIS 90)



Crédito al sector privado residente de entidades de depósito.

Fuente: Bankia Estudios a partir de Banco de España.

Desde el punto de vista del capital, la presión que ejercen los activos problemáticos ha descendido. La ratio del volumen de dudosos del crédito al sector privado residente, neto del fondo de provisiones específicas, sobre fondos propios se sitúa en el 19,7% frente a más del 40% entre 2012 y 2014, lo que sugiere una tensión más manejable, incluso sin tener en cuenta las garantías que respaldan parte de las carteras.

Los distintos indicadores revelan que las entidades españolas han realizado un gran esfuerzo por reconducir el legado de activos problemáticos heredados de la crisis. Los volúmenes han descendido significativamente, en línea con anteriores ciclos, la limpieza se ha extendido a aquellas carteras con síntomas de debilidad, el coste del riesgo se está normalizando lo que produce mejoras tangibles en la cuenta de resultados y también se ha aliviado la presión sobre el capital. La mejoría se está reflejando en la ratio de morosidad, aunque tamizada por la caída del crédito que, probablemente, no se vuelva a ver en zona positiva hasta bien entrado el año próximo.

Las perspectivas para los próximos años son favorables. Por un lado, la posición cíclica de la economía española ayudará con nuevos avances del PIB y esperados descensos de la tasa de paro, variables correlacionadas con la tasa de morosidad. Por otro, aquellos sectores como la construcción o la promoción inmobiliaria, que todavía mantienen tasas de mora superiores al 10%, están acelerando la corrección con caídas interanuales de los dudosos del entorno del 50% en junio pasado, en parte por las ventas de carteras



que continuarán en los próximos meses si se cumple lo anunciado por las entidades y si se mantienen favorables las condiciones de los mercados. Además, la dispersión entre bancos se reduce, indicando que no sólo la ratio media cae, sino que son las entidades con mayor exposición problemática las que están haciendo un esfuerzo relativo mayor.

También es importante reseñar, desde el punto de vista institucional, que en Europa se ha puesto en marcha un marco de acción global que tiene como objetivo prioritario reducir el nivel de préstamos dudosos existente y mejorar su gestión a futuro.

El hito en este programa ha sido el Plan de Acción global definido por el Consejo de Ministros de Economía y Hacienda de la UE en julio de 2017⁷. En él se aborda la problemática de los dudosos desde la originación y en un sentido muy amplio (ver cuadro 6), combinando medidas a escala nacional y europea, marcando las líneas prioritarias de trabajo, señalando las instituciones responsables y fijando los tiempos.

CUADRO 6. PAQUETE DE MEDIDAS DE LA COMISIÓN RELATIVAS A LOS PRÉSTAMOS DUDOSOS

Hacer frente a la posible insuficiencia de las provisiones mediante provisiones automáticas y vinculadas al tiempo	Aumentar la protección de los acreedores garantizados	Desarrollar mercados secundarios para los préstamos dudosos	Desarrollar un Proyecto SGA
Interpretación del art. 16 del RMUS y del art. 104 de la DRCIV	Evaluación comparativa de los marcos nacionales de insolvencia y ejecución de préstamos	Mayor atención a las cuestiones de insolvencia en el Semestre Europeo	Reforzar las infraestructuras de datos sobre préstamos dudosos
Ampliar la guía sobre préstamos dudosos del MUS a los pequeños bancos	Adoptar orientaciones sobre gestión de exposiciones dudosas a nivel de la UE	Nuevas directrices sobre la concesión, la supervisión y la gobernanza interna de los préstamos bancarios	Requisitos más estrictos de información sobre la calidad de los activos y los préstamos dudosos para todos los bancos
	Mejorar la información detallada sobre préstamos exigida a los bancos	Elaborar planteamientos macroprudenciales para evitar la acumulación de préstamos dudosos en el futuro	

Fuente: Comisión. (2018). *Segundo informe de situación sobre el proceso de reducción de los préstamos dudosos en Europa*, marzo.

Como indica la Comisión en el Segundo informe de situación sobre el proceso de reducción de los préstamos dudosos en Europa, de marzo de 2018⁸, en primer lugar, los bancos deben de disponer de provisiones suficientes para los nuevos dudosos, creán-

⁷ Consejo de Ministros de Economía y Hacienda de la UE. (2017). *Plan de acción para hacer frente a los préstamos dudosos en Europa*, julio.

⁸ Comisión Europea. (2018). *Segundo informe de situación sobre el proceso de reducción de los préstamos dudosos en Europa*, COM, marzo.



dose así incentivos adecuados para sanear estos activos en una fase temprana, evitando su acumulación excesiva. Además, este proceso se aceleraría con unos mecanismos de ejecución más eficientes para los préstamos garantizados. Si a pesar de estas medidas el volumen de dichos préstamos llegara a ser demasiado elevado, los bancos deben tener la posibilidad de vender los préstamos dudosos a otros operadores en mercados secundarios eficientes, competitivos y transparentes. Y finalmente, cuando los préstamos dudosos se hayan convertido en un problema generalizado e importante, los países que lo deseen podrán establecer sociedades de gestión de activos nacionales o adoptar otras medidas de resolución bancaria.

Siguiendo este planteamiento, se programan actuaciones en cuatro ámbitos: la supervisión, la reforma de los marcos aplicables a la insolvencia y al cobro de deudas, el desarrollo de mercados secundarios para los activos devaluados junto a una guía para la creación de sociedades de gestión de activos y el fomento de la reestructuración de bancos cuando sea necesario.

En materia de supervisión, el BCE publicó en 2017 una guía⁹ para todas las entidades significativas del Mecanismo Único de Supervisión sobre cómo deben gestionar los préstamos morosos y refinanciados. En ella las autoridades de supervisión requieren a los bancos con altos niveles de préstamos dudosos que definan sus estrategias para reducir los volúmenes de forma prioritaria, ambiciosa y creíble, enfocándose en la estructura de gobernanza y en el marco operativo para gestionar el proceso. En marzo de 2018, se publicó un apéndice¹⁰ a dicha guía en el que se establecen las expectativas cuantitativas de los supervisores sobre dotación de provisiones para préstamos dudosos nuevos. Los resultados de las entidades en esta materia son tenidos en cuenta en el proceso de revisión y evaluación supervisora (SREP, por sus siglas en inglés), bajo el pilar 2, pudiendo dar lugar a requerimientos específicos si la evolución no es satisfactoria. Según las expectativas del BCE, las exposiciones no aseguradas de los nuevos dudosos deberían estar dotadas al 100% al cabo de dos años y las que cuenten con garantías al cabo de siete. Estas expectativas serían específicas para cada entidad y se basan en su ratio de préstamos dudosos y en sus principales características financieras, de manera coherente entre entidades comparables. Adicionalmente, el BCE anunció en julio de 2018 nuevas expectativas sobre las dotaciones de provisiones a nivel de cada entidad para hacer frente al volumen de préstamos dudosos, es decir, al *stock* y no sólo al flujo de nuevos dudosos, con el objetivo de lograr un mismo nivel de cobertura de los volúmenes y flujos de préstamos dudosos a medio plazo.

En esta misma línea de trabajo, la EBA publicó en octubre de 2018 una guía similar a la del BCE, aplicable a las más de seis mil entidades que operan en la UE, y la Comisión realizó en marzo de 2018 una propuesta legislativa complementaria en la que plantea introducir un calendario de provisiones para activos dudosos futuros mediante la modificación del Reglamento de Requerimientos de Capital (en pilar 1)¹¹. Estas iniciativas

⁹ Banco Central Europeo. (2017). *Guía sobre préstamos dudosos para entidades de crédito*, marzo.

¹⁰ Banco Central Europeo. (2018). *Addendum to the ECB guidance to banks on NPL*, julio.

¹¹ Comisión Europea. (2018). *Proposal for a regulation on amending the CRR as regards minimum*



son muy importantes porque afectan a las entidades no supervisadas directamente por el BCE (entidades menos significativas o LSIs) que en algunos países constituyen una parte determinante del sistema financiero.

Respecto a la recuperación de la deuda, la propuesta de Directiva sobre los administradores de créditos, los compradores de créditos y la recuperación de las garantías reales¹², que presentó la Comisión en marzo de 2018, plantea la introducción de una cláusula de ejecución extrajudicial acelerada de las garantías reales. Se trataría de un modelo común de ejecución extrajudicial de las garantías rápido y eficiente, que permitirá a quienes hayan concedido préstamos garantizados recuperar el valor de las garantías reales aportadas por empresas o empresarios solamente. Este procedimiento podría usarse si así lo acuerdan previamente prestamista y prestatario en el contrato del préstamo y no será aplicable a los créditos al consumo, quedando, además, subordinado a los procedimientos de reestructuración e insolvencia y sin modificar la jerarquía de los acreedores. Respecto a la posibilidad de armonizar la regulación de insolvencia a nivel europeo, los trabajos están en una fase muy preliminar debido a su complejidad técnica.

En relación al mercado secundario de activos problemáticos, son muchos los impedimentos que hasta el momento han bloqueado su funcionamiento a nivel europeo. Por una parte, los problemas de información asimétrica, al estilo de los «limones» de Akerloff (Akerloff, 1970), son especialmente gravosos para este tipo de operaciones, dando lugar a que los compradores bajen los precios significativamente para protegerse de su peor información sobre la calidad de las carteras, con descuentos a los que las entidades no están dispuestas a vender. También, las comentadas ineficiencias en materia de exigibilidad de deudas y de ejecución de las garantías dan lugar a que los procedimientos judiciales para la reclamación sean muy dispares dentro de la Unión Europea, largos y costosos en algunos países, haciendo incierto el valor final de lo recuperado. Además, tradicionalmente han existido barreras a la entrada para entidades no bancarias (*servicers*).

Para fomentar estos mercados, la Comisión incluye en la propuesta de Directiva mencionada medidas para eliminar los obstáculos a la administración de créditos por terceros y a su cesión, eliminando los obstáculos a la transferencia de los préstamos de los bancos a las entidades no bancarias de forma que éstas puedan tener la propiedad de tales préstamos y gestionarlos, salvaguardando la protección al consumidor. También se han elaborado normas comunes que simplifican y armonizan los requisitos para la autorización de este tipo de empresas, de forma que el proceso sea transparente y que puedan operar como firmas transnacionales en toda la Unión Europea, lo que aumentaría la base inversora del mercado, su competitividad y mejoraría la fijación de precios.

De forma complementaria, la Comisión junto a la Autoridad Bancaria Europea y el

loss coverage for NPEs.

¹² Comisión Europea. (2018). *Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo sobre los administradores de los créditos, los compradores de créditos y la recuperación de las garantías reales*, marzo.



BCE están explorando la creación de plataformas de negociación o cámaras de compensación de activos dudosos. Este tipo de soporte podría aumentar la transparencia en las operaciones de dudosos, reducir los costes de las transacciones, ampliar la base de inversores y disminuir los problemas de coordinación entre acreedores cuando se negocian activos de un mismo deudor (Fell *et al.* 2017). Este tipo de plataformas podrían jugar un papel importante a la hora de fomentar la titulización en este tipo de mercado, lo que ayudaría a agilizar las desinversiones, especialmente relevantes en las sociedades nacionales de gestión de activos o «bancos malos».

Respecto a los bancos malos, la Comisión ha presentado una guía para orientar su creación¹³. Las sociedades nacionales de gestión de activos, adecuadamente diseñadas, pueden ser muy eficaces para reducir la carga de los activos problemáticos, segregándolos del balance de las entidades y permitiendo una gestión separada para maximizar la recuperación de su valor. En esta guía se recogen las mejores prácticas a partir de las experiencias recientes (como la Sareb en España o el Nama en Irlanda) en aspectos como clases de activos admisibles, perímetro de participación, valoración de los activos, estructura de capital, financiación, gobernanza, entre otros, que sirven de referencia para aquellos países y entidades que deseen constituir sus bancos malos, una vez desechada la idea de crear una sociedad a nivel europeo.

En definitiva, la determinación de las entidades junto a la acción regulatoria en marcha y los incentivos a la venta de activos problemáticos están permitiendo abordar el problema de los dudosos con mayor determinación que antes. En este sentido, los trabajos continúan, como en Grecia, donde el Banco de Grecia (Pantelias, 2018) anunció la propuesta de crear un banco malo, al estilo de la Sareb española, a la que los bancos griegos transferirían la mitad de los activos dudosos del sector, que todavía suponen más del 40% de la cartera crediticia. De esta forma, el banco central griego estima que la ratio de morosidad alcanzaría niveles de un dígito en 2–3 años bajo ciertas condiciones, aunque tendría un coste de unos 300 puntos básicos de media en capital (CET 1 *fully loaded* en 9,8% desde el 12,8% del segundo trimestre de 2018). El proceso de saneamiento, por tanto, no está exento de riesgos y parece razonable que se module cuidadosamente atendiendo a las circunstancias de cada país, a las características específicas de cada entidad y con un horizonte temporal de medio plazo. El objetivo es maximizar el ajuste de los activos de riesgo en este ciclo, pero, sobre todo, crear un marco legislativo y de actuación para abordar de manera mucho más eficiente este problema en el futuro.

No cabe duda que todo el esfuerzo empeñado en la reducción riesgos acercará este objetivo, pero quedaría incompleto si no se profundiza en una integración más profunda de los mercados (y al final de las economías), lo que pasa necesariamente por la compartición de riesgos en alguna medida. Se trata de mejorar la integración intraeuropea, aumentar las posibilidades de diversificación y generar confianza en la capacidad de resolver los problemas de las entidades allí donde surjan, lo que redundaría en una

¹³ Comisión Europea. (2018). *AMC Blueprint. Commission staff working document*, marzo.

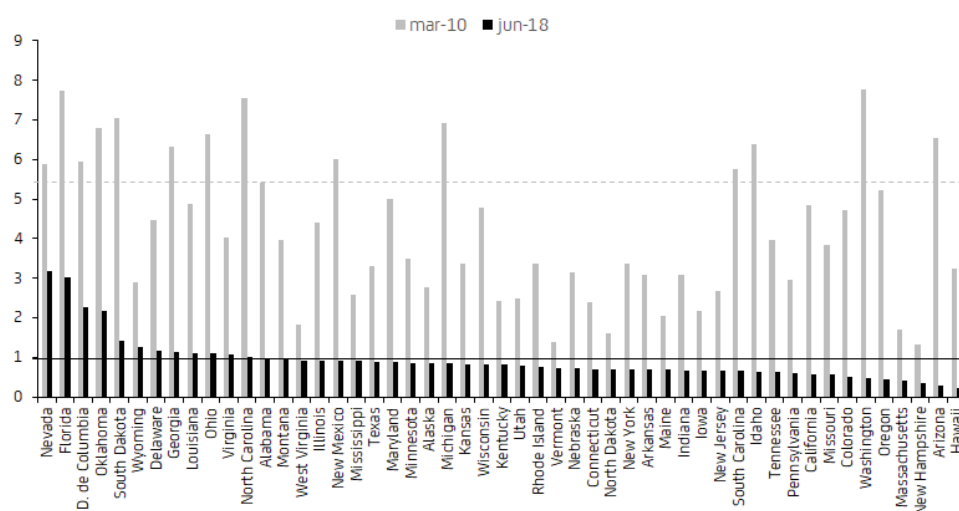


mayor estabilidad financiera y reduciría los riesgos. Los dos objetivos no son sustitutivos, sino que se refuerzan mutuamente.

Estados Unidos es un ejemplo de cómo la integración contribuye a la absorción de *shocks* asimétricos. Los estados norteamericanos sufrieron con distinta intensidad la crisis dependiendo de su exposición a la vivienda y a otros sectores vulnerables, de forma que, en marzo de 2010, cuando la ratio de morosidad nacional alcanzó el máximo de 5,47%, la situación de los estados era dispar con ratios de mora que se movían en un rango que oscilaba entre más del 7% en Washington, Florida, North Carolina y South Dakota y menos del 2% en cinco estados. Desde entonces, la evolución muestra un significativo descenso del nivel de las ratios y de su dispersión, siguiendo una tendencia general de convergencia, con un par de excepciones.

En la restauración de la calidad de los balances bancarios han influido factores de muy diversa índole que han contribuido a absorber los *shocks* locales (Mikolov, 2016) como la movilidad laboral, la redistribución fiscal, la alta diversificación de activos a través de mercados de capitales bien integrados y, también, la existencia de mecanismos tradicionales de compartición de riesgos, como el FDIC en el ámbito bancario (el fondo de garantía de depósitos federal) que ha posibilitado la resolución de unas 500 entidades sin mayores consecuencias para el sector y la economía. Sin duda, se pueden encontrar sinergias importantes entre las estrategias de reducir riesgos y la existencia de mecanismos, públicos y privados, de compartición de los mismos.

**GRÁFICO 7. RATIO DE MOROSIDAD POR ESTADOS EN EE.UU.
(EN PORCENTAJE)**



Morosidad de crédito. Las líneas horizontales corresponden a la media nacional en los períodos considerados.

Fuente: Bankia Estudios a partir de FDIC.



11.5. LA EXPOSICIÓN SOBERANA

El debate sobre la exposición soberana del sistema financiero se encuentra íntimamente ligado a la necesidad de contar con un activo europeo que se convierta en la referencia para las emisiones de toda la UEM, permita al euro competir en igualdad de condiciones con otras monedas como el dólar¹⁴ y facilite la ejecución de la política monetaria. Sin él, el BCE se ve limitado en sus funciones, no sólo en términos operativos, como puede suceder en estos momentos una vez forzada la expansión cuantitativa (QE por sus siglas en inglés), sino también al situarse en muchas ocasiones al borde de la delgada línea que, una vez cruzada, implica financiación de los Estados. Y, sin él, será muy difícil romper la tendencia de los bancos a comprar bonos emitidos por sus propios países, inercia que explicaría buena parte del bucle entre riesgo bancario y riesgo soberano, una de las principales causas detrás de la última crisis en Europa.

Pero, en primer lugar, se debe recordar que las carteras de renta fija de las entidades financieras que incluyen su exposición soberana tienen la función de operar como una cobertura estructural del riesgo de balance comercial. Este riesgo se origina por la coexistencia de un volumen importante de inversión crediticia a tipo variable con un porcentaje significativo de cuentas a la vista, no sensibles a los movimientos de tipos de interés. Por tanto, en la parte bajista del ciclo monetario, protege el margen de intereses de la entidad. En este sentido, la compra de bonos de renta fija por parte de los bancos europeos, contribuyó a compensar la caída del *stock* de crédito (efecto volumen) y el descenso de los intereses cobrados por préstamos con referencias a tipos variables (efecto precio), especialmente en los países periféricos, donde en muchos de ellos todavía sigue cayendo la inversión crediticia (–1,9% el agregado de países periféricos en septiembre¹⁵). Tanto los cupones que se van cobrando de estos bonos¹⁶, como las plusvalías (los resultados de operaciones financieras o ROF) que se contabilizan cuando se realizan las ventas, han constituido un mecanismo equilibrador para las cuentas de resultados de las entidades financieras a lo largo de la crisis (ver gráfico 8).

Pero, a su vez, esas compras de bonos en determinados momentos de la crisis permitieron solventar las dificultades de financiación de algunos Tesoros cuando arreciaba la incertidumbre, especialmente desde el verano de 2011 al verano de 2012, cuando el BCE tenía limitada su capacidad de intervención en el mercado, ante las reticencias de los países del norte de Europa a que el banco central siguiera utilizando el programa de emergencia de compra de deuda aprobado a principios de 2010. De hecho, las dos primeras subastas de financiación LTRO (*Long Term Refinancing Operation*) de diciembre de 2011 y febrero de 2012 supusieron una inyección de liquidez de casi un billón de euros

¹⁴ Propuestas como la de redenominar a euros todos los contratos de compra de petróleo que realizan los países europeos van en la dirección correcta, pero son condiciones necesarias pero no suficientes para aumentar la importancia del euro en las transacciones internacionales.

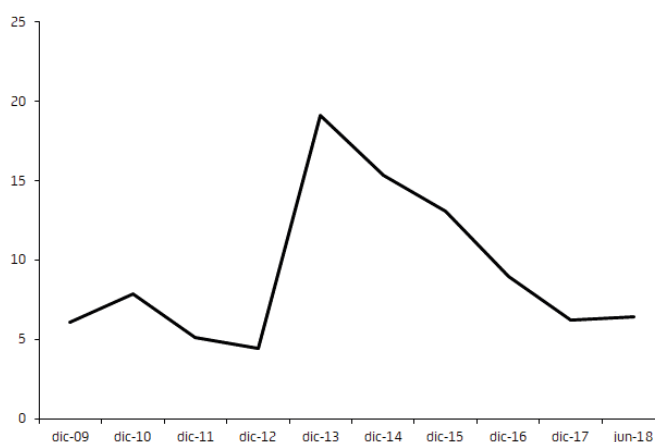
¹⁵ Italia, España, Portugal, Irlanda, Grecia, Chipre, Eslovenia y Malta.

¹⁶ En los años posteriores a la crisis esos cupones llegaron a representar entre el 20% y el 25% de los ingresos financieros.



para 600 entidades financieras de la UEM que, en una parte no desdeñable, utilizaron para adquirir deuda soberana teniendo en cuenta la debilidad de la demanda de crédito por parte de familias y empresas existente en aquellos momentos. De esa manera, el BCE mataba dos pájaros de un tiro, pues allanaba la transición de las cuentas de resultados de las entidades financieras a un entorno de tipos de interés muy reducidos y facilitaba la financiación a los Tesoros, ante la fuerte oposición de parte del Consejo del BCE a la intervención directa en el mercado de deuda.

**GRÁFICO 8. PESO DE LOS ROF SOBRE EL MARGEN BRUTO EN ESPAÑA
(EN PORCENTAJE)**



ROF y diferencias de cambio. Datos individuales del sector.

Fuente: Bankia Estudios a partir de Banco de España.

Además de lo anterior, las carteras de deuda pública son activos que facilitan el cumplimiento de los requerimientos de liquidez y permiten a las entidades financieras realizar otras funciones complementarias de su modelo de negocio tradicional: originación y distribución de emisiones, labores de creación de mercado para los Tesoros, etcétera. Por tanto, la cartera de bonos de los bancos (carteras ALCO) tienen un papel fundamental, no sólo a la hora de cubrir riesgos estructurales, sino como mecanismo equilibrador de las cuentas de resultados o fuente de liquidez, entre otros.

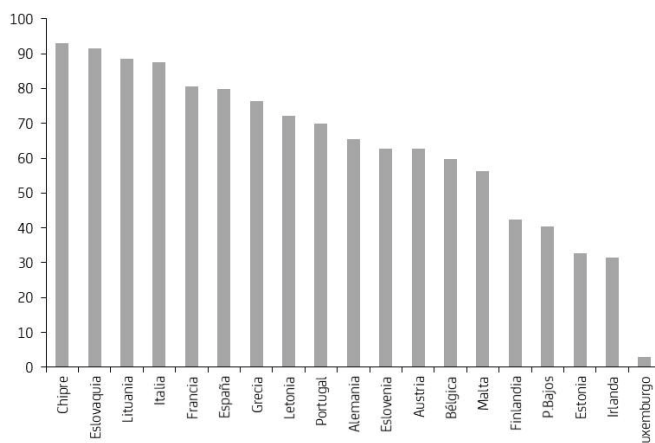
Un debate diferente es el tamaño de estas carteras de deuda y la composición de las mismas. Respecto al tamaño «objetivo» (idóneo) de las carteras, tiene relación directa con el volumen y porcentaje de estabilidad de las cuentas a la vista, aunque también hay que considerar otros factores como, por ejemplo, la duración de la cartera y el porcentaje de la cartera cubierta frente a la descubierta. Para el sector financiero español, a finales de 2017, las carteras ALCO representaban alrededor de un 15% de los activos totales, con una presencia mayoritaria de riesgo soberano (entre el 70% y el 90% del total de la cartera), lo que resulta lógico teniendo en cuenta que el resto de la renta fija tiene menor liquidez, más riesgo de crédito y un mayor consumo de capital; en parte,



compensado por las mayores rentabilidades y la menor sensibilidad a movimientos de tipos (en ciclos expansivos la mejora de fundamentos de las compañías puede conllevar reducciones de *spreads*). De esta forma, una cartera ALCO teórica debería tener un peso de los bonos soberanos del 75%/80% y el resto deberían ser *corporates*, agencias y otros.

Respeto a la composición de las carteras de bonos soberanos, el sesgo hacia títulos emitidos por el país de origen sigue muy presente en la mayoría de sistemas financieros. Con los últimos datos disponibles, en la UEM ese porcentaje oscila entre el 60% y el 90% de la exposición soberana a la zona del euro, con la excepción de Finlandia, Países Bajos, Estonia, Irlanda y Luxemburgo (ver gráfico 9). En media el sesgo doméstico representaría un 75% de la exposición y en torno al 130% del capital Tier 1 de la banca.

**GRÁFICO 9. SESCO DOMÉSTICO DE LA DEUDA SOBERANA EN LOS
BALANCES BANCARIOS (SEP-18, EN PORCENTAJE)**



Sesco doméstico definido como la ratio entre deuda soberana doméstica sobre deuda soberana agregada de países del euro. Datos agregados de otras instituciones financieras y monetarias.

Fuente: Bankia Estudios a partir de BCE.

En el caso de España supone un 80%, aunque el volumen de bonos españoles en cartera se ha reducido de 224.000 millones de euros en 2014, a los 158.000 millones de euros de julio de 2018 (380.000 millones de euros en el caso de los bancos italianos a septiembre). Desde los máximos de 2009, el porcentaje de la deuda pública total en las carteras de los bancos públicos españoles se ha reducido del 30% al 15%. Se debe reseñar que, analizando los datos de España,¹⁷ tanto la sensibilidad del riesgo bancario al riesgo soberano, como la del riesgo soberano al riesgo bancario han disminuido de manera apreciable, si comparamos los datos de principios de este año con la situación que se produjo entre mayo de 2010 y junio de 2012. Es decir, el vínculo entre riesgo ban-

¹⁷ Banco de España. (2018). *Informe de Estabilidad Financiera*, noviembre.



cario y soberano es más débil, al contrario que en el caso italiano, donde la sensibilidad del riesgo bancario al riesgo soberano se ha incrementado respecto a la situación de la parte más dura de la crisis financiera en Europa. Según el BCE, el impacto negativo del aumento de la prima de riesgo soberana en Italia durante el segundo trimestre de 2018 ha sido equivalente en los bancos italianos a 25–84 puntos básicos de CET1¹⁸. Además, la sensibilidad del riesgo de España a cambios en el riesgo de Italia se ha reducido de forma muy apreciable.

También se debe tener en cuenta que este sesgo doméstico de las carteras de deuda soberana ejerce un papel estabilizador para los mercados de deuda pública, tanto por la liquidez que aportan a las emisiones cotizadas (creadores de mercado) como por la contribución a la creación de una base inversora estable (mayorista y minorista). Es cierto que, a tenor de los últimos datos, el grado de concentración sigue pareciendo elevado, especialmente si reaparecieran los problemas de inestabilidad financiera; pero también es lógico que las entidades financieras tengan preferencia por activos financieros sobre los que poseen más información a la hora de valorar el riesgo de crédito. Dicho lo cual, en el debate de los últimos años hay diferentes propuestas sobre cómo conseguir una mayor diversificación de las carteras sin mutualizar los riesgos. Es decir, como reducir ese sesgo doméstico, para acabar con las reticencias a que los depósitos bancarios asegurados por el Fondo de Garantía de Depósitos (EDIS) se utilicen para comprar deuda del país de origen de la entidad financiera.

Una de las vías sería a través de cambios en el tratamiento regulatorio de las exposiciones soberanas. Desde luego parece difícil conseguirlo a través de los *Sovereign Concentration Charges* (SCC) pues independientemente de que teóricamente puedan parecer más o menos acertados (la valoración de la solvencia de los países dista de ser una ciencia exacta), su implementación es difícilmente abordable. Da lo mismo que sean requisitos adicionales de capital, provisiones, aplicación discrecional del «Pilar 2» o la introducción de un factor de ponderación¹⁹. Todo ello implica utilizar *ratings* externos, valoraciones de mercado o clasificaciones de riesgo país que siempre tienen un componente subjetivo muy importante y, en algunos casos, también incorporan una elevada volatilidad. Lo que puede intensificar los efectos negativos de las espirales entre riesgo bancario y soberano. Además de crear distorsiones a la competencia si el tratamiento en términos de requisitos de capital a las tenencias de deuda soberana no es homogéneo entre jurisdicciones.

En la práctica supone penalizar la tenencia de bonos soberanos y, por tanto, asignar una probabilidad de impago a la deuda emitida por los Tesoros, que es lo mismo que reconocer que no existe un activo financiero libre de riesgo en el sistema financiero. Además, durante el período de implementación los reajustes de las carteras llevarían probablemente a un nuevo proceso de fragmentación financiera. Tampoco las soluciones de *grandfathering* o de borrón y cuenta nueva, ni las de *phasing-in*, parecen las

¹⁸ Banco Central Europeo. (2018). *Financial Stability Review*, noviembre.

¹⁹ Introducir un factor de ponderación fijo (por ejemplo, un 1%) a todas las exposiciones soberanas, aumentaría los requerimientos de recursos propios, pero difícilmente reduciría el sesgo hacia los bonos del país de origen.



más apropiadas en este caso, sobre todo, teniendo en cuenta la duración media de las carteras de bonos en manos de las instituciones europeas²⁰. En el caso del *grandfathering*, es decir, cuando se aplican recargos de capital a los excesos de concentración a las emisiones realizadas por los gobiernos a partir del día de entrada en vigor de la reglamentación, puede terminar ocasionando fragmentación en los mercados de deuda (*juniorisation* de las nuevas emisiones).

De la misma manera, a la hora de analizar las propuestas ligadas a ingeniería financiera y, por tanto, a todo tipo de estructuras sintéticas de bonos (*Sovereign bond-backed securities* o SBBS por sus siglas en inglés) formadas por diferentes referencias nacionales, se debe tener en cuenta la debilidad intrínseca que han mostrado este tipo de estructuras en momentos de inestabilidad financiera. En cuanto las cosas se complican, se dispara la volatilidad y se produce un proceso de huida hacia la calidad, como ocurrió en 2008, contaminando toda la estructura hasta el tramo *equity*. La posibilidad de conceder un trato regulatorio preferencial a esta estructura (o avalarla) por parte del BCE no es más que llamar de otra forma a lo que constituye un eurobono.

La reciente propuesta del Junta Europea de Riesgo Sistémico o ESRB (*European High-Level Task Force*)²¹ es el enésimo intento de crear un sustitutivo perfecto (tras los *blue and red bonds*, ESBies y otros) para algo que no lo tiene. En este caso, el activo sintético sería una cesta de bonos soberanos emitidos por los países de la eurozona y la ponderación sería la de la clave de capital en el BCE. No se mutualizarían los riesgos, pues cada gobierno sería el responsable de hacer frente a sus obligaciones. Este activo sintético no podría tener una calificación superior a BBB o, como mucho AA-, según han anticipado las agencias de *rating*. Sólo el tramo *equity*²² podría aproximarse al AAA, de manera que existiría un tramo junior que absorbería primeras pérdidas (10% del tamaño total del bono) y otro tramo *mezzanine* (20% del total). ¿Y quién compraría esos tramos? Sobre todo, porque en teoría se prohibiría a los bancos adquirirlos (Bénassy-Quéré et al, 2018) y los inversores siempre encontrarían alternativas mucho mejor testadas y con mayor liquidez en los mercados, especialmente en la escala del BBB²³. Al final ese es el problema, al mercado le cuesta encontrar valor en la parte de este tipo de estructuras potencialmente más frágiles en momentos de tensión financiera. Por tanto, no es fácil encontrar una base amplia y estable de inversores, sobre todo, si se quieren minimizar los efectos sobre la liquidez de los mercados de bonos soberanos nacionales, sin contar la dificultad que conllevan otros condicionantes técnicos a la hora de estructurar las emisiones como

²⁰ De hecho, el propio Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, encargado de analizar el tema, hace poco recomendaba no iniciar un proceso de reforma del tratamiento regulatorio de las exposiciones de deuda soberana.

²¹ Junta Europea de Riesgo Sistémico. (2018). *Sovereign bond-backed securities: a feasibility study*, enero.

²² El ESRB recomienda que el tramo *equity* represente un 70% de la estructura.

²³ Los bonos con calificación BBB representan el 49% de todas las emisiones con *rating* de inversión (25% en el año 2000) para un volumen total cotizando que podría superar los 2,5 billones de dólares.



la necesidad de que los diferentes Tesoros coordinen su estrategia de emisiones o los requerimientos de financiación del vehículo que estructura el *pool* de bonos soberanos. Finalmente, cabe reseñar que el tratamiento regulatorio de este tipo de estructuras las penalizaría tanto en términos de requerimientos de capital como en liquidez, lo que adicionalmente exigiría cambios para suavizar este coste.

Todo lo anterior son intentos de aproximación al verdadero problema y es que, sin un activo financiero europeo libre de riesgo (activo refugio), la UEM seguirá estando incompleta. No es un tema de solidaridad, o de mutualización de riesgos, sino un elemento esencial en el diseño institucional de la zona euro. Los activos libres de riesgo juegan un papel fundamental en cualquier economía de mercado y, desde el siglo XVII, la deuda soberana ha asumido mayoritariamente ese papel (Gorton, 2016), pues para ejercer ese papel la deuda privada necesita mucho colateral. Siempre hay demanda para los activos refugio y las recurrentes crisis financieras, especialmente la última, reflejan la dificultad de responder a esa demanda y la inestabilidad financiera que eso ocasiona. Pues los sustitutivos, especialmente de origen privado, son imperfectos.

Sin un eurobono, la UEM seguiría constituyendo una anomalía como unión monetaria. En este caso, los intentos de utilizar un *second-best*, tienen poco sentido en términos de eficiencia económica, al estar muy alejados de la elección óptima, siendo la vía directa para el retorno de la fragmentación. Además, si no existe un activo refugio, el sector privado intentará cubrir esa necesidad del mercado, lo que aumentará la fragilidad de la economía, por sus efectos potenciales en la estabilidad financiera, como vimos en la última crisis.

En definitiva, el activo libre de riesgo en la zona euro no puede ser otro que un eurobono. Aunque prefiramos llamarlo de otra manera y utilizar vías indirectas como las garantías o avales públicos para llegar a la misma solución final. No tenerlo en la UEM supone jugar con una importante desventaja competitiva, pues buena parte de la historia de la humanidad podría escribirse como la búsqueda y la producción de diferentes tipos de activos seguros (Tooze, 2018). La pregunta entonces es: ¿por qué un núcleo importante de países se opone a la emisión de eurobonos? La respuesta sólo puede venir por una de las tres razones siguientes:

- 1) La existencia de un volumen importante de activos improductivos en los sistemas bancarios de países europeos, es decir, la misma razón que impediría avanzar en el Fondo de Garantía de Depósitos y el Mecanismo de Resolución. El miedo a que la mutualización tenga un coste para los ciudadanos de los países con mejor situación estructural de sus finanzas públicas y/o con niveles inferiores de activos deteriorados en el sistema financiero. Aquí la clave sería avanzar en el proceso de reducción de los niveles de morosidad y activos adjudicados en los países más problemáticos, hasta una zona que se considere asumible por la ya denominada nueva Liga Hanseática²⁴. Una vez alcanzado ese objetivo y estructurado un nuevo

²⁴ República Checa, Dinamarca, Estonia, Finlandia, Irlanda, Letonia, Lituania, Países Bajos, Suecia y Eslovaquia.



marco institucional para evitar la repetición de los errores, sería mucho más fácil poner el contador a cero. Algo que como hemos comentado en el punto anterior, parece que va en la dirección correcta.

- 2) La inexistencia de un marco adecuado de disciplina fiscal, como se está poniendo de manifiesto en los últimos meses con el problema italiano. No existen ni los mecanismos de control *ex-ante*, ni un marco disciplinario adecuado para abordar desafíos como los planteados recientemente por el país transalpino. El *too big to fail* (demasiado grande para caer) del sistema financiero aplicado a las grandes economías de la región. Sólo una mejora (o rediseño completo) del Pacto de Estabilidad que puede implicar complementarlo con un nuevo marco de control, podría vencer las reticencias de un número importante de países para dar el paso adelante. En este sentido, los países del norte de Europa han presentado una propuesta de reforma del Mecanismo Europeo de Estabilidad (ESM, por sus siglas en inglés) que supondría, en la práctica, establecer un doble mecanismo de control. El ESM, a cambio de ejercer de soporte del Mecanismo de Resolución de la Unión Bancaria²⁵ y del Fondo de Garantía de Depósitos tendrá acceso a toda la información económica y financiera de los países para valorar la salud de las finanzas públicas en cada momento, papel que hasta ahora ejercía en exclusiva la Comisión Europea. Es decir, ahora el control de los presupuestos se ejercería desde dos ámbitos, aumentando la presión *ex-ante* sobre los países más díscolos. A cambio, el ESM se convertiría en prestamista de última instancia de la zona euro, para preservar en caso de necesidad la estabilidad financiera de la región.

Evidentemente, a cambio de una estricta condicionalidad que permita compatibilizar la ayuda con el cumplimiento de los Tratados Europeos que impiden que haya transferencias fiscales entre países (cláusula de *no-bail out*). Así que el ESM debería decidir los términos del paquete de ayuda, incluyendo el volumen, teniendo en cuenta la sostenibilidad de la deuda del país en cuestión, para lo cual recibirá la ayuda de la Comisión y del Fondo Monetario Internacional. Más difícil es que salga adelante la propuesta de que cuando no sea suficiente con la estricta condicionalidad para restablecer la solvencia (capacidad de pago) del país en cuestión, se deberán poner en marcha medidas para mejorar la sostenibilidad, de acuerdo con el resto de acreedores (cláusulas de acción colectiva)²⁶. Una línea roja que será difícil que traspasen países como Italia (al menos a corto plazo), pero dónde precisamente puede estar la clave para dar el definitivo paso adelante en el proyecto europeo. Con este nuevo marco de disciplina fiscal y el papel reforzado del ESM se sentarían las bases para la emisión de un activo europeo libre de riesgo.

²⁵ Ya en el Consejo Europeo de junio de 2012 se hablaba de la necesidad de romper el bucle entre riesgo soberano y riesgo bancario y de que el ESM tuviera la función de recapitalizar bancos en caso necesario.

²⁶ En la reunión del Eurogrupo del pasado 5 de diciembre, el Ministro de Economía y Finanzas de Italia volvió a manifestar su reticencia a que la reforma del ESM/MEDE incluya las CACs.



- 3) La oposición política a seguir avanzando en el proceso de construcción europea que ya no sólo se circunscribe a algunos países del Este, por temas ideológicos o porque algunos países han tirado la toalla sobre la capacidad de los periféricos de superar el listón en términos de competitividad y disciplina fiscal. Porque sin un eurobono y, por tanto, sin mutualizar las deudas, la sostenibilidad de la UEM siempre estará en el alero, al albur de las presiones de los mercados y, por tanto, de la respuesta del BCE.

11.6. CONCLUSIONES

En definitiva, la existencia de un activo financiero libre de riesgo es la condición necesaria para lograr un avance definitivo en el proceso de construcción europea, para aumentar la importancia del euro en las transacciones internacionales y para solucionar problemas como las espirales negativas entre riesgo bancario y soberano.

Para ello será necesario avanzar en el proceso de reducción de activos improductivos del sistema financiero y mejorar los mecanismos de disciplina fiscal en la región. En ambos casos, no debería haber obstáculos insalvables para realizar los avances necesarios en los próximos años y alcanzar unos mínimos que puedan satisfacer a todos los jugadores implicados. A partir de ahí, será un tema de voluntad política.

BIBLIOGRAFÍA

- AKERLOF, G.A. (1970). The Market for «Lemons»: Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84, No. 3, pp. 488–500.
- AVALOS, F. y XIA, D. (2018). Sovereign and Bank tensions in the euro area. *BIS Quarterly Review*, septiembre.
- BÉNASSY-QUÉRÉ, A., BRUNNERMEIER, M., ENDERLEIN, H., FARHI, E., FRATZSCHER, M., FUEST, C., GOURINCHAS, P.-O., MARTIN, P., PISANI-FERRY, J., REY, H., SCHNABEL, I., VÉRON, N., WEDER DI MAURO, B. y ZETTELMEYER, J. (2018). Reconciling risk sharing with market discipline: A constructive approach to euro area reform. *CEPR Policy Insight*, No.91.
- FELL, J., GRODZICK, M., KRUSEC, D., MARTIN, R. y O'BRIEN, E. (2017). Overcoming non-performing loan market failures with transaction platforms. *ECB Financial Stability Review*, noviembre.
- GORTON, G.B. (2016). The history and economics of safe assets. *NBER Working Paper 22210*, abril.
- MICOSSI, S. (2017). A blueprint for completing the Banking Union. *CEPS Policy Insights*, No. 2017–42, noviembre.
- MIKOLOV, P. (2016). Cross-Border risk sharing after asymmetric shocks: evidence from the euro area and the United States. *Quarterly Report on the Euro Area*, volume 15, número 2.



- PANTELIAS, P. (2018). A systemic proposal for the management of non-performing exposures (NPES). Overview of the Greek financial system. *Special feature, Bank of Greece*, noviembre.
- TOOZE, A. (2018). *Crash: Cómo una década de crisis financiera ha cambiado el mundo*. Barcelona: Planeta Serie Crítica.
- VERÓN, N. (2017). Sovereign Concentration Charges: A new regime for banks' sovereign exposures. *European Parliament Study*, noviembre.



12. LA INELUDIBLE NECESIDAD DE COMPARTIR RIESGOS: EL TORTUOSO CAMINO HACIA LA UNIÓN FISCAL

MIGUEL OTERO IGLESIAS Y FEDERICO STEINBERG WECHSLER

Real Instituto Elcano

12.1. INTRODUCCIÓN

Desde hace décadas, el debate sobre la unión fiscal en la zona euro ha tendido a estructurarse alrededor de una discusión técnica entre economistas. Sobre la base de la teoría de las áreas monetarias óptimas, que plantea la necesidad de cierto sistema de transferencias para hacer frente a los shocks asimétricos una vez que los países pierden su soberanía monetaria y tienen limitada movilidad laboral, se ha centrado en la necesidad de instrumentos como un presupuesto autónomo capaz de ejercer una función de estabilización, cómo financiarlo o en qué gastarlo. Asimismo, desde los países del norte, más reacios a compartir riesgos, se ha enfatizado la necesidad de aumentar el control sobre las cuentas públicas de los países del euro (sobre todo los del sur) para evitar el problema del riesgo moral. En definitiva, se ha tendido a compaginar «palos» y «zanahorias» (hoy en día abundan más los primeros que las segundas) tratando a la pata fiscal de la unión económica y monetaria (UEM) como un área más en los estudios de la Unión Europea que se reserva a los especialistas (en este caso macroeconomistas), del mismo modo que sucede con áreas como la política exterior, la comercial o la agrícola.

Sin embargo, tratar la UEM en general, y su componente fiscal en particular como un área más de la integración europea y sólo desde el punto de vista técnico es un error. La crisis del euro que se inició en 2009 ha puesto de manifiesto que ser parte de una



unión monetaria tiene enormes implicaciones políticas, sociales y hasta culturales para sus miembros, que van más allá de lo estrictamente económico. Y la unión fiscal entendida en sentido amplio es, en realidad, una suerte de unión política por la puerta de atrás. Téngase en cuenta que tanto el respaldo fiscal para el fondo de resolución o de garantía de depósitos para unión bancaria y el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) como los efectos distributivos de ciertas políticas monetarias conllevan elementos redistributivos de carácter político. Por ello, entender la naturaleza de la unión fiscal, así como la necesidad de completarla en el actual contexto de construcción de la UEM, requiere un análisis que va más allá del debate técnico entre economistas. Esto no quiere decir que las propuestas sobre cómo diseñarla no deban ser técnicas, pero su justificación requiere dar un paso atrás y entender el dinero como un fenómeno social y político antes de diseñar un plan de acción que sea viable.

Esto se debe a que el dinero va mucho más allá de lo económico. Si lo entendemos como deuda, como explicaremos abajo, es una relación social entre acreedor y deudor que inherentemente conlleva una relación de poder. Por lo tanto, el dinero no se puede entender sin la política (Kirshner 2003), lo que implica que la UEM tampoco puede sobrevivir sin un sustento de legitimidad política.

En este contexto, dedicaremos la primera parte de este artículo a explicar por qué un adecuado diseño para la unión fiscal requiere una conceptualización más amplia del dinero que incorpore elementos políticos y de soberanía. En la segunda parte planteamos cómo deberían avanzar los elementos de solidaridad entre los países del euro que les permitan compartir y mitigar riesgos de un modo más eficiente al tiempo que se establecen los necesarios mecanismos de control para evitar comportamientos oportunistas. Así, expondremos por qué la zona del euro necesita una autoridad fiscal central con sus propias fuentes de ingresos, con capacidad para endeudarse, que sea responsable de hacer cumplir las normas fiscales, defina la posición fiscal agregada de la zona euro, mantenga un diálogo con la autoridad monetaria y se encuentre bien integrada con el entramado institucional de la Unión para contar con la necesaria legitimidad.

12.2. DINERO, PODER Y POLÍTICA: ENTENDER LA UEM MÁS ALLÁ DE LA TEORÍA DE LAS ÁREAS MONETARIAS ÓPTIMAS

Se han convertido en un cliché decir que la UEM necesita una unión política para poder ser un proyecto duradero. Pero para entender por qué resulta útil volver a las diferentes teorías del origen del dinero. La llamada teoría ortodoxa surgida con Adam Smith tiene muchas lagunas (como veremos abajo), mientras que la heterodoxa aceptada por Schumpeter nos resultará más útil. El dinero, como la lengua, es un componente indispensable en la creación de una comunidad política. Es por eso, que la UEM tiene que considerarse desde un punto de vista holístico y multidisciplinar. En primer lugar, no se puede entender sin la historia. Desde un inicio, el euro aspiraba a consolidar el proyecto de integración europea, teniendo por tanto una clara motivación política. En



particular, como todo el proyecto de integración europea, debía contribuir a eliminar las tensiones entre Alemania y Francia, lo que supuso que en su pacto fundacional hubiese un *quid pro quo* por el cual Francia logró contener el poder monetario del Bundesbank con la creación del euro, mientras que Alemania cedió su soberanía monetaria a cambio de que su reunificación fuera aceptada. Asimismo, el euro también se planteó como un símbolo de unión. Internamente, porque crearía vínculos monetarios y, por lo tanto, sociales comunes, pero también hacia el exterior, dando respuesta a la hegemonía (en ciertos casos predatoria) del dólar y del papel de EEUU en el sistema monetario internacional, que tantos quebraderos de cabeza había generado a los europeos. Finalmente, el euro también aspiraba a estimular la actividad económica mejorando el funcionamiento del mercado interior y potenciando los flujos de comercio y la integración financiera.

Sin embargo, la visión del dinero que subyace al diseño de la UEM es la de las áreas monetarias óptimas, que deja de lado las consideraciones políticas. Esta visión, basada en los trabajos de Mundell (1961), y cuyos desarrollos posteriores sintetiza bien Krugman (2012), establece que cuanta mayor sincronización del ciclo económico, convergencia y movimiento de capitales y de trabajadores haya entre diferentes regiones, más sentido tiene que éstas compartan una misma moneda. Esto llevó en los años 70 y 80 del siglo pasado a diferentes visiones sobre cuándo y cómo había que construir la UEM. El Bundesbank y mucha de la élite económica y política alemana consideró que la moneda única, al igual que sucedió con la unión de los estados alemanes en el siglo XX, sería la culminación de un proceso largo de convergencia económica, pero también política y cultural. Desde el punto de vista de los denominados ‘economistas’ alemanes, los países que compartiesen el euro deberían también compartir una cultura de estabilidad de precios y presupuestos para que el experimento pudiese funcionar. Es decir, la futura unión tendría que sobrepasar lo económico y llegar a lo social y cultural.

La élite monetaria, económica y política francesa, sin embargo, tenía otra visión. Lo importante era reducir el poder económico de Alemania y el poder monetario del Bundesbank, con lo cual, la prioridad en la construcción europea debía de ser la creación de la moneda única como paso previo para lograr una mayor convergencia económica, política y cultural. Esta visión de los llamados ‘monetaristas’ franceses la resumió bien Jacques Rueff ya en 1950 al indicar que *L'Europe se fera par la monnaie ou ne se fera pas*, es decir, Europa se hará por la moneda o no se hará. Y desde el punto de vista francés, la capital política de esta unión debería ser siempre París. Es ahí donde se tomarían las decisiones geoeconómicas y geoestratégicas.

Por lo tanto, a finales de los años 1980, cuando se estaba redactando el Informe Delors que después llevaría al euro, la élite monetaria francesa coincidía con la alemana en que los países que iban a conformar la UEM no eran un área económica óptima, pero argumentaban que justamente la creación de la moneda única sería un catalizador de convergencia. Al no poder devaluar, y al atenerse al Pacto de Estabilidad y Crecimiento que se añadiría al Tratado de Maastricht, los países más débiles emprenderían las reformas estructurales necesarias para aumentar su productividad y competitividad. Se produciría así una integración hacia un área monetaria óptima de manera endógena.



Justamente, eso mismo pareció darse la primera década del euro. Los países de la denominada periferia crecían más y sus rentas per cápita se acercaban a las de los países del centro. El barco del euro mostraba ser una construcción robusta y su solidez se veía reflejada en su apreciación frente al dólar. La moneda única se revalorizó casi un 100% de 2002 a 2008. Sin embargo, cuando estalló la crisis en EEUU y se derrumbó Lehman Brothers, y con él el sistema financiero americano y del Atlántico norte, se pusieron de manifiesto las debilidades del euro. Fue en ese momento cuando ganaron credibilidad los economistas que habían sido críticos con la teoría de las áreas monetarias óptimas por ser demasiado economicista. Se hizo patente que el dinero no era sólo un medio de cambio neutral. Como había mostrado Goodhart (1998) en un excelente artículo publicado un año antes del nacimiento del euro, hay dos interpretaciones de lo que es dinero, y si uno acepta la versión heterodoxa, entonces la teoría de las áreas monetarias óptimas tiene muchas limitaciones y los problemas que ha sufrido el euro se entienden mejor.

Esto se debe al hecho de que la teoría de las áreas monetarias óptimas emana de la interpretación tradicional u ortodoxa del origen del dinero. Según esta versión, que se remonta a Adam Smith, el dinero surge espontáneamente de la actividad mercantil (Ingham 2004). La explicación del origen dinero se podría resumir así: en algún momento indefinido de la historia, en una aldea imaginaria, los productores de bienes y servicios, y los mercaderes, se cansan del trueque y optan por usar una mercancía con valor intrínseco, divisible y no-perecedera como medio de intercambio para facilitar la actividad económica. Históricamente, el oro y la plata han desarrollado esa función y es por eso que se conoce esta escuela como «la metalista». De las tres funciones tradicionales del dinero, como medio de pago, unidad de cuenta y depósito de valor, la más importante es la de medio de pago. El dinero en esta interpretación funciona igual que cualquier otra mercancía, es neutral y su valor está determinado por la ley de la oferta y la demanda. En esta interpretación del dinero no aparecen ni la política ni el poder.

12.2.1. OTRA VISIÓN DEL DINERO

Sin embargo, existe una segunda escuela del dinero. La cartalista o heterodoxa. Según su visión, el dinero no surge espontáneamente del comercio porque su función más importante no es la de medio de pago sino la de unidad de cuenta. Es la escala para medir valor y ésta, históricamente, siempre ha sido introducida o impuesta por un poder político para recaudar impuestos (Goodhart 1998; Ingham 2004). La poca evidencia prehistórica que tenemos sugiere que el cuento de la aldea de Adam Smith no se ha producido nunca. Más bien se estima que el dinero surge en los imperios de Mesopotamia y Egipto allá por el 3.000 A.C. cuando los emperadores empezaron a recaudar impuestos sobre una escala de valor concreta. Eso no quiere decir que no haya habido dineros privados a lo largo de la historia. Las criptomonedas pueden considerarse el último ejemplo. Pero, en caso de impago, guerra o epidemia, el poder político soberano legítimo y con el monopolio del poder ha sido quien ha estabilizado las áreas monetarias (Martin 2011). De hecho, dinero, estado y ejército siempre han ido de la mano. Y eso



hace al euro, que de momento es una moneda huérfana, sin estado y sin ejército, una divisa particular.

Según esta interpretación, el dinero es siempre deuda, y por lo tanto es siempre una relación social entre un deudor y un acreedor. Como toda relación social lleva necesariamente implícita una relación de poder. Esa relación de poder en tiempos modernos está mediada por el Estado ya que es el agente más endeudado (emite deuda para construir infraestructura y proporcionar servicios públicos) y el mayor acreedor (recauda impuestos y lo seguirá haciendo en un futuro, si hace falta, mediante el monopolio del uso legítimo de la violencia). Que hoy en día vivamos en un sistema monetario fiduciario, y no metálico, demuestra que la operatividad del dinero no está basada en una mercancía tangible con valor intrínseco sino sobre un elemento totalmente abstracto: la confianza. La confianza de que cierta comunidad política, es decir, el soberano que emite el dinero va a devolver en bienes y servicios el valor que está estipulado en un billete de papel (la carta) que sirve para pagar impuestos (de ahí el nombre de cartalismo),

El problema justamente está en que el euro no está respaldado por un soberano europeo (Otero-Iglesias 2015). En la primera década de su existencia esto se vio como una ventaja. La historia está llena de soberanos que manipularon la producción del dinero para crear inflación y así reducir el valor real de sus deudas. La despolitización del euro y la ortodoxia del BCE, heredada del Bundesbank, se veían como un factor de credibilidad, y hacían al euro muy atractivo como un depósito de valor. Pero cuando llegó la crisis financiera global y empezó el pánico y la búsqueda de valores refugio, muchos inversores internacionales empezaron a preguntar: ¿Quién es el actor que va a estabilizar la situación en la zona euro? ¿Dónde está la autoridad política legítima que va a resolver la crisis? Para este tipo de preguntas la teoría de las áreas monetarias óptimas no tenía respuesta. Por varias razones. Pero principalmente por su ortodoxia a la hora de entender los orígenes del dinero. Esta teoría establece que en un área monetaria se tiene que tener un presupuesto federal para poder lidiar con shocks asimétricos porque la movilidad de los factores de producción nunca es perfecta, pero no explica por qué eso es así ni cómo debe lograrse. Como se ha comentado arriba, en la interpretación ortodoxa del dinero no caben ni la política ni el poder.

Asimismo, la visión ortodoxa del dinero tendía a dejar de lado la esfera del crédito. Al considerar el dinero como neutral, los modelos macroeconómicos no introducían suficientemente las variables financieras. Macroeconomía y finanzas se estudiaban en silos independientes e incommunicados. Sin embargo, la crisis del euro que empezó en Grecia a finales de 2009 no se puede entender sin analizar los flujos de crédito que se produjeron en la primera década del euro. Al estallar la crisis muchos economistas identificaron correctamente la divergencia creciente entre las balanzas por cuenta corriente de los países del norte y del sur como uno de los factores que llevaron a la crisis. Esto se produjo, en parte, por las divergencias en inflación y productividad, pero la otra cara de los desequilibrios por cuenta corriente son los desequilibrios en la cuenta de capitales (Jones 2016). Si unos países importan mucho más de lo que exportan, alguien tiene que financiar esas compras. Y ese alguien fueron justamente los países acreedores del norte de la Unión.



Como se ha explicado antes, el dinero es una relación social entre acreedores y deudores, y consecuentemente conlleva siempre una relación de poder. Al mismo tiempo, dependiendo de la intensidad de la relación, ésta generará mayor fricción, pero también mayor interdependencia. Al fin y al cabo, donde hay un deudor irresponsable hay necesariamente un acreedor irresponsable. El euro ha creado este tipo de relación. Simplemente sucede que, por no analizar los canales de crédito, la teoría de las áreas monetarias óptimas no ha sabido identificarla. Por un lado, no ha entendido que ese mismo crédito estaba alimentando los desequilibrios macroeconómicos que llevaron a la crisis y, por otro, tampoco se ha dado cuenta que justamente esa interdependencia crediticia iba a ser la que haría que el centro de la Unión rescataría a la periferia, a pesar de ir en contra del espíritu (y para muchos la letra) del Tratado de Maastricht (Steinberg y Vermeiren 2016).

Así, Alemania y Francia no aceptaron rescatar a Grecia, Irlanda y Portugal, y sobre todo después a España, solo por solidaridad, sino más bien porque si no lo hacían sus bancos irían a la quiebra. Es por eso mismo que la literatura que ha estudiado el lado social del dinero considera que una moneda compartida es como una lengua común (Helleiner 1998). Sus usuarios, ya sean deudores o acreedores, viven una serie de fenómenos monetarios de manera conjunta que crean tensión y desavenencias, pero también lazos y comunidad. Todavía más si esa misma moneda es atacada desde fuera, como ha sucedido en los últimos años, sobre todo desde el mundo anglosajón, que ha anunciado el hundimiento del barco del euro desde casi el primer día (Otero-Iglesias 2017).

En definitiva, al considerar el dinero como un elemento neutral que no influye a largo plazo en el devenir de la economía real, la teoría de las áreas monetarias óptimas no prestó suficiente atención al sistema crediticio y por eso tampoco alertó de la necesidad de una unión bancaria. Ese reconocimiento solo llegó cuando muchos analistas, inversores y políticos descubrieron que el BCE era el prestamista de última instancia para los bancos comerciales, pero no para los soberanos, y cuando se hizo evidente que se estaba formando un bucle diabólico entre los cada vez más débiles bancos nacionales y los estados de la periferia de la UEM (De Grauwe, 2011). Eso es ciertamente problemático, porque como se ha indicado antes, históricamente es el soberano a través del control o la colaboración con el banco central el que estabiliza el sistema monetario y crediticio en caso de una crisis sistémica. Pronto los europeos descubrieron que la Reserva Federal y el Banco de Inglaterra estaban realizando expansión cuantitativa (QE, por sus siglas en inglés), que no es otra cosa que financiar directamente el gasto público del Gobierno, mientras que el BCE lo tenía prohibido por Maastricht. Para salvar esa barrera legal, al BCE no le quedó otro remedio que intervenir en los mercados secundarios de deuda soberana, pero justamente eso solo aumentaba el bucle. Los bancos nacionales compraban cada vez más deuda soberana y se la vendían al BCE.

Finalmente, la lógica del dinero imperó. Si hay actividad crediticia, sobre todo bancaria, transnacional tiene que haber regulación y supervisión bancaria supranacional. Esto implica que la unión monetaria necesita una unión bancaria. Y entonces la pregunta es: ¿Puede haber una unión bancaria sin una unión fiscal? Si uno entiende el dinero desde



el cartalismo, no. Así como a nivel nacional hubo que rescatar en 2008 y 2009 los bancos estadounidenses, británicos o alemanes con dinero del contribuyente porque la crisis era sistémica, lo mismo ocurrirá a nivel europeo en la próxima crisis sistémica. Por lo tanto, se necesita también una unión fiscal con un presupuesto federal. Y esta justificación se suma a aquella más aceptada por los economistas, que afirma que dadas las limitaciones que la política fiscal tiene impuestas por las reglas europeas es necesario un instrumento fiscal a nivel federal para compensar las caídas de demanda que puedan producirse por externos, especialmente aquellas vinculadas con la inversión o el desempleo, que penalizan el crecimiento a largo plazo. Todo ello implica entrar en el debate sobre la necesidad de una unión de transferencias y sobre cómo se financiaría. En principio, lo ideal sería que las transferencias intra-regionales fuesen las mínimas posibles, pero para lograrlo se hace necesaria además una unión económica que asegure cierta convergencia real entre las estructuras económicas de los países, y eso implica realizar reformas estructurales concretas, que no necesariamente tienen que limitarse a una mayor flexibilidad y liberalización en el mercado laboral y en un aumento de la edad de jubilación, sino también en una mejor educación y formación profesional y continua, una política de innovación y una mayor transparencia y meritocracia en las administraciones públicas.

En todo caso, la pregunta más importante es si se pueden construir todas estas patas de la unión monetaria (bancaria, fiscal y económica) sin una unión política. Y, de nuevo, la ontología del dinero tal como la entiende la escuela cartalista dice que no. ¿Qué legitimidad tienen los altos funcionarios del BCE como supervisor único de la unión bancaria para cerrar un banco como Société Générale? ¿Qué legitimidad tiene el presidente del Eurogrupo, para decidir sobre las políticas activas de empleo en España? ¿Qué legitimidad tiene el ministro de finanzas alemán, para decidir si se financia de los bolsillos de los contribuyentes de todos los estados miembros de la UEM el siguiente rescate para Grecia? ¿Qué legitimidad tiene la canciller Angela Merkel para decidir si Grecia se queda o se va del euro? Muy poca. La historia del dinero desde hace 5.000 años es muy terca en este sentido. Las uniones monetarias no sobreviven sin una autoridad política legítima, es decir, un soberano, que las pueda sustentar, estabilizar y defender. Por lo tanto, la unión política también es necesaria.

En definitiva, quienes desde una visión economicista y estrecha siguen postulando que la unión fiscal no es necesaria, y que un sistema de reglas fiscales creíble es suficiente para asegurar la estabilidad del euro y su viabilidad a largo plazo están equivocados. Una unión fiscal apoyada por un soberano europeo y articulada a través de ciertos mecanismos de estabilización macroeconómica en un presupuesto común con capacidad para obtener sus propios recursos (mediante la emisión de deuda o la recaudación) y de actuar en caso de crisis sistémicas es indispensable. Sin ella, el euro seguirá siendo una construcción endeble y el BCE tendrá que seguir yendo más allá de su mandato en tiempos de crisis, con la consiguiente erosión de su legitimidad a los ojos de algunos de los países del euro. El problema es que la creación de un soberano europeo exige cierto nivel de unión política, y esto sigue resultando altamente problemático tanto por la resistencia de algunos países a compartir riesgos como por el auge de los nuevos movimientos nacionalistas.



12.3. COMPLETAR LA UNIÓN FISCAL

Una vez planteada la justificación para la unión fiscal, pasamos a analizar qué forma concreta habría que darle. Algunas de las propuestas que avanzamos a continuación requieren reformas institucionales y cambios de tratado que, a día de hoy, se antojan difíciles políticamente. Sin embargo, hemos optado por hacer un planteamiento ambicioso que esboce cuál debería ser el punto de llegada. Asimismo, creemos que la declaración de Meseberg de junio de 2018, en la que Francia y Alemania plantean dar pasos adelante en algunos de los temas que vamos a presentar (en particular en un presupuesto para el euro y un seguro de desempleo común, además de la transformación del MEDE en el respaldo fiscal de la unión bancaria), permite ser moderadamente optimistas. En la misma línea, en julio de 2018 se aprobó la declaración de Madrid, en la que Francia y España planteaban una hoja de ruta todavía más ambiciosa, que demuestra que España ha comenzado a jugar un papel más activo en el ámbito europeo en este importante debate y que Francia mantiene una posición ambiciosa en la reforma del euro.¹

Ambas propuestas abogan por mutualizar y reducir riesgos al mismo tiempo, tanto en los elementos bancarios como en los fiscales. Pero para ello hay que ponerse de acuerdo en la secuencia de reformas y por ahora no hay un consenso. En líneas generales, los países acreedores del norte pretenden que se reduzcan los riesgos primero para después compartirlos, mientras que los países deudores del sur alegan que no se puede reducir riesgos si no hay cierta mutualización paralela.² Además, a la tradicional resistencia alemana por avanzar en los mecanismos de compartición de riesgos, se suma la aparición de un nuevo grupo denominado como Liga Hanseática liderada por Holanda (y que incluye también a Austria, Bélgica, Estonia, Finlandia, Irlanda, Letonia, Lituania, Luxemburgo y Malta), que se opone frontalmente a avanzar en esta dirección y, en particular, a la creación de un presupuesto de la zona euro.

Reconciliar las posiciones de acreedores y deudores será difícil pero no imposible. De hecho, desde la debacle griega en 2009 se han dado importantes pasos en la consolidación de la unión monetaria traspasándose muchas líneas rojas que se consideraban infranqueables hace tan solo una década. Se ha entendido, y así está detallado en los

¹ La declaración de Meseberg está disponible en <https://www.bundeskanzlerin.de/Content/EN/Pressemitteilungen/BPA/2018/2018-06-19-meseberg-declaration.html> y comentada por Silvia Merler en <http://bruegel.org/2018/06/the-meseberg-declaration-and-euro-zone-reform/>. La de Madrid está disponible en <http://www.lamoncloa.gob.es/presidente/actividades/Documents/2018/Declaración%20de%20Madrid%20sobre%20la%20reforma%20del%20área%20euro.pdf> y comentada por Miguel Otero-Iglesias en <http://agendapublica.elperiodico.com/el-futuro-del-euro-sanchez-y-macron-frente-a-la-liga-hanseatica/>

² En EEUU, por ejemplo, los estados pueden ir a la quiebra, pero también es verdad que hay un presupuesto federal que se encarga de cubrir los costes del subsidio de desempleo y la seguridad social, con lo cual hay mecanismos contra-cíclicos potentes que alivian la crisis del estado en quiebra.



informes de los cuatro (Van Rompuy 2012) y cinco (Juncker 2015) presidentes de la Unión, que es imprescindible lograr una mayor integración fiscal, bancaria, económica y política para tener un euro más estable. La dirección, por lo tanto, es la correcta. En cierto sentido se ha mejorado la unión monetaria al tener un BCE que no tiene miedo de comprar deuda soberana en los mercados secundarios si su objetivo de inflación así lo requiere o si la irreversibilidad del euro se encuentra en entredicho. Por lo tanto, se puede decir que se ha convertido en un prestamista de última instancia para los soberanos de manera indirecta. Asimismo, se ha creado la unión bancaria, que ya tiene operativos el mecanismo de supervisión único y el fondo de resolución, aunque le falta la tercera pata, un fondo de garantía de depósitos común. Por último, en la unión fiscal se ha creado el MEDE, con una capacidad de 500.000 millones de capacidad de préstamo, y se ha reforzado la supervisión y disciplina presupuestaria con el *two-pack*, el *six-pack*, el Pacto Fiscal y el Semestre Europeo (Hernandez de Cos 2017).

Sin embargo, hay un consenso sobre que todo esto no es suficiente (Bénassy-Quéré 2018, Almunia *et al.* 2018, Constâncio 2018), y la Comisión Europea (2017), en su último documento de reflexión sobre cómo profundizar en la UEM ha detallado las asignaturas pendientes en los distintos ámbitos. Si nos detenemos en el aspecto fiscal, se subraya que las reglas fiscales son demasiado complejas e inconvenientemente procíclicas, así como que el funcionamiento del MEDE es defectuoso, por lo que ambos deberían revisarse. Pero el debate fundamental gira en torno a la necesidad de crear un mecanismo de estabilización macroeconómica al nivel de la zona euro (que podría o no tomar la forma de un nuevo presupuesto), cómo obtendría sus fondos, en qué gastaría sus recursos y cuál sería su encaje en el complejo entramado institucional europeo para tener la suficiente legitimidad democrática.

12.4. UNA AUTORIDAD FISCAL CENTRAL LEGÍTIMA

Más allá de las dificultades políticas generadas por la falta de confianza entre los estados miembros, lo ideal sería crear una Autoridad Fiscal Central dirigida por una figura política de peso, que sería el Comisario del euro (Almunia *et al.* 2018). Su papel sería el de vigilar y hacer cumplir las reglas fiscales, así como el de fijar la posición fiscal del conjunto de la zona euro, intentando asegurar una adecuada política contracíclica para el conjunto de la UEM que se plasmara en estímulos fiscales durante las recesiones y consolidación fiscal durante los periodos de expansión.

Tener una capacidad fiscal al nivel central es imprescindible dado que el margen de maniobra de la política fiscal nacional queda muy restringido por el cumplimiento de las reglas fiscales, que tendrían que ser modificadas para ser más simples y automáticas, es decir, menos politizables. En este sentido, proponemos que el actual Consejo Europeo de Estabilidad Fiscal (FSB, por sus siglas en inglés) asuma el papel de vigilar las políticas macroeconómicas de los países del euro desde una perspectiva técnica. Sin embargo, más allá de su análisis, sería la Autoridad Fiscal Central quien debería tomar las decisiones sobre qué país puede acceder a los fondos comunes, y siempre bajo una clara estructura de incentivos: aquellos países que cumplan las reglas podrán recibir apoyo



durante las recesiones, aquellos que no las cumplan no. La legitimidad de la cabeza de la Autoridad Fiscal vendría garantizada porque la propondría el Eurogrupo, que seguiría teniendo carácter intergubernamental, pero la ratificaría un nuevo comité del Parlamento Europeo dedicado a los asuntos de la UEM.

Los fondos para llevar a cabo esta política fiscal contracíclica vendrían principalmente de dos fuentes. Por una parte, de deuda emitida de manera común y solidaria, es decir, eurobonos. Su existencia permitiría además que la UEM contase con un activo libre de riesgo que facilitaría el mecanismo de transmisión de la política monetaria. Por otra parte, de impuestos europeos en áreas en las que existan externalidades claras, por ejemplo, impuestos ambientales, tasas sobre transacciones financieras o tasas tecnológicas. Ambas fuentes de recursos nutrirían un presupuesto de la zona euro administrado por la Autoridad Fiscal Central, que además podría condicionar el uso de los fondos a la aprobación de ciertas reformas estructurales. Esto permitiría avanzar en la confianza entre los países de la euro zona y aumentar la convergencia de los modelos económicos de los distintos países, que es esencial para evitar los desequilibrios por cuenta corriente intra-zona euro, que estuvieron en el corazón de la crisis.

Por último, existe un intenso debate sobre a qué dedicar estos fondos. Creemos que, en primer lugar, se debería evitar que los niveles de inversión cayesen durante las recesiones, por lo que el presupuesto europeo debería asegurar cierto nivel de inversión pública en todos los países del euro, no sólo en infraestructuras sino en otras partidas que aumentan el crecimiento potencial como el capital humano y la inversión en I+D. En segundo lugar, abogamos por un fondo de prestaciones por desempleo común en línea con el propuesto por Dullien *et al.* (2018), al que tendrían acceso los países cuyas tasas de desempleo sufrieran subidas súbitas provenientes de *shocks* externos, siempre que hubieran aprobado reformas laborales autorizadas por la Comisión Europea. En tercer lugar, el presupuesto del euro podría emplearse en proyectos que ayudaran a fortalecer la integración y unidad europea, como la política de seguridad y defensa, la migratoria, o la de las infraestructuras críticas energéticas y digitales. La experiencia de la integración fiscal en EEUU muestra que resulta más útil definir políticas comunes necesarias y luego buscar fondos para financiarlas que crear un gran presupuesto que no se sabe para qué será empleado confiando en la solidaridad de los estados miembros (Kirkegaard y Posen, 2018). Por lo tanto, en un contexto en el que la Unión Europea necesita profundizar en su integración y tener una voz común en un escenario internacional cada vez más complejo y dominado por grandes potencias, las nuevas políticas que se diseñaran podrían estar financiadas por el nuevo presupuesto del euro.

Finalmente, habría que trasladar el MEDE, que en la actualidad sigue siendo intergubernamental, lo que implica que su actuación es lenta y compleja, al método comunitario. Su actual papel de fondo de rescate quedaría subsumido en la Autoridad Fiscal Central y su personal entraría a formar parte del FSB y de la Comisión.

Todos estos cambios ponen de manifiesto una vez más que la UEM no es un ámbito más de las políticas de la Unión Europea, sino el pilar fundamental del proyecto de integración que corta a través de amplias capas de la soberanía de los países que forman la unión monetaria. Si se pretende reforzar el semestre europeo vinculando la



realización de reformas estructurales con las ayudas de convergencia y cohesión, crear una Autoridad Fiscal Central y un activo de deuda soberana de la zona euro e integrar la representación internacional de la zona euro, por ejemplo, en el FMI en una silla única, es necesario un grado de integración de soberanía que requiere necesariamente de un proceso paralelo de legitimación y control democrático de los fondos comunes a escala europea. La Comisión lo reconoce así en su papel, pero justamente la pata de unión política es la menos desarrollada en sus documentos, lo que pone de manifiesto que avanzar en la unión política, aunque es imprescindible, es lo más difícil.

12.5 EPÍLOGO: LA UTOPIÍA DE LA UNIÓN POLÍTICA

En un reciente artículo, el economista Kenneth Rogoff (2018) decía que hacer una unión monetaria sin una unión fiscal es jugar con fuego (su cita, de difícil traducción es «Monetary union without fiscal union is an accident waiting to happen»). Nosotros añadimos que, en realidad, lo que es jugar con fuego es avanzar en la unión monetaria (y fiscal) sin cierta unión política. La teoría cartalista del dinero que hemos expuesto así lo demuestra, y la dura experiencia de la crisis del euro, en la que el desempeño de la Unión fue manifiestamente mejorable porque no contaba con los instrumentos fiscales y monetarios para hacer frente a la crisis, así lo atestigua.

El desafío es mayúsculo, pero no imposible. El dinero es lo que tiene, al enfrentar deudor contra acreedor puede desunir, pero también crear una interdependencia que aumente las posibilidades de cooperación. Nunca se sabe. Pese a las adversidades, quizás la Unión Europea reviva el espíritu del Sacro Imperio Romano y se convierta en una unión política transnacional fragmentada hacia dentro (por lo tanto, lejos de convertirse en los Estados Unidos de Europa) pero unida hacia fuera y con la capacidad de recaudar impuestos para enfrentarse a las tormentas externas. Si logra eso cumpliría con las premisas cartalistas del dinero y el barco del euro sellaría sus grietas.

BIBLIOGRAFÍA

- ALMUNIA, J., Á. ANCHUELO, J. BORRELL, G. DE LA DEHESA, R. DOMÉNECH, J. FERNÁNDEZ ALBERTOS, F. FERNÁNDEZ, D. FUENTES, G. GARCÍA ANDRÉS, A. GARCÍA-HERRERO, M. A. HIDALGO, J. M. MARTÍN CARRETERO, M. OTERO-IGLESIAS, E. ONTIVEROS, A. PALACIO, J. PIQUÉ, M. DE LA ROCHA, B. ROMANA, F. STEINBERG, R. TORRES, J. TUGORES and D. VEGARA (2018), «Quit kicking the can down the road: a Spanish view of EMU reforms.» Elcano Royal Institute. 8 May.
- BÉNASSY-QUÉRÉ, A, M BRUNNERMEIER, H ENDERLEIN, E FARHI, M FRATZSCHER, C FUEST, P-O GOURINCHAS, P MARTIN, J PISANI-FERRY, H REY, I SCHNABEL, N VÉRON, B WEDER DI MAURO, and J ZETTELMEYER (2018), «Reconciling risk sharing with market discipline: A constructive approach to euro area reform», CEPR Policy Insight No. 91.



- CONSTÂNCIO, V. (2018), «Completing the Odyssean journey of the European monetary union.» Remarks at the ECB Colloquium on «The Future of Central Banking», 16–17 May.
- DE GRAUWE, P. (2011) «The Governance of a Fragile Eurozone», CEPS Working Paper No. 346, CEPS, Bruselas, Mayo.
- DULLIEN, S. et al. (2018), *Fit for purpose: a German–Spanish proposal for a robust European Unemployment Insurance*. Friedrich Ebert Stiftung.
- DYSON, K. y K. FEATHERSTONE (1999) *The Road to Maastricht: Negotiating Economic and Monetary Union*, Oxford, Oxford University Press.
- European Commission (2017), «Further steps towards completing Europe’s Economic and Monetary Union: a ROADMAP», COM(2017) 821, 6 December.
- GOODHART, C. (1998) «The two concepts of money: implications for the analysis of optimal currency areas», *European Journal of Political Economy*, 14(3), 407–432.
- HELLEINER, E. (1998) «National Currencies and National Identities», *American Behavioral Scientist*, 41(10).
- HERNÁNDEZ DE COS, P. (2017) «Reglas e Instituciones para la gobernanza fiscal en Europa», Anuario del Euro, 237–253, ICO, Madrid 2017
- INGHAM, G. (2004) *The Nature of Money*, Cambridge, Polity.
- JONES, E. (2016) «Competitiveness and the European Financial Crisis», en J.A. CAPO-RASO y M. RHODES (eds.) *Political and Economic Dynamics of the Eurozone Crisis*, Oxford, Oxford University Press, 79–99.
- JUNCKER, J.-C. (2015) «Completing Europe’s Economic and Monetary Union», Bruselas, 22 de Junio.
- KIRSHNER, J. (2003) «Money Is Politics». *Review of International Political Economy*, 10(4), 645–660. Retrieved from <http://www.jstor.org/stable/4177480>
- KRUGMAN, P. (2012), ‘Revenge of the Optimum Currency Area’, in D. ACEMOGLU, J. PARKER and M. WOODFORD (eds), *NBER Macroeconomics Annual*, 27.
- KIRKEGAARD, J. F. y POSEN, A., coordinadores (2018): *Lessons for EU integration from US History*, Peterson Institute for International Economics.
- MARTIN, F. (2013) *Money: The Unauthorised Biography*, London, The Bodley Head.
- MUNDELL, R. (1961), «A Theory of Optimum Currency Areas», *American Economic Review*, 51 (November): 509–17.
- OTERO-IGLESIAS, M. (2015) «Stateless Euro: The Euro Crisis and the Revenge of the Chartalist Theory of Money», *Journal of Common Market Studies*, 53(2), 349–364.
- OTERO-IGLESIAS, M. (2017) «El euro como vínculo social», *Política Exterior*, Marzo–Abril.
- PICKFORD, S. et al. (2014) «How to Fix the Euro: Strengthening Economic Governance in Europe», Chatham House, Elcano and Arel Report, Chatham House, Londres, Marzo.
- ROGOFF, K. (2018), *Crash Time*, Project Syndicate, 7 de septiembre.



- STEINBERG FEDERICO y MATTIAS VERMEIREN (2015): «Towards a Germanized Eurozone? Germanys Trilemma and the EMU Regime after the Crisis». *Journal of Common Market Studies*.
- VAN ROMPUY, H. (2012) «Towards a Genuine Economic and Monetary Union», Bruselas, 5 de Diciembre.

ENTIDADES PATRONO
de la Fundación de Estudios Financieros

BANCO SANTANDER, S.A.
TELEFONICA, S.A.
BANCO SABADELL
BANKIA
CLIFFORD CHANCE
FIDELITY WORLDWIDE INVESTMENT
INDITEX
KPMG
LA CAIXA
BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES
URIA & MENENDEZ
ACS
CAJA RURAL CASTILLA LA MANCHA
EY
FUNDACIÓN MUTUA MADRILEÑA
MIRABAUD
BAKER & MCKENZIE
DELOITTE
J&A GARRIGUES, S.L.
CECA

