



# RESUMEN EJECUTIVO

## 1. INTRODUCCIÓN

Cuando hace dos años la Fundación de Estudios Financieros me encargó un libro sobre la crisis en Europa<sup>1</sup> nunca pensamos, yo desde luego no, que se iba a convertir en un encargo recurrente. Simplemente nos limitamos a identificar la naturaleza del problema y a concluir que estábamos ante una crisis de la Unión Monetaria Europea que amenazaba con convertirse en endémica si las autoridades la seguían tratando como una crisis cambiaria más, como un problema típico de exceso de endeudamiento público y privado en países con disciplina económica laxa. No debíamos estar muy desencaminados porque la crisis se contagió rápidamente y acabó precipitando un proceso de reforma institucional para superar los olvidos voluntarios o necesarios en el Tratado de Maastricht. El resultado es que la Fundación nos encargó el segundo libro<sup>2</sup>, esta vez sobre la nueva arquitectura institucional europea que entonces apenas se dejaba intuir. Y gracias a la Fundación ICO ese encargo puntual se acabó convirtiendo en un tercer libro, este Anuario del Euro en el que he contado con la intensa y eficiente colaboración del profesor Carlos Poza.

El año 2013 es sin duda el año en que la Unión Monetaria más ha cambiado desde su entrada en funcionamiento en 1999. Es el año en que definitivamente las autoridades políticas y económicas europeas han demostrado que la Unión Monetaria es una construcción política con pretensiones de permanencia y que para ello están dispuestas a cambiar todo lo que sea necesario. Es el año en que conceptos como unión bancaria, unión fiscal, unión económica e incluso unión política han dejado de ser códigos secretos utilizados en reuniones académicas para convertirse en parte del discurso oficial y de la agenda política. Con resultados espectaculares. Siempre insuficientes porque el camino por recorrer es mucho, y la impaciencia justificada si pensamos en la recesión europea, pero resultados impresionantes si echamos la vista donde estábamos hace apenas un año. Es el año en que ha desaparecido el riesgo de ruptura del euro, el llamado riesgo de redenominación; el año en que se ha detenido la fragmentación financiera de la Eurozona y se han recuperado los diferenciales de deuda; el año de la mutualización de la deuda fiscal y bancaria, vergonzosa e indirectamente pero mutualizada al fin, a través de la puesta en marcha del Mecanismo Europeo de Estabilidad, de la aprobación del

---

<sup>1</sup> «La crisis en Europa, crisis soberana o crisis del euro», Fundación de Estudios Financieros, Madrid 2012.

<sup>2</sup> «La arquitectura institucional de la refundación del euro», Fundación de Estudios Financieros, Madrid 2013.



supervisor bancario único y de la propuesta de Mecanismo Único de Resolución. Un año lleno de novedades de las que este Anuario intenta dar cuenta sistemática y críticamente. Porque este resumen ejecutivo, como los anteriores, es también una versión deliberadamente sesgada y provocadora de las opiniones de los distintos colaboradores en esta obra colectiva.

Este tercer informe, o primer Anuario como se prefiera, es diferente de los anteriores porque ya no se trata de identificar un problema al que las opiniones públicas informadas de los países europeos permanecían deliberadamente ajenas, ni tampoco de contribuir desde la realidad económica española a perfilar sus posibles soluciones, aunque algo de ambos objetivos sigue habiendo pues el proceso constituyente de la refundación del euro no ha hecho más que comenzar y como se argumenta en este libro solo puede acabar en un nuevo Tratado de la Unión Monetaria Europea. Este Anuario tiene un objetivo más inmediato y concreto, y a la vez fundamental, poner a disposición del lector español los inmensos cambios que se han producido en el año 2013 en la unión monetaria, fiscal, económica y política. Y al hacerlo señalar las limitaciones e insuficiencias de esos cambios con el doble objetivo de evitar consecuencias previsibles y huir de la complacencia que tanto daño ha hecho a Europa, y a España. Porque es cierto que el avance ha sido espectacular; hoy la Eurozona está mucho más cerca de ser un área monetaria óptima. Pero también que en la vorágine de la reforma continua, la Unión ha ido cambiando su naturaleza acercándose a un modelo multinacional en el que el Consejo se ha ido imponiendo a la Comisión, las negociaciones bilaterales al método comunitario, y Europa difuminando su atractivo y legitimidad. Recuperar al ciudadano europeo, perdido ante tanto discurso extremo, innecesariamente técnico o deliberadamente populista, parece una prioridad. Y para ello nada mejor que contar con todo rigor y detalle, los múltiples cambios que se han producido y analizar lo que significan y cómo van a influir en nosotros.

La Unión Monetaria Europea es un proceso histórico sin precedentes, en el que una serie de países democráticos, por la voluntad de sus ciudadanos expresada libremente, acuerdan renunciar a parcelas básicas de su soberanía nacional y transferirla a un nuevo espacio político en construcción. Una transferencia de soberanía que dibuja una realidad europea radicalmente distinta. Un diseño abierto pero irreversible, cuyas consecuencias solo ahora empezamos a entender plenamente. Un proceso que necesitamos conocer y entender –como consumidores, trabajadores, inversores, empresarios o simplemente ciudadanos–, para opinar e influir, pero también para anticiparnos y responder ante él, porque recordemos que toda crisis es también una oportunidad.

## **2. UN ESQUEMA BÁSICO DEL LIBRO: EL EURO SE HA SALVADO DE UNA MUERTE ANUNCIADA**

Con esta idea en mente, el libro se estructura en nueve capítulos que son nueve miradas a aspectos esenciales de la construcción europea. Los tres primeros constituyen un conjunto en sí mismos, pues describen la profunda realidad actual de la Unión Monetaria, más allá de toda retórica. Los seis siguientes estudian la superación de la realidad actual, la construcción de una nueva Unión Monetaria Europea. El análisis de la



realidad comienza con una visión panorámica del uso del euro en las tres funciones tradicionales del dinero, como medio de pago en las transacciones internacionales, como depósito de valor en la acumulación de reservas internacionales y como activo financiero sujeto a la ley de oferta y demanda, a la especulación. Pasa luego a describir el uso del euro en los mercados financieros desbrozando sistemática y exhaustivamente las distintas estadísticas internacionales al respecto. Para cerrar esta primera parte, intentamos responder a una pregunta que todos nos hemos hecho estos años, ¿se ha reducido en 2013 la fragmentación financiera del área euro?, que es lo mismo que preguntarnos si estamos más cerca del final de la crisis europea.

La segunda parte del libro comienza con un análisis de la evolución de la política monetaria de la Eurozona, un análisis que no busca dar una opinión sobre su adecuación a las circunstancias macroeconómicas de la Eurozona –ya lo hacen analistas, inversores y políticos cada vez que tienen oportunidad y un Anuario no puede aportar mucho a ese debate intrínsecamente pegado a la actualidad– sino describir cómo el Banco Central Europeo (BCE) también ha ido girando hacia posiciones cada vez menos ortodoxas, y al hacerlo ha generado nuevos problemas que requieren análisis y soluciones. Lo que nos lleva a adentrarnos en la armonización de la regulación bancaria y analizar las novedades legislativas desde la óptica de los derechos de deudores, acreedores, depositantes y accionistas de las entidades bancarias. Sigue luego un amplio capítulo sobre la unión bancaria, la principal novedad y el aspecto más significativo del año con la puesta en marcha del supervisor único, pero un capítulo que está en cierta medida sin acabar, como la propia unión bancaria, pues a la fecha del cierre de edición eran muchas las cuestiones aún pendientes referidas sobre todo a la evaluación sistemática de los bancos europeos y al mecanismo de resolución común. Analizamos a continuación la unión fiscal, un aspecto complejo y poco conocido donde la opacidad del proceso legislativo europeo y sobre todo el ruido de la intervención en algunos países ha eclipsado la reflexión sobre los cambios fundamentales en la naturaleza del control presupuestario en Europa y sobre la cesión de soberanía a las autoridades europeas con la que se ha saldado el año cinco de la crisis del euro. Finalmente estudiamos la unión económica, quizás la parte más controvertida del diseño institucional de la nueva unión europea porque existen dudas académicas sobre su conveniencia y políticas sobre su oportunidad. Pero es cierto que la crisis europea es también una crisis de flujos privados de capital y de falta de crecimiento y en ese sentido, los equilibrios fundamentales y los aspectos estructurales han merecido una creciente atención este año.

El libro termina con un capítulo doble dedicado a la unión política, donde dos autores distintos intentan responder a dos preguntas diferentes pero que en el fondo son la misma. Primera, ¿hace falta un nuevo Tratado de la Unión Monetaria?, para lo que se estudia la compleja inter-relación jurídica entre la Unión Europea y la Unión Monetaria Europea, un tema que irá cobrando protagonismo a medida que la Eurozona se vaya consolidando política y jurídicamente. Segunda, ¿cómo construir una nueva unión política, una personalidad propia que ayude a la Unión a recuperar la legitimidad política y el apoyo de los ciudadanos? Aspecto difícil donde el cumplimiento de lo pactado ha de ser la norma, donde los sacrificios y los ajustes han de complementar a las transferencias y donde crecen peligrosamente los nacionalismos. Ambos concluyen que hace falta una nueva voluntad política europea plasmada en nuevo Tratado constituyente de la Unión Monetaria Europea.



### 3. EL USO DEL EURO Y LA FRAGMENTACIÓN FINANCIERA DE LA EUROZONA

El primer capítulo, *una panorámica del euro en el mundo*, parte de un análisis de la utilización del euro en el comercio internacional pues no cabe duda que uno de los objetivos de la Unión Monetaria era precisamente la sustitución del dólar como medio de pago en el comercio y, por tanto, avanzar en la independencia relativa de Europa respecto al tipo de cambio y al dólar. La principal conclusión que se extrae es la sorprendente estabilidad del uso del euro en el comercio internacional, estabilidad que ha sobrevivido a la crisis, pero la crisis sí ha hecho que el euro haya perdido algún terreno ganado al dólar. La utilización media del euro en todos los países de la zona euro es más o menos la misma para los bienes primarios y los productos manufacturados (alrededor del 50% para las importaciones y más del 66% de las exportaciones). Sin embargo, la participación del euro es considerablemente menor en el caso del petróleo, productos derivados del petróleo y materiales relacionados: 43% en las exportaciones y el 12% en las importaciones, lo que refleja el papel dominante que continúa teniendo el dólar en ese y otros mercados cruciales de *commodities*.

El euro ha experimentado desde su creación en 1999 un crecimiento paulatino como moneda de reserva que le ha permitido llegar a ser la segunda divisa depósito de valor del mundo. En 1999 el volumen de reservas internacionales en euros alcanzaba los 247.000 millones de dólares y en 2012 1,4 billones de dólares, ambos a tipo de cambio corriente. En términos porcentuales, esto supone que en 1999 el 17,9% de las reservas mundiales estaban en euros y en 2012 el 24,3%. Estos mismos porcentajes a tipo de cambio constante, serían del 22% en 1999 y 24,6% en 2012. Sin embargo, esta tendencia creciente como moneda de reserva se ha visto también truncada a partir de 2009 como consecuencia de los efectos de la crisis soberana europea en la credibilidad del euro.

Del mismo modo que se ha producido un incremento del volumen de reservas en euros a nivel mundial, se ha producido un mayor uso del euro como ancla nominal de los tipos de cambio en distintos países. En 1999, 37 países en el mundo ligaban el valor de su moneda a la divisa europea de manera explícita o implícita, mientras que son ya 46 en 2013. Actualmente existen 5 países euroizados, 2 economías con régimen de convertibilidad con el euro, 17 economías que utilizan el tipo de cambio fijo con el euro como moneda ancla, 5 países que determinan su tipo de cambio con bandas de fluctuación cuya moneda de referencia es el euro, 9 economías que incluían al euro en la cesta de monedas ancla, 1 país que tiene establecido un acuerdo de tipo de cambio especial con el euro con un límite de apreciación y 7 países con tipo de cambio formalmente flotante que afirman intervenir en función del tipo de cambio del euro.

Los depósitos denominados en euros fuera de la eurozona han crecido a tipo de cambio corriente desde la constitución del euro, desde los 77 mil millones de dólares en el año 2000 hasta los 379 mil millones de dólares en 2012. Es obvio que en esta evolución ha influido la apreciación del euro, pero no solo. La crisis de la deuda soberana europea han neutralizado un cierto crecimiento de los depósitos internacionales en euros que se venía observando con anterioridad a 2007. Análogamente, los préstamos concedidos en euros con respecto al total de préstamos en divisas a prestatarios no pertenecientes a la



eurozona han crecido levemente entre 1999 y 2011 (15,2% y 16,2%), con una tendencia clara y fuertemente creciente en el periodo pre-crisis y otra ligeramente decreciente durante la crisis. El máximo histórico del euro llegó en 2004 con un casi 30% de los préstamos en moneda extranjera. Pero el dólar vuelve a mostrarse dominante como divisa vehículo en créditos en moneda extranjera.

Los datos que se presentan en este capítulo, y que acabamos de resumir, dejan un sabor agrídulce, pues no se cumple la gran ambición europea de que su moneda fuera sustituyendo progresivamente al dólar. Pero hay sin duda motivo de satisfacción en cuanto que los excepcionales acontecimientos económicos, sociales e institucionales de estos últimos años, y que no han sido especialmente favorables a un uso creciente del euro, no han afectado a su proceso de consolidación como divisa internacional en todas sus manifestaciones.

La gran emergencia internacional del euro se produjo con su puesta en circulación hace ya catorce años. Fue en los años inmediatamente siguientes cuando los principales actores del comercio de mercancías y divisas reconfiguraron sus carteras y estrategias para hacer frente a esa nueva realidad. Desde entonces el euro se ha convertido en normal, en habitual, en necesario pero también en nada excepcional. Su futuro está asegurado como divisa alternativa, no depende de factores económicos, de la gestión de la política monetaria o cambiaria, pero su triunfo como divisa dominante ni siquiera del devenir de la banca europea, sino que es cuestión geoestratégica y geopolítica. Y no cabe esperar que el siglo XXI sea precisamente europeo.

La aceptación generalizada del euro es un activo muy importante de Europa. Un activo que no se puede perder sin costes dramáticos para todos los agentes afectados. Conviene también recordarlo cuando desde algunos sectores se cuestionan las bondades del euro. Su desaparición implicaría la necesidad de redenominar millones y millones de transacciones internacionales, de contratos de activo y pasivo, de títulos financieros. Un escenario de pesadilla que nadie quisiera contemplar y que parece prácticamente imposible a finales de 2013. Pero no lo era al comienzo el año.

Pedro Antonio Merino y Mauricio A. Ortega Hinojosa estudian en el capítulo 2 la evolución de los volúmenes de negociación en euros en los distintos mercados financieros y concluyen afirmando que se han alcanzado muchos de los objetivos planteados en el momento de adoptar la moneda única. Sin duda alguna ahora la Eurozona es mucho más que la suma de sus partes y los beneficios logrados en cuanto a disponibilidad de la financiación y su coste respaldan esta afirmación.

Analizando los distintos mercados financieros se observa que en los mercados monetarios la actividad interbancaria, que había aumentado de 2 billones de dólares en el 2000 a 9 billones en 2008, máximo alcanzado previo a la crisis, se contrajo luego en 3 billones. No puede, sin embargo, hablarse propiamente de un *credit crunch*, de una restricción crediticia global de la Eurozona, porque la expansión del balance del BCE en € 1,7 billones y el aumento de los repos en € 1,5 billones han compensado la caída de la financiación interbancaria. En lo que se refiere al papel comercial, la moneda única trajo consigo un fuerte crecimiento de las emisiones y ya en 2003 la financiación de las empresas a corto plazo en euros superó el saldo de emisiones en dólares, alcanzando su máximo también en 2008, equivalente a US \$ 600.000 millones. A partir de entonces este saldo



vivo de emisiones ha caído un 50%. La deuda pública de corto plazo en la Eurozona –que había tenido históricamente un crecimiento más modesto– se duplicó de € 400.000 a € 800.000 millones entre 2008-2011, pues en los peores momentos de la crisis los distintos gobiernos europeos o bien no podían captar a plazos más largos o no estaban dispuestos a pagar el sobre precio que se les exigía. La tendencia ha sido común a todos los mercados de corto plazo, un fuerte crecimiento en los años previos a la crisis, seguido de una drástica restricción financiera que solo parcialmente se va normalizando con la actitud decidida y beligerante del BCE y los programas de estabilización puestos en marcha a nivel nacional con financiación europea.

Los mercados de deuda, pública y privada, en la Eurozona suman 22 billones de dólares de deuda viva a largo plazo y se aproximan en tamaño a los cerca de 35 billones de dólares del mercado en EE.UU. La crisis financiera puso fin a un largo periodo de liquidez abundante. El apetito por deuda internacional denominada en euros, en su medida amplia, cayó un 14% de 2009 a 2011. Como corresponde a la importancia de la financiación bancaria al sector corporativo, la particularidad del mercado de deuda en la zona euro es el peso de las emisiones bancarias, que suponen el 90% del total, en comparación con el de EE.UU., donde un tercio de las emisiones son de empresas no financieras que acuden directamente a los mercados. Peculiaridad que aumenta en Europa, y notablemente en España, el grado de dependencia entre el ciclo económico y el ciclo del crédito bancario. El proyecto de unión monetaria buscaba, y en cierta medida ha conseguido, desarrollar el incipiente mercado de deuda privada de corporaciones no financieras en Europa, un mercado que actualmente crece a tasas en torno al 10% interanual. Un mercado que todo gobierno dice fomentar y que será muy importante para evitar que el necesario despalancamiento bancario afecte drásticamente al sector privado corporativo y castigue desproporcionadamente el empleo.

En los mercados de tipo de cambio el cruce más importante es el Euro-dólar, el precio más importante de la economía mundial. La moneda más negociada es el dólar con un 87% de participación; la segunda moneda más negociada, es el euro que históricamente tenía una proporción del mercado de 38%, y que ha cedido cuota en los últimos años al caer al 33% como efecto de la crisis del euro y como consecuencia del auge de algunas monedas emergentes que han ganado importancia a medida que su crecimiento se prolongaba en el tiempo, y mejoraban su estabilidad macro.

Los contratos sobre tipos de interés negociados en mercados no organizados en euros han superado la negociación en dólares americanos, lo que se explica por la mayor importancia del sector bancario europeo cuya gestión de riesgo de mercado es intensiva en la utilización de dicho instrumento. Los contratos sobre tipos de interés en euros pasaron de una media diaria de US\$830.000 millones en 2010 a US\$1,15 billones en 2013. En 2001, primer año de referencia, el volumen negociado fue sólo de US\$ 0,2 billones.

La capitalización bursátil de las acciones que cotizan en dólares supera los US\$20 billones y representa prácticamente el doble de la capitalización en euros. Sin embargo, en tasas de crecimiento las acciones denominadas en la moneda europea han aumentado más de un 100% mientras que aquellas en dólares solo han crecido un 40%. Pero no cabe hacerse ilusiones, no solo la crisis explica este atraso relativo, también juegan un



papel importante factores estructurales y técnicos como dinamismo, eficiencia, innovación, segmentación y falta de liquidez.

En definitiva, y cumpliendo uno de los objetivos fundacionales de la Unión Monetaria, el euro tiene un gran protagonismo en los mercados financieros internacionales. Pero la magnitud de la contracción financiera en los cinco años de crisis, entre un 30% y un 50% según los distintos mercados, ha cuestionado esa importancia y ralentizado su consolidación. Porque la fragmentación de la Eurozona ha supuesto una contracción que no ha tenido parangón en ninguna otra zona monetaria, ni siquiera en Estados Unidos, epicentro de los problemas bancarios. Una contracción que refleja la imperiosa necesidad de completar el edificio institucional del euro. Ciertamente los inversores se han recuperado del pánico, pero están condicionando su confianza y credibilidad a que la Eurozona ponga en marcha los cambios estructurales necesarios para dar estabilidad y permanencia al euro.

José Ramón Díez dedica el capítulo 3 precisamente a analizar distintos indicadores de fragmentación financiera. Un proceso de renacionalización del ahorro que se agudizó desde mediados de 2011 hasta el verano de 2012, cuando los mercados descontaron con una elevada probabilidad la ruptura del euro. Desde entonces, las dudas sobre el futuro de la Unión se han ido disipando, aunque el ahorro sigue sin moverse dentro de la UEM exclusivamente con criterios de búsqueda de la mayor rentabilidad, con la consiguiente pérdida de crecimiento potencial y perjuicio para los países tradicionalmente «importadores» de ahorro externo, un perjuicio solo parcialmente compensado por la decisiva actuación del BCE como redistribuidor de la liquidez dentro de la zona euro<sup>3</sup>.

En toda unión monetaria digna de tal nombre, el riesgo sectorial o el propio de la compañía son los únicos que deberían determinar las condiciones de financiación de los agentes económicos y no el riesgo país. Un mercado financiero integrado supone que: (i) todos los participantes están sujetos a una regulación común, (ii) se cumple la ley del precio único, es decir, el tipo de interés de productos homogéneos (en vencimiento, riesgo, etc.) debe ser idéntico, (iii) se produce una elevada negociación *cross-border*, y (iv) no se detecta un sesgo doméstico en las carteras de los inversores, sobre todo institucionales porque los inversores minoristas tienen barreras de información. Estas cuatro leyes económicas están muy lejos de ser una realidad en la Eurozona. Es más, esta primera crisis de la UEM se ha llevado por delante una parte importante del mercado financiero único que tan laboriosamente venía construyéndose desde los inicios de la negociación del Tratado de Maastricht. Los europeos hemos tardado en sacar las lecciones oportunas, por eso la crisis está siendo innecesariamente larga y dolorosa, pero 2013 ha sido el año del reconocimiento de la realidad. Con ese reconocimiento, y con la puesta en marcha de la unión bancaria, se ha conseguido detener parcialmente la fragmentación y disminuir los diferenciales y la preferencia doméstica.

---

<sup>3</sup> Una función inevitable y necesaria de todo banco central preocupado por la estabilidad de su área de control monetario pero que, sin embargo, le ha generado críticas despiadadas de algunos economistas alemanes más preocupados de salvar el ahorro alemán que de salvar al euro. Como si ambos objetivos fueran separables y como si Mario Draghi hubiera cometido una herejía al sostener la obiedad de que tan importante como la inflación en la Eurozona era la propia supervivencia de la unión monetaria.



En concreto, en los mercados monetarios, se ha producido una mejora notable desde julio de 2012. El punto más débil es que no han regresado los volúmenes de actividad existentes antes de la crisis financiera y los plazos a los que se presta siguen siendo mucho más reducidos. Además, gran parte de la operativa que antes se desarrollaba en mercados privados ahora se efectúa con el BCE, lo que ha provocado una «centralización» y «politización» de la intermediación financiera. No será hasta que el BCE empiece a jugar un menor papel como suministrador de liquidez a las entidades financieras cuando se pueda testar si realmente se está normalizando la situación. Ya en 2013 han empezado a reducirse los saldos deudores en Target2 de los países sometidos a tensiones en la UEM<sup>4</sup>, hecho que refleja la disminución de sus desequilibrios de balanza de pagos y el gradual desapalancamiento de sus sistemas financieros. La normalización completa de estos saldos y el retorno operativo del mercado interbancario europeo es el principal reto de política monetaria al que se enfrentará el BCE en 2014. Un reto complicado por la persistente debilidad de las economías europeas y la fragilidad de sus entidades bancarias. Pero un reto que se hace más factible al asumir el BCE también la supervisión de las entidades financieras.

En cuanto al mercado de bonos soberanos de la UEM, la recuperación de los niveles de integración financiera queda reflejada en los descensos de las primas de riesgo entre países y de las primas de los CDS. Un descenso que ha sido muy notable en el caso español, donde hemos acabado el año en niveles cercanos a los 200 p.b., que parecen configurar un nuevo equilibrio, un nuevo *steady state*, al menos hasta que se corrijan sustancialmente los desequilibrios fiscales y ganen credibilidad los mecanismos de disciplina fiscal aprobados por la Unión Europea como consecuencia también de su reforma institucional.

En los mercados de financiación minoristas se han producido avances moderados en los últimos meses, aunque todavía las empresas españolas (especialmente pymes) pagan un diferencial elevado en sus préstamos frente a las de países del centro de Europa. El problema en este caso es separar qué parte del diferencial vendría explicado por la fragmentación financiera (riesgo soberano y riesgo de solvencia del sector financiero) y que por lo tanto debería continuar corrigiéndose con la puesta en marcha de la unión bancaria y fiscal, y qué parte se debe sin embargo a la situación del ciclo económico nacional y al propio riesgo de las empresas ante sus peores perspectivas de ventas y beneficios.

En definitiva, de la lectura de estos tres primeros capítulos se obtiene una inequívoca conclusión común: la integración de los mercados en la UEM no está funcionando como sería deseable en un área monetaria óptima pero, al menos, en los últimos meses se empieza a constatar una moderación de la fractura producida como consecuencia de los errores cometidos en la respuesta política a la crisis. Una respuesta incierta y cambiante que generó desconfianza sobre la viabilidad de la Unión Monetaria y subrayó los problemas de información asimétrica en la zona euro. Desde julio de 2012, el BCE ha conseguido reducir la inestabilidad financiera en toda la región y reabrir poco a poco los mercados de financiación mayorista, desatascando parcialmente algunas de las cañerías

---

<sup>4</sup> También es importante resaltar la menor dispersión entre los tipos de interés negociados (medida por su desviación estándar), gracias a la disminución de las primas de riesgo exigidas a las contrapartidas de los países periféricos de la UEM.





que estaban obstaculizando la transmisión de la política monetaria en la zona euro. Probablemente hemos dejado atrás los mayores niveles de fragmentación financiera, pero aún queda un largo camino para hablar de normalización, para alcanzar una situación en la que no exista discriminación entre agentes económicos dentro de la zona euro en su acceso al capital debido a su localización geográfica. Un camino que depende crucialmente del acierto en la reforma institucional de la Unión Monetaria; reforma que es el núcleo central de este libro y al que dedicamos toda la segunda parte.

#### 4. LA REFORMA INSTITUCIONAL DE LA UNIÓN MONETARIA EUROPEA

Comienza esta segunda parte con un capítulo dedicado a la política monetaria común que analiza el camino a la heterodoxia emprendido por todos los bancos centrales de los países desarrollados para evitar que la recesión se convirtiese en una nueva gran depresión. Camino que también ha emprendido definitivamente el BCE, no hay más que ver la evolución de su balance y el volumen y calidad de sus activos, pero con las limitaciones propias de su tradición y sus características institucionales. De su tradición, porque cualquier banco central europeo será siempre más anti-inflacionista que sus homólogos americanos o asiáticos, más sujeto a reglas y menos intervencionista. Y de su institucionalidad, porque el BCE sigue expuesto a la necesidad de legitimarse, necesidad que junto a su compleja estructura de gobierno condiciona sus decisiones y limita su creatividad y activismo.

La crisis ha desafiado el modelo tradicional de política monetaria hasta el punto que condiciones extremadamente adversas indujeron a los principales bancos centrales a responder de manera completamente heterodoxa, primero, para restablecer el funcionamiento de los mercados financieros e intermediación, y segundo, extremando la acomodación monetaria hasta alcanzar tipos de interés cero o incluso negativos. Había que evitar la gran depresión saltándose el manual tradicional de intervención monetaria. Así, todos los bancos centrales modificaron drásticamente su función de prestamista de última instancia a tipos penalizadores a bancos en dificultades transitorias y se convirtieron en creadores de aquellos mercados que habían colapsado ante la súbita desaparición de la liquidez. Así, se respondió al escenario de riesgo de colapso del sistema financiero con inyecciones masivas y muy agresivas de liquidez, ampliando el número y características de los receptores directos de liquidez, el de mercados financieros en los que se intervenía, los plazos a los que se prestaba, la calidad de los colaterales exigidos, etc.

El BCE, pese a la creencia generalizada en su ortodoxia, también ha adoptado agresivas políticas no convencionales. Primero, mediante la compra esterilizada de activos, bien sean bonos garantizados, *covered bonds*, en mayo 2009 y octubre 2011, o luego bonos soberanos, deuda pública de los países en dificultades en 2010 con el inicial *Securities Markets Program* (SMP) para el rescate de Grecia y sustituido en septiembre 2012 por las *Outright Monetary Transactions* (OMT) que implican además un programa de asistencia financiera y que, pese a no haber sido utilizadas, han producido una mejora significativa en todos los indicadores de stress: diferencial de los tipos de la deuda soberana a 10 años, de los CDS bancarios y de los diferenciales de los bonos corporativos. Segundo, con la utilización agresiva de las facilidades permanentes con criterios de política mone-



taria (i) reduciendo a mínimos el tipo marginal de crédito de 1,5% a 0,75% en 2013, o (ii) llevando el tipo de depósitos al 0% y considerando la posibilidad de aplicar tipos negativos para desincentivar/penalizar la colocación de saldos excedentarios en el BCE. Tercero, instrumentando inyecciones extraordinarias de liquidez a largo plazo (LTRO), mediante el procedimiento de lote completo a tipo fijo (FREFA, *Fixed Rate Full Allotment*) a 1 año, conocido como «barra libre» de liquidez, o las operaciones también de cuantía ilimitada a 3 años a tipo fijo y las operaciones de financiación en moneda extranjera. Cuarto, extremando la interpretación de una política descentralizada y aceptando un mecanismo extraordinario de provisión de liquidez (ELA) de los bancos centrales nacionales para entidades de crédito consideradas solventes o nacionalmente sistémicas que no dispongan de colaterales válidos suficientes. Y finalmente mediante una sustancial flexibilización de su política de colaterales, rebajando los niveles de calidad más allá de lo obligado por las rebajas de las agencias de calificación y llevando al BCE a asumir un cierto riesgo de crédito.

Además, el BCE bajó los tipos de intervención nuevamente en noviembre de 2013 sin una explicación convincente. Probablemente porque no hay uno sino múltiples factores concomitantes: unas expectativas de inflación tan bajas en la Eurozona que obligan a países necesitados de una devaluación interna a acercarse peligrosamente a la deflación; una recuperación económica desigual, incierta, concentrada en pocos países e insuficiente para animar el empleo; un tipo de cambio del euro que se ha apreciado significativamente complicando la reducción de los desequilibrios ahorro inversión; una cierta voluntad del BCE por colocarse por delante de la curva del mercado e indicar una actitud más *americana* del nuevo presidente; y, por último, una preocupación sostenida por la fragmentación financiera que aunque amortiguada sigue en niveles preocupantes.

Aún así el BCE ha sido duramente criticado. Por unos, porque ha abandonado la ortodoxia y amenaza con adentrarse en el terreno prohibido de la financiación a los gobiernos. No debe subestimarse como novedad que algunas de las decisiones más trascendentales de su Consejo de Gobierno se hayan adoptado con el voto en contra del gobernador alemán. Para otros, porque sigue obsesionado con la inflación e ignora que su objetivo del entorno del 2% condena a muchos países a una espiral deflacionista que complica la devaluación interna y la consolidación fiscal. En la nueva etapa que se abre de consolidación de la unión bancaria, el BCE habrá de extremar la prudencia y la imaginación para hacer compatible este objetivo fundamental con la normalización de la política monetaria y la estabilidad financiera. No son tiempos fáciles para los bancos centrales y menos para una institución como el BCE siempre necesitada de legitimación política y celosa de su independencia en un contexto institucional cambiante.

En el capítulo siguiente, Pilar Lluesma Rodrigo y Ana García Rodríguez pasan revista a la armonización de la regulación bancaria desde la doble perspectiva europea e internacional, que no son siempre compatibles aunque se hayan hecho grandes esfuerzos de coordinación. La crisis financiera ha supuesto uno de los mayores retos jurídico-económicos a los que se han tenido que enfrentar los diferentes Estados en los últimos años. Los miembros del G-20 incluyeron en sus sesiones de trabajo la gestión internacional de las crisis bancarias y encargaron al Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (CSBB) una serie de recomendaciones que desembocaron en diciembre de 2010 en la



propuesta conocida como Basilea III. Supone como es bien sabido, requerimientos de capital más exigentes e introduce un nuevo marco global de liquidez que se aplicarían de manera gradual hasta el 1 de enero de 2019. Pero los mercados están adelantando sus exigencias de aplicación plena, especialmente en lo que se refiere a las entidades bancarias de países en crisis, mientras que los reguladores nacionales siguen precisando la definiciones concretas de los criterios generales y buscan la manera de aplazar algunos aspectos especialmente conflictivos, en particular los que se refieren a los coeficientes de cobertura de liquidez y de financiación estable neta.

La principal novedad en materia de regulación bancaria a nivel comunitario, es decir, la aprobación de la Directiva 2013/36/UE del Parlamento Europeo y del Consejo de 26 de junio de 2013, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a la supervisión prudencial de las entidades de crédito y las empresas de inversión (DRC), y del Reglamento (UE) 575/2013, del PE y del Consejo de 26 de junio de 2013 sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de servicios de inversión (RRC), es el resultado de la aplicación de Basilea III a la normativa de la Unión Europea. Es de destacar el hecho de que se haya utilizado la vía reglamentaria y no la de la directiva para definir los conceptos básicos de solvencia de las entidades de crédito, capital y riesgos, lo que garantiza una armonización plena a nivel comunitario.

Tanto el Reglamento como la Directiva recogen en su práctica literalidad los criterios de Basilea III, si bien la DRC introduce dos nuevos colchones de capital –para otras entidades de importancia sistémica y contra riesgos sistémicos– cuya fijación compete a los Estados miembros, previa comunicación a la Comisión, a la JERS y a la EBA. Los Estados miembros no podrán exigir mayores requisitos de los señalados, si bien mantienen cierta flexibilidad para ampliarlos en caso de riesgo macroprudencial o sistémico y en caso de exposiciones garantizadas con hipotecas sobre bienes inmuebles. A su vez, la Comisión Europea puede también imponer requisitos prudenciales más estrictos. Este margen discrecional, de los Estados miembros y de la Comisión, ha sido un punto muy controvertido, por la dificultad de compatibilizar la facultad de los Estados para evitar crisis idiosincráticas con la necesidad de evitar el arbitraje regulatorio y asegurar una competencia leal, un «*level playing field*» sin proteccionismos nacionales. No es seguro que se haya conseguido.

Un aspecto en el que la normativa comunitaria precisa y desarrolla las recomendaciones de Basilea se refiere a la política de remuneraciones de las entidades de crédito. La norma europea tiene como eje central la idea razonable de que la remuneración debe ser acorde con la propensión al riesgo y a los valores e intereses a largo plazo de la entidad de crédito. Adicionalmente, la Directiva contiene novedades significativas: (i) una clara distinción entre los criterios para el establecimiento de la remuneración de base fija y la remuneración variable. La primera debe reflejar principalmente la experiencia profesional y la responsabilidad en la organización, mientras que la segunda, un rendimiento sostenible y adaptado al riesgo, así como un rendimiento superior al requerido para cumplir con las funciones que le corresponden al empleado; (ii) una prohibición de la remuneración variable garantizada; (iii) el componente variable no podrá ser superior al 100% del componente fijo, o del 200% si es autorizado expresamente por los accionistas; (iv) el 100% de la remuneración variable total estará sometida a cláusulas «malus»



de reducción de la remuneración o de recuperación de las remuneraciones ya satisfechas. El RRC regula además la información que las entidades de crédito deben divulgar sobre sus políticas y prácticas de remuneración en aras a una mayor transparencia y prevé que los Estados puedan exigir la publicación de la remuneración total de cada miembro del órgano de dirección o de la alta dirección.

La remuneración de los banqueros ha sido objeto de controversia académica y escándalo social. En algunas ocasiones da la impresión que los políticos y legisladores europeos han sido más sensibles al segundo. El debate académico ha girado más sobre la necesidad y dificultades de encontrar una estructura de incentivos adecuada que, sin penalizar la necesaria asunción de riesgos, no promueva comportamientos excesivamente cortoplacistas, y sobre las formas de regular el conflicto de interés entre propietarios y gestores, o incluso entre propietarios y demás grupos de interés, *stakeholders*, particularmente en el contexto de unas legislaciones fiscales que promueven el endeudamiento como forma de crear valor para los accionistas. El escándalo social ha estado ligado a la cuantía absoluta de la compensación global de los banqueros que se ha llegado a calificar de inmoral. La investigación académica relaciona la estabilidad financiera, el bien público a proteger, y las crisis bancarias, con la estructura de incentivos y no con los sueldos percibidos.

Por último, este capítulo se ocupa de la relación entre la Autoridad Bancaria Europea (EBA) y el Banco Central Europeo (BCE). Relación que constituye un aspecto especialmente delicado y complejo de la regulación bancaria en Europa, sobre todo después que el BCE se ha convertido en supervisor bancario. Delicado porque es un área de conflicto potencial entre los miembros de la Eurozona y los países *out*, en especial para el Reino Unido por su sensibilidad al sistema financiero. Y complejo porque es una manifestación de las dificultades legales y prácticas de construir la unión bancaria en el seno de una Unión Europea a dos velocidades financieras pero que no renuncia a construir en paralelo un mercado financiero único. En concreto y con el fin de permitir una adecuada convivencia entre el BCE y la EBA se aprobó la modificación del Reglamento (EU) No 1093/2010, de creación de la EBA. La principal novedad es el sometimiento del BCE a la EBA en materias de regulación bancaria. A pesar de todo lo que se ha articulado para evitar conflictos de interés y garantizar que cada institución desempeñe el cargo y las funciones que le han sido encomendadas, solo la práctica permitirá observar si se ha acertado.

Cuando los economistas empezamos a hablar de unión bancaria allá por el año 2009, el mundo político ignoró completamente el debate y lo consideró una ocurrencia más de pensadores académicos alejados de la realidad. Pero la realidad es tozuda y se acaba imponiendo, porque la historia era concluyente. Nunca ha habido una unión monetaria sostenible sin un prestamista de última instancia para todo el territorio de la Unión, un territorio sujeto a procedimientos de regulación, supervisión y liquidación común de las entidades financieras. Una moneda común exige no solo una política monetaria única, sino también una política financiera y bancaria común. A este tema que ha sido central durante el año 2013 se dedica el capítulo 6 del libro.

La política monetaria común conlleva por su propia naturaleza, y el Tratado de Maastricht así lo recoge, la mutualización de las pérdidas que pueda registrar el banco



central como consecuencia de esa política única. Pero de una manera insuficiente, porque el Tratado ignora deliberadamente que una política monetaria común exige para ser sostenible una política bancaria común y con ello necesariamente la mutualización de la deuda bancaria. Porque si el gobierno no puede imprimir dinero, tendrá que suspender pagos y al hacerlo, o simplemente al temer unos inversores históricos que pueda hacerlo<sup>5</sup>, se alimenta la espiral deuda bancaria deuda soberana que asoló Europa cual tormenta perfecta.

Tuvo que venir una crisis externa que disparó la aversión al riesgo de los inversores y que puso de manifiesto la insostenibilidad de los niveles de endeudamiento de algunos países de la Eurozona, para que Europa afrontara finalmente el problema constitucional de la unión monetaria. Pero afortunadamente Europa reaccionó, y a partir de mediados de 2012 y sobre todo tras el Documento de los cuatro presidentes<sup>6</sup>, los avances han sido espectaculares. Hoy la unión bancaria es ya doctrina oficial de la Unión Europea. Una unión bancaria que supone irreversiblemente tres cosas: un supervisor común para todos los bancos europeos, un mecanismo común de intervención y, en su caso, liquidación bancaria y un sistema de garantía de depósitos común para todos los bancos de la Eurozona. En 2013 Europa ha acordado por abrumadora mayoría crear una unión bancaria a plazo fijo. Ya solo queda discutir el reparto de los costes durante el período de transición, lo que evidentemente no es un tema menor pero tampoco cuestión de supervivencia.

El mecanismo único de supervisión (SSM) es el primer paso hacia una unión bancaria y transfiere a nivel europeo las funciones supervisoras que tradicionalmente venían desarrollando las autoridades nacionales de supervisión. En síntesis, el BCE será el responsable de supervisar todos los bancos de la Eurozona y se aplicará el mismo reglamento a todos ellos. Aunque los bancos pequeños seguirán siendo competencia directa de los Bancos Centrales Nacionales (BCNs), salvo que el BCE decida explícitamente lo contrario. Asimismo, los países no miembros de la Eurozona podrán incorporarse de manera voluntaria al SSM.

El miedo a crear una autoridad monetaria excesivamente poderosa contagió el debate sobre el supervisor único europeo, pues provocó resistencias justificadas a una excesiva concentración de funciones en el BCE. Resistencia a la que se unieron las críticas a su falta de democracia y «*accountability*». Ambos temas son legítimos y no están resueltos en la literatura académica<sup>7</sup>, pero lo cierto es que la Unión Europea al final adoptó pragmáticamente la única decisión posible, encargar la supervisión al BCE. Porque crear una nueva institución europea hubiera exigido un nuevo Tratado y porque el BCE es la única institución existente con capacidad técnica y profesional para asumir esta función y desarrollar el *expertise* necesario para cumplirla con posibilidades de éxito. Y el conflicto de interés latente entre política monetaria y de supervisión se resolvió modificando la

---

<sup>5</sup> Ver C. Reinhart y K. Rogoff, *Financial and Sovereign Debt Crises: Some Lessons Learned and Those Forgotten*, IMF Working Paper 13/266, Fondo Monetario Internacional, Diciembre 2013.

<sup>6</sup> Von Rompuy, Herman (2012), *Towards a Genuine Economic and Monetary Union*.

<sup>7</sup> Ver el excelente trabajo sobre cómo ha cambiado la doctrina y práctica de los bancos centrales con la crisis financiera en IMF (2010)a.



estructura interna del BCE y creando un nuevo Consejo de Supervisión dependiendo del Consejo de Gobierno.

Así pues, el reglamento europeo atribuye al BCE funciones plenas en relación a la supervisión bancaria microprudencial. Funciones que ejercerá de manera directa y exclusiva en lo que supone una transferencia completa al BCE de la facultad soberana de supervisión de las autoridades nacionales. No hay doble supervisión, no hay dos «*rule books*» diferentes para los bancos europeos dependiendo de su tamaño y de su supervisor directo, sino simplemente una delegación de funciones supervisoras para las entidades no significativas; una descentralización operativa donde las autoridades nacionales se convierten de facto en delegaciones funcionales del BCE a efectos de supervisión. Una descentralización inevitable dado el número de entidades bancarias en Europa, su desigual distribución nacional y la dispersión geográfica y lingüística. Es interesante subrayar que la transferencia de soberanía al BCE de las funciones de supervisión lleva también aparejada una transferencia importante de recursos económicos y humanos. Dada la diferente estructura bancaria de los distintos Estados miembros, y dado el número de bancos que seguirán bajo supervisión nacional, el impacto en las cuentas de los BCNs será muy desigual. Baste pensar que España transfiere la supervisión de 16 de las 314 entidades de crédito, mientras que Alemania por ejemplo sólo 24 de un total de 1.869 entidades.

No hay la misma transferencia de competencias macroprudenciales. Como no podía ser de otra manera, en la medida en que la supervisión macro tiene muchos componentes de política económica. Permanece como competencia directa de los BCNs la calibración de los colchones de capital de conservación y anticíclicos establecidos en Basilea III. Además, los BCNs tomarán las medidas que consideren oportunas para subsanar riesgos sistémicos o macroprudenciales. Pero el BCE se reserva el derecho a definir requisitos más elevados que los aplicados por las autoridades nacionales de los Estados miembros, así como a aplicar medidas más rigurosas para subsanar riesgos sistémicos o macroprudenciales de manera idiosincrática en cada país miembro en coordinación con su BCN.

El acuerdo de creación del SSM establece que el BCE llevará a cabo una evaluación completa y sistemática de los balances bancarios previa a hacerse cargo de su supervisión. Una auditoría que supone en realidad tres procesos diferenciados y complementarios: una revisión de la calidad de los activos bancarios (*Asset Quality Review*, AQR), una evaluación de los balances bancarios (*Balance Sheet Assessment*) y por último un análisis de resistencia de esos balances bancarios, los llamados stress test. El BCE publicó en noviembre algunos detalles de la metodología a seguir, pero los parámetros técnicos concretos de esta auditoría no son todavía conocidos a la hora de cerrar esta edición, lo que está generando tensiones innecesarias porque es evidente que está habiendo todo tipo de presiones de los distintos gobiernos y autoridades bancarias nacionales para mejorar la foto de sus bancos, y parece que la EBA está otra vez coqueteando con la absurda idea de imponer descuentos a las tenencias de deuda soberana. Pero al final las reglas de este ejercicio no se podrán despegar demasiado de las convenciones internacionales y las recomendaciones del Foro de Estabilidad Financiera. Pensamos que finalmente la auditoría del BCE constituirá el auténtico shock positivo que Europa necesita para dejar atrás su crisis bancaria.



Sobre todo si funciona el acuerdo de cómo cubrir las posibles necesidades de capital que pudieran detectarse, el *fiscal backstop*. Éste ha sido uno de los puntos más discutidos durante 2013 porque enfrentaba dos lógicas impecables pero contradictorias: la de aquellos países con sistemas bancarios saneados, o con suficiente ahorro doméstico como para sanear cualquier problema interno que pudiera plantearse, que se negaban a hacerse cargo de los problemas bancarios de otros; y la de los países inmersos en crisis bancarias, o con débiles posiciones fiscales que resultarían insuficientes para sanear sus sistemas bancarios, que alegaban que sus crisis eran tanto el resultado de los problemas institucionales en el diseño original de la Unión Monetaria como de sus propios errores domésticos.

La solución encontrada a este dilema fundamental, en el más puro espíritu europeo, no deja satisfecho a nadie, está llena de ambigüedades y riesgos, reparte los costes de transición entre todos los participantes y ofrece un seguro de último recurso en caso de grave crisis nacional a un precio en principio muy caro pero negociable. Está muy lejos de ser una solución técnicamente limpia, de un acuerdo político claro y definitivo, pero como siempre en la construcción europea crea un procedimiento para hacer frente a los posibles problemas que la indefinición actual pueda plantear si los mercados cuestionan el compromiso europeo. En síntesis, y como se puede ver en detalle en el capítulo correspondiente, consiste en que realizada la auditoría de los bancos europeos y definidas sus necesidades de capital por el BCE, los gobiernos habrán de cubrir con fondos privados o nacionales los posibles déficit y si esto no es posible, los Estados miembros se comprometen a negociar el reparto del coste entre todos los contribuyentes de la Eurozona siguiendo los criterios de activación del MEDE. Para algunos este acuerdo es una invitación a la especulación y la crisis; para otros un camino vergonzante a la mutualización de la deuda bancaria; para la mayoría de analistas, la única solución políticamente posible y que puede funcionar en la medida en que los inversores no se atrevan demasiado pronto a confrontar directamente la voluntad de mutualización. Para mí, además, una solución práctica y operativa aunque excesivamente lenta y burocrática que corre el riesgo de condenar a los países cuestionados a una larga etapa de bajo crecimiento, sobre todo si vacilan en el ajuste de sus desequilibrios internos.

El BCE se juega su credibilidad en este ejercicio, y la Eurozona la posibilidad de recuperar un crecimiento sostenido. Precisamente por eso es necesario que la autoridad monetaria esté preparada para suministrar toda la liquidez que sea necesaria a las entidades consideradas viables y muy claras las reglas de resolución para las no viables. Los distintos gobiernos europeos y la propia Eurozona han de estar preparados, han de tener suficiente espacio fiscal, para afrontar las posibles recapitalizaciones, aceptar las eventuales fusiones intra-europeas o internacionales que sean necesarias y la Unión Europea haber establecido reglas claras de reparto de costes, de *bail-in* de los distintos *stakeholders* privados y públicos. Precisamente por eso era tan urgente el acuerdo sobre el mecanismo de resolución bancaria finalmente aprobado en la Cumbre Europea.

El mecanismo único de resolución (SRM) es el obligado segundo paso hacia la denominada Unión Bancaria. Aprobado finalmente en diciembre de 2013, habrá de garantizar que si un banco sujeto al SSM se enfrenta a graves dificultades, se pueda proceder a su resolución (término que sustituye al tradicional de liquidación en la legislación





española), en igualdad de condiciones para todos y de una manera eficiente que suponga el mínimo coste para el contribuyente. Obviamente la cuestión clave, además de las institucionales y organizativas siempre un problema en Europa, es cómo articular un sistema que garantice esa igualdad de condiciones al margen de la calidad crediticia del soberano donde el banco tenga su sede. Cuestión que obliga a visualizar la mutualización de la deuda bancaria entre los distintos contribuyentes de la Eurozona, a acordar unas reglas explícitas de reparto entre los distintos países o a establecer una garantía solidaria ilimitada. En definitiva, obliga a definir el «*single fiscal backstop*», el garante de última instancia del coste de las eventuales liquidaciones bancarias, que ha de ser una autoridad europea con acceso a los contribuyentes de todos los Estados miembros, sin excepción ni limitación. No es pues de extrañar que las discusiones sobre este aspecto hayan llevado buena parte del año 2013 y se hayan resuelto en un acuerdo de última hora que deja flecos pendientes y que está lejos de ser definitivo.

La Unión Europea venía trabajando en un régimen específicamente europeo que regulase de manera clara y vinculante para todos los Estados miembros las condiciones, modalidades y circunstancias de la eventual intervención estatal en ayuda de los bancos en crisis. La Comisión propuso, y así fue aceptado, que ese régimen constase de varios componentes: una Directiva de Reestructuración y Resolución Bancaria (BRRD), una revisión sobre la normativa que regula las ayudas de Estado en caso de crisis bancaria y un Reglamento europeo que estableciese un Mecanismo Único de Resolución Bancaria (SRM), una Autoridad Europea de Resolución (SRA) y un Fondo Único de Resolución Bancaria (SBRF).

La Directiva Europea (BRRD) ya fue analizada en detalle en el estudio del año anterior. Supuso la aceptación del principio de «*burden sharing*» por el que acreedores privados, y eventualmente depositantes bancarios no asegurados, serían llamados a contribuir al coste de la recapitalización o eventual liquidación como ha sucedido en España con el MoU. Pero la Directiva se apoyaba en una red de autoridades y fondos de resolución nacionales; un enfoque que ha sido necesario superar, aunque se ha perdido un tiempo precioso. Finalmente Europa ha entendido que el mecanismo de resolución (SRM) debe ser gestionado al mismo nivel que la recién integrada supervisión. No solo porque podrían surgir discrepancias entre el supervisor único y las autoridades nacionales, sino porque las expectativas del mercado sobre la capacidad de los diferentes Estados para asumir la liquidación de sus entidades perpetuarían el círculo vicioso entre riesgo bancario y soberano y la fragmentación en la zona euro.

El calendario previsto por la Comisión no se ha cumplido. Pero la aprobación de un acuerdo de principios en la reunión del Consejo del 19 de diciembre de 2013 permite pensar todavía que el Reglamento pueda entrar en vigor en 2015, junto con la BRRD y pocos meses después del SSM. Hasta entonces, la liquidación de entidades continuará gestionándose conforme a los regímenes nacionales vigentes que, no obstante, están obligados a converger debido a la actualización de la normativa sobre ayudas públicas a entidades financieras en crisis y a la posibilidad de recapitalización directa a la banca a través del MEDE. Este nuevo esquema, vigente desde el 1 de agosto, exige previamente a la recepción de ayudas, la aprobación de un plan de reestructuración o resolución de la entidad (siguiendo el modelo español) y la asunción de pérdidas por parte de los accionistas y acreedores junior.





La propuesta de Reglamento de Resolución elaborada por la Comisión, muy ambiciosa y celosa de centralizar en ella competencias a costa del Consejo, adolecía sin embargo en otros puntos cruciales de una manifiesta ausencia de ambición europea. Primero suponía un procedimiento de reparto de costes muy rígido y que muy probablemente resultará inaplicable en caso de crisis. Segundo, la Comisión iba demasiado lejos en su intento por asegurar a algunos países que la mutualización de la deuda bancaria será siempre extraordinaria. Al acomodarles así, inútilmente por cierto porque Alemania rechaza tanto la mutualización como la centralización de la capacidad de decisión en la Comisión, se perdía una oportunidad para ganar legitimidad en los países en crisis, credibilidad entre los inversores y visibilidad política. Finalmente, esta propuesta no respondía al principal argumento alemán, que no existe actualmente base jurídica sólida para crear un SRM y que será necesario un nuevo Tratado Europeo. Un argumento que más pronto o más tarde habrá que confrontar.

Tras intensas negociaciones y una vez celebradas las elecciones alemanas que nuevamente supusieron un importante parón en la toma de decisiones europeas, el Consejo de diciembre acordó la creación de una Junta Única de Resolución y un Fondo Único (el SBRF) y aprobó el borrador del Reglamento del Mecanismo de Resolución (SRB) con el compromiso de llegar a un acuerdo intergubernamental sobre el funcionamiento del Fondo y con el Parlamento antes del 1 de marzo de 2014. El acuerdo se extiende también al diseño básico del *fiscal backstop* del SBRF. El SRM entrará en vigor el 1 de enero de 2015. Conocida la oposición del Parlamento e incluso la tibia recepción anunciada por el BCE en palabras de su presidente, es probable y deseable que el reglamento del SRM vea cambios significativos antes de su aprobación definitiva. Cambios que han de simplificar su operativa, disminuir el control que los grandes países se han reservado sobre su utilización, aumentar la independencia de la Junta de Resolución de los gobiernos respectivos, del Consejo y de la Comisión, aumentar el tamaño del Fondo y mejorar su articulación conjunta con el MEDE. Solo así se habrán puesto los cimientos para terminar con la crisis europea, romper el círculo vicioso de crisis bancaria crisis soberana que lastra la recuperación europea y hacer efectiva la unión bancaria.

El Fondo de Garantía de Depósitos europeo (DGS) se convertiría en el tercer y último paso hacia la Unión Bancaria. Pero es un componente necesario e ineludible del diseño final. El proyecto europeo se limita hoy a evolucionar gradualmente desde un sistema de garantía de depósitos nacionales hacia otro común europeo. Para ello es necesario unificar cobertura y método de financiación, así como llegar a un acuerdo sobre el tratamiento de los distintos niveles de capitalización y solvencia patrimonial con los que los diferentes sistemas nacionales de garantía llegarán a su coordinación y definitiva unificación. Es un tema que todavía asusta en muchas capitales europeas y se ha pospuesto a la espera de poner en marcha la supervisión y resolución europea única. Era probablemente una decisión táctica inevitable, pero se echa en falta más decisión europea. Porque con independencia del ritmo de ajuste y del reparto de los costes de transición, el diseño final no es negociable si no queremos que su inexistencia cuestione todo el edificio de la Unión Monetaria Europea.



En la discusión sobre la construcción europea, se observan dos posiciones opuestas relativas a la unión económica y monetaria<sup>8</sup>. Por un lado, se encuentran los que defienden una unión con un conjunto amplio de mutualización de las obligaciones fiscales de los actuales Estados miembros (Unión Fiscal), y por otro, quienes desean más o menos explícitamente una reversión de la UEM hacia un conjunto de Estados nacionales con mínimas contingencias fiscales comunes y con una Unión Monetaria mucho más restrictiva que la actual. Es decir, los planteamientos oscilan entre un sistema de Estados federales o confederales y otro basado en Estados nacionales con políticas monetarias y fiscales coordinadas pero propias<sup>9</sup>.

El planteamiento propuesto en este trabajo se acerca más al de la mayor coordinación e integración de las políticas comunes, reforzando la mutualización fiscal por parte de los Estados miembros para garantizar el funcionamiento de la Unión Monetaria. Planteamiento que sigue la línea de los dos trabajos publicados anteriormente. Aunque el grado de integración fiscal podría ser muy variado, parece necesario que dicha integración debe limitarse al área euro y ser consistente con la construcción de la Unión Monetaria.

En el contexto de la eterna discusión macroeconómica entre reglas y discrecionalidad, las reglas fiscales cobran importancia al objeto de dotar de credibilidad a la política fiscal más allá del ciclo político. Con el tiempo las reglas se han ido haciendo más complejas, y por tanto menos previsibles y más difíciles de interpretar. También en la Unión Europea. Esta tendencia a reglas «estructurales», complejas, de no lineal interpretación, solo conduce a ampliar el margen de discrecionalidad política y a erosionar la legitimidad europea, porque abrirá sin duda tensiones discriminatorias y acusaciones de trato desigual.

En 1997 se aprueba el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC o SGP por sus siglas en inglés). Pese a su aparente dureza, la Unión Europea ha carecido de una regla fiscal vinculante, de una restricción presupuestaria eficaz. Para demostrarlo baste decir que a finales de 2013 solo dos países no habían incurrido nunca en el procedimiento de déficit excesivo, Estonia y Suecia, y ninguno de los países incumplidores ha sido sancionado. La propia Comisión ha reconocido que «los Estados miembros no han cumplido el PEC y que éste carecía de mecanismos sólidos para garantizar unas finanzas públicas sostenibles»<sup>10</sup>.

La última cifra de déficit público de la eurozona (dato consolidado 2012) se sitúa en el 3,7% y la deuda pública en el 92,6% del PIB, por lo que en ambos casos se supera el límite establecido por el PEC. Las últimas estimaciones de la Comisión Europea para 2013 reflejan que los avances en la consolidación fiscal han reducido el déficit al 3,1% pero de manera aún insuficiente para evitar que la deuda pública siga creciendo hasta

---

<sup>8</sup> Ver Pisani-Ferry, Vihriälä Y Wolff, 2013.

<sup>9</sup> Ejemplo extremo de esta posición que podríamos calificar de *arrepentida* es el del profesor Simm que no se cansa de repetir que solo habrá mutualización de la deuda europea cuando haya un Parlamento europeo real, un sistema legal común y un ejército propio. Como evidentemente eso no es factible a corto plazo, propone como única solución para los países del sur de Europa una quita de su deuda y una retirada temporal del euro. Lo que no dice es qué entiende por temporal.

<sup>10</sup> Comisión Europea, 2012: 4.



el 95,5%. Estas previsiones apuntan a que la deuda alcance su máximo en 2014 (95,9%). Los datos agregados esconden sin embargo importantes diferencias por países, pudiéndose distinguir cuatro grandes grupos en 2013: (i) Estados miembros que reducen sus déficit públicos y cumplirían las reglas fiscales: Austria y Bélgica; (ii) Estados miembros que aún reduciendo el déficit no cumplen las reglas fiscales: Francia, Irlanda, Holanda, Portugal, Eslovaquia y España (de 10,6% en 2012 a 6,8% en 2013 sin contar los gastos de la recapitalización bancaria); (iii) Estados miembros que pueden permitirse aumentar su déficit público porque cumplen las reglas fiscales y así realizar políticas expansivas: Estonia, Finlandia, Alemania y Luxemburgo; y (iv) Estados miembros que aumentan el déficit público y además no cumplen las reglas fiscales con lo que se arriesgan a que la Comisión les abra un procedimiento de déficit excesivo: Chipre, Grecia, Italia, Malta y Eslovenia.

En términos de ratio de deuda pública sobre PIB, éste solo descendería en 2013 Alemania. No es sorprendente que muy por encima de la media de la eurozona (87%) se sitúen los países que han experimentado dificultades de financiación en los últimos años: Grecia (176%), Italia (133%), Portugal (127%) e Irlanda (124%). En España, pasaría del 86% en 2012 a 94,8% en 2013.

Como respuesta a la incapacidad mostrada por el PEC en esta crisis, la Comisión Europea ha propuesto importantes iniciativas de reforma del marco de la disciplina fiscal en Europa. Reformas que se han ido aprobando y aplicando a lo largo de estos últimos meses y que parecen configurar unas reglas fiscales de nueva generación y un nuevo marco de supervisión. Se han aprobado medidas legislativas para reforzar tanto el brazo preventivo como el correctivo del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. La primera de ellas, el «*Six-pack*», entró en vigor el 13 de diciembre de 2011, la segunda, el «Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza» (TSCG por sus siglas en inglés), el 1 de enero de 2013, y la tercera, el «*Two-pack*», apenas el 30 de mayo de 2013. No se puede pues afirmar que la Unión haya permanecido ociosa. Cosa distinta es que haya acertado en el diagnóstico y en la solución.

El *Six-pack* se aplica a los 27 Estados miembros de la Unión Europea sin exclusión, con algunas reglas específicas para los países de la Eurozona, especialmente en lo que se refiere a las sanciones financieras. Dos son los temas más significativos: (i) activa el criterio de deuda, al aplicar el procedimiento de déficit excesivo también sobre nivel de endeudamiento superior al 60% del PIB que no tienda hacia el valor de referencia del Tratado a un ritmo satisfactorio, y (ii) introduce la votación por mayoría cualificada inversa, lo que en la práctica confiere el poder de decisión a la Comisión salvo que una mayoría cualificada de los Estados miembros en el Consejo vote en contra. En este sentido el *Six-pack* avanza en el camino de la federalización de la política fiscal y dificulta el veto de los gobiernos nacionales.

En marzo de 2012, los jefes de Gobierno de todos los Estados miembros de la UE, salvo el Reino Unido y la República Checa, firmaron el Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza, TCEG, en la Unión Económica y Monetaria (comúnmente conocido como «Tratado de Estabilidad»), que incluye el pacto fiscal («*fiscal compact*») que entró finalmente en vigor el 1 de enero de 2013. Un acuerdo ambicioso que sienta las bases de la gobernanza económico-fiscal de la Eurozona y dota de presencia institucio-



nal y de carácter legal formal a la Euro Zona, a las Cumbres de Euro y al Eurogrupo, que hasta ahora venían reuniéndose de manera informal. Los Estados firmantes se comprometieron a incorporar al Derecho nacional una regla presupuestaria que exija a las Administraciones Públicas equilibrio o superávit presupuestario, en la práctica con un límite para el déficit estructural del 0,5% del PIB. Las reglas nacionales específicas deben incluir además un mecanismo corrector automático en caso de incumplimiento. España incorporó a su Constitución por amplísima mayoría parlamentaria la regla de estabilidad europea en el verano de 2012, pero también se dotó de un horizonte de cumplimiento excesivamente largo, 2020. El Pacto fiscal también exige informar con antelación de los planes de emisión de deuda pública a la Comisión y al Consejo, lo que debería facilitar una mejor coordinación de la financiación soberana de los distintos países y la coordinación entre las política fiscal y monetaria de la Eurozona.

El 20 de febrero de 2013, el Consejo de la Unión Europea, el Parlamento Europeo y la Comisión Europea llegaron a un acuerdo sobre dos Reglamentos de la UE (de ahí el nombre popular de *Two-pack*) que entraron en vigor el 30 de mayo de 2013. El primero prevé un calendario presupuestario común, que exige a los Estados miembros de la zona euro publicar sus planes presupuestarios el 30 de abril. La Comisión Europea evaluará dichos planes presupuestarios y en caso de «incumplimiento especialmente grave» podría emitir un dictamen negativo. El cumplimiento de dicho dictamen, sin embargo, no es exigible y se confía en que funcione la disciplina de mercado y el «*name and shame*». El segundo reglamento contempla que la Comisión pueda decidir públicamente someter a un Estado miembro de la eurozona a una vigilancia reforzada, si el país está experimentando o está amenazado de sufrir graves dificultades financieras que puedan tener efectos adversos sobre el resto de países miembros, lo que será automático en caso de recibir ayuda financiera.

El BCE en su informe de abril de 2013 señalaba que el «*Two-pack*» podría haber sido más duro. En particular, indicaba que «habría sido beneficioso reforzar algunas de las disposiciones, por ejemplo, dándole al Consejo de la UE, al menos, la posibilidad de hacer una recomendación explícita a un Estado miembro de la zona euro para solicitar asistencia financiera». No cabe ignorar las implicaciones de dicha autorización: un Estado cuyo gobierno se resistiese a solicitar ayuda financiera y al que el Consejo recomendara pública y formalmente hacerlo, se vería obligado a ello o se arriesgaría a una crisis de deuda sin precedente. Esta cláusula, deseable en un contexto de avance decidido hacia la Unión Fiscal, hubiera supuesto de facto que sería el Consejo el que decide cuando un país se somete a una operación de salvamento. Una decisión que implica una considerable cesión de soberanía y que solo estaría justificada en caso de clara mutualización previa de la deuda pública y privada de ese país. Porque no puede ni debe haber cesión de autoridad sin la responsabilidad correspondiente. El éxito del *Two-pack* está supeditado a la forma y medida en que la Comisión Europea haga uso de sus nuevos poderes de recomendación y sanción y al apoyo que pueda recibir del Consejo.

Respecto a la sostenibilidad de la deuda pública, en el Tratado de Maastricht toda la responsabilidad de la estabilización económica recaía en los presupuestos nacionales, bajo los requisitos impuestos por el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. La idea central, que hoy es fácil criticar por simplista y equivocada, no estaba en síntesis muy alejada de



las posiciones federalistas americanas que suponían muy bajos niveles de nuevo endeudamiento para los Estados miembros. Pero muchos países no respetaron la regla fiscal, en su literalidad o espíritu, y otros vieron como ese colchón fiscal era demasiado pequeño para la acción de los estabilizadores automáticos así como para la irresponsabilidad política de algunos gobiernos que incrementaron el gasto público de manera desordenada e ingenua. Este panorama, de niveles de deuda pública altos con tasas de crecimiento preocupantes, no estaba previsto en el diseño original de Maastricht y deja a los Estados miembros en una posición cíclica mucho más vulnerable que obliga a plantearse de qué manera se pueden solventar las deficiencias de estabilización de los presupuestos nacionales. Dicho explícitamente, obliga a plantearse el tamaño del presupuesto de la Unión Monetaria Europea y sus funciones de estabilización, como se hace también en el capítulo 7.

La crisis del euro ha puesto de manifiesto problemas básicos en el diseño institucional de la Eurozona. A modo de simplificación, se puede afirmar que el caso de Grecia refleja las insuficiencias de las reglas fiscales en la Unión Monetaria y el caso de Irlanda demuestra que una unión monetaria que no es una unión bancaria es inherentemente inestable. El caso de Portugal es un poco más complicado, porque ese país no ha tenido un comportamiento fiscal especialmente irresponsable, ni ha experimentado una burbuja de activos que se haya llevado por delante una parte importante de su sistema bancario. Su problema ha sido básicamente que su tasa de crecimiento desde la entrada en el euro ha sido completamente insuficiente. Las razones hay que buscarlas en un problema de competitividad. En un área monetaria óptima con plena movilidad de factores, estos desequilibrios se resuelven de manera natural, aunque socialmente costosa, mediante la emigración masiva. Si a la falta de movilidad estructural del factor trabajo en la Unión Monetaria, le añadimos la escasa movilidad del capital agravada con la fragmentación financiera, la receta para una evolución crecientemente desigual y potencialmente desestabilizadora en el seno de la Euro Zona estaba servida.

En estas condiciones, la convergencia de los ciclos económicos entre los distintos países no está garantizada sino que requiere de medidas efectivas de política económica; en concreto de una política de reformas estructurales de la Euro Zona que incentive la competitividad de las distintas economías y el mantenimiento de su competitividad. Tema conocido y que estaba en la base de la formulación conjunta de las Grandes Orientaciones de Política Económica. Pero si algo ha demostrado esta crisis, es que la Unión Monetaria no puede simplemente descansar en genéricas recomendaciones de buenas prácticas sino que necesita un marco más estricto de definición y supervisión de políticas de competitividad. A esta necesidad pretende responder el nuevo procedimiento de desequilibrios macroeconómicos (PDM).

Los datos de balanza de pagos de la Eurozona vistos en su conjunto y en franco contraste con Estados Unidos parecen tranquilizadores, sobre todo porque desde finales de 2009 la balanza por cuenta corriente arroja un saldo positivo que además ha ido creciendo constantemente hasta alcanzar el 2,3% del PIB en 2013. Sin embargo, estas cifras globales esconden diferencias muy profundas entre países. Por un lado, las economías periféricas han registrado déficits corrientes elevados y persistentes, que experimentaron su mayor crecimiento en los periodos previos al agravamiento de la crisis en 2008 y



que nunca hubieran podido permitirse sin el ancla nominal del euro. Por otro lado, los países centrales mantuvieron intensos superávits. Esta dualidad europea convierte a la Unión Monetaria en una cuestión de muy difícil gestión porque el ajuste de sus cuentas externas ha de realizarse a través de políticas domésticas que recuperen la competitividad, medidas que han venido en denominarse de devaluación interna: léase reducciones de costes unitarios de producción, esto es recortes salariales o de beneficios que aumenten la competitividad de las exportaciones y encarezcan las importaciones, mejorando el tipo de cambio real. Medidas lentas y dolorosas que en un contexto de muy baja inflación conllevan casi con necesidad recortes de los salarios nominales.

En pura teoría, en un área monetaria óptima los déficit de cuenta corriente de los países miembros entre sí deberían ser irrelevantes. Pero para que sean económica y «políticamente» irrelevantes, los Estados miembros de la Eurozona deberían estar dispuestos a admitir, incluso a fomentar, fuertes desplazamientos de recursos productivos, trabajo y capital, de unos países a otros. Es obvio que éste no es el caso en la UEM. En estas condiciones, las diferencias de cuenta corriente no solo son significativas sino económica y políticamente intolerables, porque se manifiestan en muy elevadas diferencias de tasas de desempleo –entre el 6% de Alemania y el 27% de Grecia– y en problemas de financiación de los Tesoros, que siguen siendo nacionales. Es decir que los déficit de cuenta corriente se interpretan en el mercado como un indicador de solvencia de los respectivos Tesoros y se acaban convirtiendo en una crisis soberana. Crisis soberanas que son crisis de confianza en la permanencia en la Unión.

Los problemas en la financiación de los déficit externos y los desequilibrios de balanza de pagos llevaron finalmente a los países de la Eurozona a completar los mecanismos de disciplina económica en el TCGE. Se define así un Procedimiento de Desequilibrios Macroeconómicos que de manera análoga a la supervisión fiscal incorpora una vertiente preventiva y otra correctiva y que se describe en todo detalle en el capítulo 8 de este libro. Un procedimiento diseñado para prevenir y corregir situaciones macroeconómicas de riesgo, como déficits de cuenta corriente elevados, endeudamiento externo insostenible, niveles de desempleo excesivos o burbujas inmobiliarias o de activos financieros. Un procedimiento que supone un elemento complementario a la disciplina del mercado, pero también un complejo proceso institucional completamente desconocido en los Estados Federales consolidados que significa el reconocimiento de que la Euro Zona es una *rara avis*, un extraño invento institucional que requiere reglas novedosas. Puede, y debe criticarse, afirmando que persigue la cuadratura del círculo, el crecimiento equilibrado de los distintos Estados miembros, como objetivo deseable en sí mismo pero también como resultado de la falta de voluntad europea para crear una auténtica Unión de Transferencias. Sustituir transferencias automáticas por reglas ex-ante que las eviten o minimicen es también el objetivo no declarado del procedimiento de desequilibrios macroeconómicos.

Desde su implantación en 2011, la experiencia en la utilización del PDM ha sido intensa y polémica, sirviendo para llamar la atención sobre los insostenibles desequilibrios internos en la Euro Zona. La Comisión ha publicado en noviembre de 2013 el Informe del Mecanismo de Alerta 2014. En él se destaca que las economías de la Unión Europea progresan en la corrección de sus desequilibrios internos y externos. Pero tam-



bién considera necesario resaltar que persisten crecimientos excesivos del crédito interno, los déficit y superávit persistentes, las pérdidas de competitividad y la acumulación de deuda pública y privada. También señala que se están produciendo avances significativos como consecuencia de algunas reformas estructurales y de la presión de los mercados.

Este mismo informe mantiene a España en el escenario de desequilibrio macroeconómico excesivo, particularmente por los altos niveles de deuda pública y privada, que podrían generar dudas para la estabilidad financiera. La Comisión señala en su evaluación que a pesar de los intensos ajustes realizados, lo que ha permitido que no se active el brazo corrector del PDM, los desafíos ligados al crecimiento de la deuda soberana y los exorbitantes niveles de desempleo obligan a las autoridades nacionales a continuar con la acción política. La Comisión está preocupada por lo que percibe como una fatiga del ajuste reformista y por una aplicación insuficiente de la disciplina fiscal al conjunto de las Administraciones Públicas.

Pero sin duda alguna lo que más ha llamado la atención internacional del *Alert Mechanism Report* (2014) es que la Comisión Europea haya incluido a Alemania entre los países en desequilibrio. En particular, considera el superávit corriente alemán excesivo y le acusa de alterar la situación del resto de países del área euro. Sugiere a ese país que incremente su consumo privado y, en general, que «fortalezca los recursos domésticos relacionados con el crecimiento potencial»<sup>11</sup>. Aunque la Comisión se alinee con el Fondo Monetario Internacional, y gran parte de la opinión académica, resulta cuanto menos sorprendente que se cuestione a un país por tener demasiado éxito. ¿Alguien se puede imaginar a la Reserva Federal o al secretario del Tesoro norteamericano alertando de que California es demasiado competitiva y debería moderar sus exportaciones, consumir más y aumentar su salario mínimo? No estoy convencido de que la mejor manera de crear un área monetaria óptima sea haciéndola menos competitiva internacionalmente para evitar la aparición de desequilibrios internos. Y no lo estoy porque el coste de tener más Europa no puede ser que Europa sea cada vez menos relevante en el escenario internacional. Porque el problema de la Eurozona no es la competitividad relativa de Alemania, Italia, Francia o España sino su pérdida de competitividad con las economías emergentes.

En el ámbito de las reformas estructurales, los Estados miembros de la Zona Euro se comprometieron, con la adopción del Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza, a coordinar globalmente las reformas económicas que se propongan emprender a nivel nacional, a fin de establecer criterios de referencia sobre las mejores prácticas y actuar de una manera que se maximice su impacto cíclico en el conjunto de la región. En una decisión muy significativa de la necesidad de una mayor coordinación económica en el seno de la Unión Monetaria, el Consejo ha reconocido en 2013 que la estrategia global de las políticas económicas de la Eurozona es competencia del Eurogrupo. Estas facultades de supervisión, propuesta y control convierten al Eurogrupo en el instrumento central de la política económica en la Zona Euro. No es pues sor-

---

<sup>11</sup> European Commission, 2013a: 14.





prendente que se configure ante la opinión pública como el embrión del gobierno económico del euro, como una especie de comité de dirección del futuro Ministerio de Economía y Hacienda de la Euro Zona.

He intentado dejar claro desde el principio que la Unión Monetaria Europea es y ha sido siempre un proyecto político. Además debe también resultar obvio que la crisis europea es una crisis política, en el sentido de que su superación definitiva exige solucionar los problemas del diseño original y completar la arquitectura institucional del euro. Hemos hablado hasta ahora de unión monetaria, bancaria, fiscal y económica, pero queda referirse a la unión política. Para ello hemos encargado a dos expertos externos que nos den su visión complementaria de las implicaciones jurídicas y políticas de la integración económica de la Eurozona. Implicaciones para el futuro de la Unión Monetaria y de la Unión Europea.

Marie-José Garot aborda en su estudio las implicaciones jurídicas e institucionales de la unión bancaria y analiza cómo la Unión Europea ha solventado esta crisis «existencial» del euro, con las limitaciones jurídicas y políticas que por supuesto han condicionado las respuestas brindadas. Estudia primero las soluciones encontradas para estabilizar la zona Euro, luego las soluciones relativas a la gobernanza económica, posteriormente valora el nuevo reparto de poder y de papeles en las instituciones de la Unión Europea y finalmente discute en qué medida esas soluciones han podido afectar al llamado «método comunitario». La sensación del lector es una mezcla de asombro por la imaginación y creatividad demostrada por los políticos europeos para enfrentarse a situaciones imprevistas como de estupor por la rigidez institucional y el peso de la inercia y los intereses nacionales.

La profesora Garot hace un repaso histórico minucioso de los fundamentos jurídicos, de su cuestionamiento por ciudadanos particulares y de la doctrina de los Tribunales europeos, que permitieron a la Unión Europea dar respuesta a los desafíos económicos que la crisis del euro le iba planteando. Bases jurídicas que fueron cambiando también a medida que la crisis empezó a ser entendida en toda su naturaleza y dejó de ser considerada una situación excepcional de algunos países para pasar a ser un problema institucional de la Unión Monetaria. Cambio conceptual que tuvo importantes implicaciones legales pues ya no valían procedimientos temporales y extraordinarios, como había sido por ejemplo el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera, sino que había que legalizar la nueva normalidad, de ahí la reforma del TFUE mediante la incorporación de un tercer apartado al art. 136 y el Tratado de Estabilidad, Cooperación y Gobernanza (TECG) que dieron carácter de legalidad al Mecanismo Europeo de Estabilidad. Las razones que pueden explicar la adopción del TECG son tanto políticas como jurídicas y en este caso, más políticas que jurídicas, dado que no añade nada sustancial al *Six-pack* y al *Two-pack*. Políticas porque le permitió a la canciller Merkel vender en Alemania «cosas que sabía que había que hacer pero a las que su opinión pública era reacia»<sup>12</sup> y porque el rechazo del Reino Unido hacía imposible modificar los Tratados de la Unión

---

<sup>12</sup> Véase Anna Hyvärinen, p 8 in Anna Kocharov, «Another Legal Monster? An EUI debate on the Fiscal Compact Treaty», *EUI Working Papers*, Law 2012/09.





Europea. Pero, hasta cierto punto, «la Unión da muestras de debilidad cuando tiene que recurrir a las Constituciones de los Estados miembros para hacer efectivas sus normas»<sup>13</sup>.

A la hora de hacer balance de los distintos instrumentos adoptados para remediar la crisis del euro y consolidar la Unión Económica y Monetaria, parece claro que las soluciones han tenido que encontrarse fuera del marco de la propia Unión Europea y fuera del derecho de la Unión Europea. Es una postura, entendible por las razones que se aportan en el estudio, pero que conlleva unos riesgos que pueden afectar al futuro mismo del proyecto de integración europea. Aunque se trata de instrumentos con bases jurídicas distintas, dentro o fuera de los Tratados de la Unión Europea, se puede resaltar un rasgo común, la preeminencia del Consejo Europeo, institución intergubernamental por excelencia.

Ese mayor protagonismo se ha hecho fundamentalmente en detrimento de la Comisión Europea –institución supranacional por excelencia– y del Parlamento Europeo. Es verdad que con esos nuevos instrumentos, a la Comisión Europea se le encomienda la tarea de controlar los presupuestos nacionales y de orientar las políticas nacionales, incluso de proponer sanciones en caso de déficits excesivos. Pero ha perdido parte de su poder de impulsar el proyecto europeo. En definitiva, con la crisis del euro hemos asistido a una redefinición de las tareas y competencias de las distintas instituciones europeas que ha llevado a cuestionar la evolución del llamado método comunitario.

Método comunitario que parece perderse no solo por la utilización de las instituciones sino también por la elección de los instrumentos. Dos de ellos son acuerdos internacionales en sentido estricto, incluso tres con el *Euro Plus Pact*. Es decir la UEM se consolida fuera del marco de la UE, emprendiendo un camino al revés de algunas políticas, como la migratoria o la política exterior, que han pasado de ser competencias exclusivas de los Estados a ser competencias compartidas con la Unión Europea. Se trata de un proceso arriesgado porque, primero, un instrumento firmado por algunos Estados miembros no gozará de los principios de primacía y efecto directo del propio Derecho de la Unión Europea, y segundo, porque el resultado es la división de los Estados miembros de la Unión Europea en tres grupos: los que están dentro, los que quieren estar y los que no quieren estar en la zona euro, con el consiguiente riesgo de fractura de la Unión. Un riesgo que se me escapa como puede evitarse dado que la crisis ha evidenciado una fractura fundamental en la Unión porque el euro exige un nivel de integración económica y política sin precedentes. Pero, para la profesora Garot, una opción menos arriesgada hubiera sido continuar el proceso de integración europea mediante el recurso a las cooperaciones reforzadas, tal y como resultan diseñadas en los Tratados de la Unión Europea.

El trabajo concluye afirmando que existen varias fórmulas jurídico-políticas para crear una verdadera unión fiscal y por lo tanto política, dependiendo del nivel de federalismo económico perseguido. Pero en cualquier caso, «parece obvio que en el estado

---

<sup>13</sup> Víctor Ferreres Comella, «La crisis del euro y la regla de oro: problemas constitucionales», *Actualidad Jurídica Uribe y Menéndez*, Número extraordinario, 2012, p 100.



actual de la Unión Económica y Monetaria, un cambio de Tratado es necesario para integrar todas las disposiciones adoptadas en los últimos dos años. En caso contrario, estaremos hablando de des-integración europea en lugar de integración europea».

Torreblanca y Piquer adoptan un enfoque muy diferente, un enfoque político que no ocultan desde sus afirmaciones iniciales. El euro ha logrado sobrevivir al colapso y diseñar una hoja de ruta que le permitirá completar la unión monetaria con los elementos financieros, fiscales y económicos que pongan a salvo tanto el euro como el proyecto europeo. El problema, en su opinión, es que dicho salvamento ha dejado tras de sí un paisaje sumamente delicado. En lo institucional, hemos asistido a un realineamiento fundamental del poder en torno al Consejo Europeo y el Eurogrupo, pero también a la emergencia del BCE como actor central en el proceso, en detrimento de la Comisión y el Parlamento Europeo, lo que no hace sino agrandar el déficit democrático de la UEM. A su vez, desde el punto de vista político, los tradicionales equilibrios han dado paso a una UE articulada en torno a una Alemania que desempeña el papel de hegemon reticente y una periferia que se encuentra en un estado de postración político y económico. Por si fuera poco, ha aparecido una nueva y potente oleada de euroescepticismo entre la ciudadanía y profundas divisiones de opinión y percepción entre los ciudadanos de unos y otros países.

Tienen razón en parte, pero olvidan, creo, que el añorado pacto constitutivo de Europa no ha caído víctima de los egoísmos nacionales puestos de manifiesto por la crisis del euro, sino por la incapacidad de Europa para mantener su liderazgo tecnológico y de capital humano, por la pérdida de competitividad creciente, por el fin del excepcionalismo europeo-occidental que ha supuesto la globalización y la democratización del crecimiento económico en el mundo.

Parece existir unanimidad entre nuestros comentaristas en que el reguero de normas, instituciones y mecanismos que la crisis del euro ha dejado tras de sí, ha alterado de forma muy notable la naturaleza formal y material de la UE y, especialmente, de la zona euro. Todas las instituciones de la UE se han visto afectadas por este cambio. La Comisión Europea ha incrementado sustancialmente sus poderes de supervisión y sanción de los Estados miembros, pero dicho incremento no ha significado, sin embargo, que haya logrado reforzar su papel ejecutivo frente al Consejo. El Consejo Europeo, y especialmente el Eurogrupo, se han visto reforzados por la crisis, convirtiéndose en los verdaderos centros de poder y decisión de la Eurozona. Precisamente por la legitimidad política de la que goza el Consejo en razón de la presencia en éste de los gobiernos elegidos democráticamente. Por tanto, la Comisión ha visto ampliados sus poderes como delegado, no como agente principal. Y como delegado, en conjunción con el Parlamento Europeo, su tarea ha sido la de poner en marcha y desarrollar legalmente las iniciativas aprobadas por el Consejo Europeo.

En cuanto al Parlamento Europeo (PE), un nuevo jugador no siempre suficientemente considerado, ha desplegado su poder de codecisión mediante una ingente actividad legislativa, pero no ha sido actor protagonista ni en el gobierno de la crisis ni a la hora de obligar al resto de las instituciones europeas a rendir cuentas de su gestión, ni se ha convertido en el instrumento de legitimación democrática de las excepcionales medidas adoptadas por los Estados. Dado que una gran parte de la crisis se ha gestio-



nado por cauces intergubernamentales, por fuera de los Tratados, ese papel de exigencia de *accountability* ha quedado —cuando se ha producido— en manos de los Parlamentos nacionales. El Parlamento Europeo ha quedado así en una especie de tierra de nadie: empeñado en reforzar su papel frente a la Comisión, no ha percibido con claridad que los Estados, y en gran parte la ciudadanía, no han querido concederle el papel de garante democrático de la UE. De esa manera, vive bajo la contradicción que supone que sus ampliados poderes discurran en paralelo a su marginalidad creciente como elemento de legitimación de las medidas de carácter excepcional adoptadas por las instituciones europeas.

Más discutible es la evaluación que hacen del BCE, que de ser una institución tecnocrática, deliberadamente diseñada para ser anónima, se ha convertido en uno de los centros de poder y atención durante la crisis. El BCE ha sido el instrumento decisivo a la hora de evitar el colapso de la zona euro y ha emergido, gracias a su capacidad de tomar decisiones pasando por encima de las divisiones de los Estados, como la institución más auténticamente federal de la UE, el lugar donde los intereses generales de la UE se han antepuesto a los intereses nacionales.

Junto a estos realineamientos, merece la pena constatar también la aparición de nuevos actores con capacidad de veto, como los Tribunales Constitucionales o los Parlamentos Nacionales. El activismo de estos nuevos actores ha alterado, ralentizado en exceso me atrevería a añadir, el proceso habitual de toma de decisiones en la UE. El ejemplo más evidente, pero no el único, lo ha ofrecido el Tribunal Constitucional alemán.

Opinan Torreblanca y Piquer que para lograr el apoyo ciudadano, sería necesario superar cuatro tipos de fracturas hoy existentes en Europa: (i) la que separa a la élite de los ciudadanos, (ii) la que enfrenta al Norte con el Sur, o el centro con la periferia, (iii) la que ha surgido entre los Estados miembros de la Eurozona y los que ni están ni se les espera, y (iv) la que se articula en torno al enfrentamiento entre democracia y eficacia. Y concluyen señalando, en una interpretación política que los economistas no siempre apreciamos en toda su dimensión que «hoy el mayor desafío no reside en encontrar las soluciones técnicas adecuadas, sino en lograr el apoyo público necesario para implementar esas reformas». En esa tesitura, la Unión Monetaria tiene ante sí dos salidas. Por un lado, puede optar por consolidar el modelo actual de una «unión de reglas» o puede convertirse en una «unión de políticas», es decir, en un sistema político que, además de reglas y mecanismos de supervisión y sanción, tenga a su disposición instrumentos de política económica parecidos a los que en la actualidad tienen los Estados. Huelga decir cual es su preferencia. Creo sin embargo que el tema es un poco más complejo. Como espero que quede meridianamente claro con la lectura de este libro, una unión de reglas en sentido estricto no es sostenible. La cuestión central es definir y consensuar cuales son exactamente esas políticas que hay que poner en común a nivel federal europeo<sup>14</sup>. Ese es el verdadero debate, y el que tendrá ocupada a Europa en los años venideros. A ilus-

---

<sup>14</sup> Los autores señalan, por ejemplo, la necesidad de disponer de un Banco Central Europeo «cuyos objetivos sean políticos», algo que no solo repugna a la inmensa mayoría de los economistas sino que nunca sucederá si queremos mantener a Alemania como eje de la Unión.



trar ese debate, a mejorar el conocimiento de las distintas posturas y de sus consecuencias, a aportar argumentos sólidos y económicamente coherentes a la necesaria refundación de la Unión Monetaria Europa esperamos que contribuya este Anuario.

## 5. A MODO DE CONCLUSIÓN: DIEZ LECCIONES PARA REFUNDAR LA UNIÓN MONETARIA EUROPEA

Los dos libros anteriores acababan con diez lecciones de la crisis y parecía una buena idea intentar hacer lo mismo esta vez, aunque dada la naturaleza de este Informe se corre el riesgo de que el lector se centre en ellas en demasía. Porque el objetivo esta vez, insisto, no es tanto proponer soluciones a los problemas cómo explicar las consecuencias de las soluciones que se están barajando en el debate europeo. Pero vamos a intentarlo:

**Primera**, el euro es moneda de uso corriente en las transacciones comerciales internacionales y segunda divisa de acumulación de reservas internacionales. Se ha convertido en una moneda de referencia inevitable y su grado de utilización ha resistido bien la crisis en Europa. Lo que invita a pensar que no ha habido una crisis de confianza en el euro, salvo quizás en momentos puntuales, sino una crisis de confianza en algunos activos denominados en euros. Pero el euro no ha desbancado al dólar ni lo hará a corto plazo. Porque eso depende de factores más geoestratégicos que económicos y existe una incertidumbre política fundamental sobre el futuro de la Eurozona como Estado con políticas propias, incluidas la política de defensa y seguridad. Por eso conviene ser realistas sobre las posibilidades del euro como divisa internacional.

**Segunda**, la fragmentación financiera en la Eurozona se ha reducido pero no ha desaparecido. En concreto, el mercado interbancario sigue sin funcionar correctamente y sigue dependiendo en exceso de la garantía del BCE como redistribuidor de la liquidez dentro de la zona euro. El ahorro sigue sin moverse dentro de la UEM exclusivamente con criterios de búsqueda de la mayor rentabilidad. Recuperar la financiación interbancaria *cross-border* es un objetivo inmediato y urgente. La auditoría de los balances bancarios europeos previa a la asunción de la responsabilidad de supervisión por el BCE debería ser determinante a estos efectos.

**Tercera**, permanece un excesivo sesgo doméstico en las carteras de los inversores en el área euro para poder hablar plenamente de un mercado financiero integrado. Sesgo que tiene que ver tanto con cuestiones de información como de regulación y sobre todo con la percepción de que existen *fiscal backstops* muy diferentes en los diferentes Estados miembros que hacen que el domicilio de los activos no sea irrelevante. Adicionalmente, queda pendiente una reconfiguración europea del mapa bancario. Gobiernos y Bancos Centrales Nacionales han de estar dispuestos aceptar, y el BCE presto a exigir y fomentar, fusiones transnacionales de entidades financieras.

**Cuarta**, continúan existiendo debilidades fundamentales en el funcionamiento de los mecanismos de transmisión de la política monetaria en Europa que seguirán complicando la labor del BCE. Máxime cuando tenga que empezar a retirar la liquidez y revertir las medidas extraordinarias. Seguimos echando en falta un activo europeo que permita normalizar la política monetaria en Europa, un tema aparcado pero que habrá que



recuperar con cierta premura. Lo que obligará replantearse la cuestión del Tesoro Europeo.

**Quinta**, el BCE se juega su credibilidad, y la de toda la Unión Monetaria en el triple ejercicio de revisión de activos bancarios, evaluación de sus balances y pruebas de resistencia. Las metodologías y criterios concretos de ese ejercicio han de ser publicadas cuanto antes y ha de evitarse tanto la protección de los «campeones nacionales» como un ejercicio de masoquismo que estigmatice las tenencias de deuda pública soberana. Si los europeos aceptamos formalmente una quita, las posibilidades de que se produzca aumentan exponencialmente. Y también el coste para el contribuyente europeo.

**Sexta**, el mecanismo de resolución bancaria tiene que estar aprobado cuando concluya el ejercicio de auditoría y se publiquen las potenciales necesidades de recapitalización de los bancos europeos. Cualquier otra alternativa es una invitación al recrudescimiento de las tensiones financieras en la Eurozona y a una nueva espiral de crisis bancaria y soberana. Además, el mecanismo de resolución aprobado en la Cumbre de diciembre es insuficiente. Requiere cambios importantes que simplifiquen y agilicen su operativa, disminuyan el control que los grandes países se han reservado sobre su utilización, aumenten la independencia de la Junta de Resolución, amplíen el tamaño del Fondo disponible y mejoren su articulación conjunta con *el fiscal backstop* común, el MEDE.

**Séptima**, el marco de disciplina fiscal en la Unión Económica y Monetaria se ha reforzado considerablemente en los últimos años, avanzándose en el camino de la federalización. La Comisión ha recibido competencias de supervisión y sanción y el Eurogrupo se ha constituido en el auténtico gobierno fiscal del euro. Queda por demostrar cómo ejercerán esas competencias y cómo va a funcionar en la práctica la capacidad para imponer sus recomendaciones, que siguen sin ser de obligado cumplimiento. El mecanismo de decisión por mayoría inversa es un arma potencialmente muy poderosa. Pero los gobiernos de los Estados miembros siguen resistiéndose a ceder soberanía fiscal a un órgano supranacional y la mutualización de la deuda pública sigue siendo tabú, aunque se haya adoptado de facto con el MEDE. Pero se sigue considerando un procedimiento extraordinario, de cuantía limitada, a aplicar en última instancia, y sólo después de que los gobiernos nacionales hayan agotado su capacidad política de ajuste y endeudamiento. La idea de un régimen de excepción que penaliza a los Estados infractores ha ido ganando adeptos, pero es difícil de imaginar cómo puede ser sostenible una Unión Monetaria sin un único garante fiscal de última instancia. Habrá que seguir argumentando por una Unión de Transferencias durante bastantes años y recordar que una unión fiscal exige tres cosas: reglas sencillas de aplicación automática, capacidad para asegurar la aplicación de esos ajustes automáticos y un presupuesto federal de estabilización que amortigüe el coste social de los ajustes.

**Octava**, en un área monetaria óptima, con perfecta movilidad de trabajo y capital, los desequilibrios internos de balanza de pagos debieran ser irrelevantes. Pero en la Eurozona, una unión voluntaria de Estados soberanos largamente establecidos, no lo son ni lo serán en mucho tiempo. Lo que obliga a prestar atención a esos desequilibrios de ahorro-inversión porque se pueden convertir en diferencias socialmente insostenibles de crecimiento y empleo. Es necesaria una política europea de competitividad y de refor-



mas estructurales y una mayor supervisión, hasta probablemente injerencia, europea en estas cuestiones. Pero no estoy convencido de que la mejor manera de hacer frente a las cuestiones de competitividad de la Eurozona sea penalizar a los países más competitivos. Porque la Eurozona, Europa en su conjunto, compite y no necesariamente de manera favorable en una economía cada vez más globalizada. Un uso más eficiente y discriminatorio de las políticas de cohesión y de reformas estructurales, una combinación inteligente y decidida de palo y zanahoria, es un camino mucho más sensato y prometedor. Aunque lleva a plantearse el déficit de legitimidad democrático de la Unión.

**Novena**, los cambios necesarios en el diseño institucional de la Unión Monetaria conducen irremediamente a un nuevo Tratado casi constituyente. No solo porque probablemente sea necesario jurídicamente para la cesión de transferencias fiscales, financieras y económicas sino sobre todo porque la Eurozona requiere una nueva legitimidad que la acerque a los ciudadanos. Los debates sobre el grado y forma de unión política son inevitables y cuanto antes se produzcan de manera constructiva mejor. La manera de evitar el crecimiento del populismo no es cediendo ante él, sino contraponiendo un proyecto político europeo que respete las singularidades nacionales a la vez que garantiza la eficiencia económica. Ser capaces de tener ese debate mientras se avanza en la unión bancaria, fiscal y económica será la clave de la recuperación europea.

Y **décima**, la consolidación de la Eurozona como unión política crea un problema inevitable en la Unión Europea. Conseguir que se mantenga el mercado único, no solo un área de libre comercio, a la vez que la Eurozona se configura como un espacio políticamente integrado, es todo un reto. Pero es necesario intentarlo, porque el coste de salvar el euro no puede ser la fragmentación de la Unión Europea.

Fernando Fernández Méndez de Andés  
Madrid, diciembre de 2013