



RESUMEN EJECUTIVO

FERNANDO FERNÁNDEZ¹

1. UN AÑO DECEPCIONANTE Y PELIGROSO EN EUROPA

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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



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

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

2. COMPLETAR LA UNIÓN MONETARIA PARA UN MUNDO DIFERENTE

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

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

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



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

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

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

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

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

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



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

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

3. EL DEBATE EXISTENCIAL DE EUROPA

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

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



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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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



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

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

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

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



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

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

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

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



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

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

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

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



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

4. POLÍTICA MONETARIA Y SISTEMA FINANCIERO EN EUROPA

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

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

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



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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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



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

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

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

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

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



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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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



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

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

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

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

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



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

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

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

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



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

6. LAS DIEZ LECCIONES EUROPEAS DEL AÑO

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

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

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

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



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

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

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

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



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

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

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

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



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

BIBLIOGRAFÍA

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



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