

Pablo Moreno\*

# COMPLETAR LA UNIÓN FINANCIERA: ACCIÓN COMÚN VERSUS RESPONSABILIDAD DE PAÍS

*La crisis ha llevado a la zona del euro a dar un paso adicional en su integración con la creación de la Unión Bancaria (UB) que empezó a rodar a partir de 2014. Sin embargo, la integración financiera está aún incompleta. Entre otras políticas, falta terminar la UB con el pilar de garantía de depósitos, impulsar un esquema común de préstamos de última instancia para el sistema financiero, completar la función de estabilización de países o, incluso, repensar la arquitectura institucional de la Unión Económica y Monetaria (UEM). El debate en torno a estas políticas se puede aproximar desde la dialéctica entre la acción común y la responsabilidad de país.*

**Palabras clave:** Unión Bancaria, Sistema Europeo de Garantía de Depósitos (SEGD), deuda pública, créditos dudosos, sovereign bond-backed securities (SBBS), eurobonos, Fondo Monetario Europeo (FME), twin peaks.

**Clasificación JEL:** G32, L14, L21.

## 1. Introducción

El desarrollo de la Unión Económica y Monetaria (UEM) puede entenderse desde la dialéctica que enfrenta a la lógica de la acción común frente a la de la responsabilidad individual de los países, que ha impregnado el proceso europeo en general. La respuesta a la crisis del euro ha supuesto un nuevo impulso a la integración, que ha combinado elementos de acción común, como el inicio de la Unión Bancaria (UB), pero con un gran peso de elementos ligados a la responsabilidad de país como condición previa, tales como

la intensificación de la supervisión de los países, la condicionalidad que se ha exigido para los rescates o el retraso en el desarrollo de esquemas como la función de préstamo de última instancia europea o el tercer pilar de la UB, el Sistema Europeo de Garantía de Depósitos.

El debate actual sobre cómo apuntalar la arquitectura institucional de la UEM —sobre la que existe consenso en que es incompleta— se sigue moviendo en estos parámetros, con los defensores de la responsabilidad individual dilatando el proceso y condicionándolo a la reducción de pasivos heredados de los países, antes de avanzar en la mutualización de recursos. El primer apartado desarrolla los principales elementos de la dialéctica entre la acción común y la responsabilidad de país y en los siguientes se abordan

---

\* Técnico Comercial y Economista del Estado.

Las opiniones expresadas en este artículo son exclusivamente a título personal.

tres reformas pendientes de la unión financiera y que afectan especialmente a la zona del euro (ZE): la unión bancaria (apartado 2), la función de estabilización de países en crisis (apartado 3) y la gobernanza y arquitectura institucional de la supervisión europea (apartado 4)<sup>1</sup>.

## 2. Acción común versus responsabilidad individual de país

Sin perjuicio de los matices que afectan a cada política, en general, el debate entre acción común y responsabilidad de país separa, por un lado, la teoría de la integración económica y monetaria (que prescribe acciones comunes) y, por otro, la práctica de la negociación, en la que priman, como es natural, los intereses de país. De nuevo simplificando, los países «periféricos» tienden a apuntarse a las prescripciones de la teoría y los países «centro» apelan a que cualquier paso en la integración solo puede entenderse desde la responsabilidad de país, porque las políticas comunes no pueden ser herederas de los desequilibrios de los países en el pasado.

### Teoría: la integración exige soluciones comunes

Desde el punto de vista teórico hay un amplio consenso en que la arquitectura de la ZE es aún incompleta, en el sentido de que no ha desarrollado los instrumentos suficientes para hacer frente a crisis de carácter asimétrico entre países. En este punto, conviene recordar de manera sinóptica la teoría de las áreas monetarias óptimas (AMO), que estudia las condiciones que deben darse entre las economías integradas para que los beneficios de compartir una moneda —un mercado más amplio, la eliminación del riesgo cambiario y de los costes de transacción ligados a las divisas, mayor credibilidad de la política monetaria—,

superen a los costes —pérdida de la política monetaria y cambiaria, pero también del control de la moneda en la que se emite la deuda y la capacidad de préstamo de última instancia—.

El centro del análisis de las AMO son las condiciones que deben darse entre los países integrados para enfrentar *shocks* asimétricos<sup>2</sup> o de una intensidad muy dispar, como ocurre en la ZE. En estos casos, el tono adecuado de las políticas comunes difiere entre países y serán necesarios otros mecanismos de ajuste para compensar esa asimetría. Básicamente, se plantean dos vías complementarias: *i)* reforzar las políticas europeas que permitan contrarrestar las asimetrías, especialmente una política fiscal anticíclica común; y *ii)* tratar de reducir el coste de la crisis en términos de recesión y desempleo a través de una mayor flexibilidad dentro de la ZE: flexibilidad de precios y salarios, pero también la movilidad de capital y de trabajadores, en el país, y entre países (emigración).

La capacidad fiscal común tiene especial importancia en el ámbito de la unión financiera porque la integración en la zona monetaria también puede conllevar la pérdida de la capacidad fiscal del país. En efecto, como desarrolla De Grauwe (2011), además de la pérdida de la política monetaria y cambiaria, la integración en una zona monetaria (ZM) supone perder el control de la moneda en la que se emite la deuda pública y la capacidad de recurrir al banco central como prestamista de última instancia, dado que estas funciones pasan al banco central de la ZM. Esta restricción supone que, de manera análoga a lo que ocurre con los países emergentes que emiten deuda en moneda extranjera, el país de la ZM es vulnerable a equilibrios múltiples<sup>3</sup> y está sometido a *shocks* de desconfianza autocumplidos a través del ataque de los mercados

<sup>1</sup> Un cuarto elemento sería la Unión de los Mercados de Capitales (UMC), que no se aborda en este artículo.

<sup>2</sup> Si los *shocks* son simétricos entre países, la integración en una zona monetaria no supondría un coste relevante para los países porque las políticas monetaria (y de emisión de deuda), mantendrían el tono (expansivo o contractivo) que interesa a todos los países miembros.

<sup>3</sup> El país puede alcanzar un equilibrio con tipos bajos y deuda sostenible, pero también otro con tipos altos y deuda insostenible.

financieros sobre sus emisiones de deuda pública, incluyendo el riesgo de congelación de los flujos internacionales de capital y el aumento exponencial de la prima de riesgo.

Un escenario de este tipo es el que se vivió en la UEM en 2010-2012. Los países periféricos se vieron sometidos a la desconfianza de los mercados, lo que disparó las primas de riesgo. Un ejemplo muy utilizado es la comparación durante estos años entre Reino Unido (donde el Banco de Inglaterra aportó liquidez y compró deuda pública) y España (dependiente del BCE). Ambos países partían de niveles de riesgo y situaciones macroeconómicas similares en 2009 y, sin embargo, entre 2010 y 2012, la prima de riesgo de la deuda de Reino Unido se aproximó a la alemana y la deuda española perdió valor de manera acelerada, superando los 600 puntos básicos a mediados de 2012. La crisis solo se atemperó cuando el BCE garantizó la estabilidad del euro y de la deuda soberana de los Estados miembros con las operaciones OMT<sup>4</sup> y con el apoyo del Consejo Europeo a mantener a Grecia en el euro.

### Práctica: responsabilidad individual de país

En la práctica, las reformas en la UE están marcadas por la lógica de la responsabilidad de los países, asentada en los artículos 123 y 125 del Tratado de Funcionamiento de la UE<sup>5</sup>, y en el principio de subsidiariedad, que condiciona la intervención comunitaria a que los Estados miembros no puedan alcanzar por sí solos los objetivos deseados. A cambio, en las políticas que no son comunitarizadas, el país retiene un amplio margen de autonomía. Es, por ejemplo, el caso de las políticas sociales donde los países pueden optar entre distintos modelos, desde el más liberal de

los países bálticos, pasando por el capitalismo renano alemán, o las socialdemocracias escandinavas o la francesa (sin perjuicio de respetar los márgenes fiscales del pacto de estabilidad).

A medida que las políticas se van comunitarizando, se suele establecer primero una serie de requisitos de homogeneización de los países que se integran y se va estrechando el margen de maniobra del país a través de directivas y reglamentos hasta llegar, en su caso, a la pérdida de la competencia nacional. Así ocurrió, por ejemplo, con la política comercial (armonización previa de aranceles) o la monetaria (a través de los criterios de convergencia). El objetivo de la armonización previa es evitar que la nueva política comunitaria «herede» los desequilibrios de los países que la integran.

Las reformas emprendidas como respuesta a la crisis del euro han seguido esta misma lógica, pero marcadas por unos plazos más breves ante las necesidades de dar respuestas rápidas a la crisis. Se han centrado en la regulación y la supervisión, tanto macroeconómica (pacto por el euro, *Six Pack*, *Two Pack*) como financiera, con la creación de los Mecanismos Únicos de Supervisión (MUS en 2014) y de Resolución (MUR, desde 2015), dentro de la UB, que se puso en marcha en 2014, tan solo dos años desde la decisión de activarla. Sin embargo, en «los asuntos del dinero» entran en juego las reticencias a cualquier reforma que afecte a los propios recursos de los países (a sus contribuyentes), con tres tipos de argumentos principales: el principio de no rescate de los Tratados, el de la herencia de los pasivos de los países y el problema del riesgo moral, es decir, la posibilidad de que el país lleve a cabo políticas menos sostenibles ante la expectativa de rescate por parte de la Unión.

Estas consideraciones son las que marcan que las ayudas del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) estén sujetas a condicionalidad, que la UB no haya completado su pilar de garantía de depósitos, el SEGD, o la insuficiencia y la dilación hasta 2024 de la mutualización del fondo del MUR. Se ha optado por un modelo de compartimentos estancos, donde

<sup>4</sup> Las OMT (Outright Monetary Transactions u operaciones monetarias de compraventa) se aprobaron en septiembre de 2012 como materialización del famoso *whatever it takes* de Mario Draghi en julio de 2012 (Draghi, 2012).

<sup>5</sup> Estos artículos establecen, respectivamente, los principios de no rescate por parte del BCE y no asunción de los compromisos de los Gobiernos de los países miembros de la UE.

los recursos los pone primero el país y, solo en caso necesario, se acude a los recursos europeos (MEDE, MUR), pero de manera limitada, condicionada y temporal (los recursos los devuelve el país o la industria en el caso del MUR). El elemento más importante de la mutualización de riesgos ha sido la política de expansión cuantitativa del BCE a partir de 2015, incluidas compras de deuda pública que han ayudado a mantener las primas de riesgo en niveles reducidos.

La última terminología que se está utilizando desde el lado de la responsabilidad de país es la necesidad de reconciliar los objetivos de «reducción del riesgo» y la «mutualización del riesgo»<sup>6</sup>. En otras palabras, las soluciones colectivas se deben abordar solo cuando se haya alcanzado una suficiente reducción de los pasivos heredados de los países y se establezcan mecanismos para reducir el riesgo moral. En particular, en la UB el debate se está centrando en dos tipos de herencias: los préstamos dudosos (o NPL<sup>7</sup>) y las tenencias de deuda pública (en el caso de la unión fiscal, un pasivo heredado sería el desempleo). Como veremos, el riesgo está en que, frente a la mutualización, se están planteando otro tipo de soluciones que priman orientaciones de mercado que pueden ser contraproducentes.

### El marco actual sigue siendo incompleto

Si bien es cierto que con el paso de los años las medidas adoptadas han permitido a Europa ir saliendo de la crisis, la estrategia (marcada por los tiempos políticos, más que por la eficiencia que nos predica la teoría) ha tenido un coste alto: una segunda recesión en Europa a partir de 2011 con la casi ruptura del euro en 2012, y un aumento de la desafección de la opinión pública con el proyecto europeo que ha contribuido al aumento de populismos y seguramente al *brexit*.

<sup>6</sup> Es frecuente el uso de terminología en inglés: reconciliar la *risk reduction* con el *risk sharing* y reducir los *legacy assets* o pasivos heredados.

<sup>7</sup> *Non-performing loans* o créditos dudosos.

Existe además un consenso generalizado en que el marco actual continúa siendo insuficiente porque no permite afrontar la asimetría de los *shocks* y el riesgo de contagio.

La ZE mantiene un elevado componente de riesgo país y la absorción de los *shocks* sigue siendo eminentemente nacional. Las estimaciones del BCE (ECB, 2017a) señalan cómo, desde 2012, en torno al 80 por 100 de los *shocks* son absorbidos por el propio país sin que se haya producido una relevante dispersión del riesgo en la ZE, ni por vía de transferencias fiscales — que en el caso de la ZE tienen un valor insignificante<sup>8</sup>—, ni por vía de los ajustes del mercado. Más aun, la contribución de los mercados de crédito (préstamos transfronterizos) se vuelve negativa a partir de la crisis financiera en 2008, y se agrava en 2012 y 2013. Por su parte, la contribución de los mercados de capitales (propiedad transfronteriza de activos) y de las variaciones de precios relativos (menor inflación relativa en el país que sufre el *shock*) es reducida desde 2010.

Por tanto, estamos lejos de la compensación de *shocks* asimétricos que predice la teoría de las AMO. Messori y Micossi (2018), señalan cómo en los últimos años la incertidumbre política nacional —*brexit* en 2016, elecciones en Alemania y Francia en 2017, elecciones en Italia en 2018— sigue marcando los desarrollos en la fragmentación financiera. Ellos sintetizan los riesgos en el aún latente riesgo de redenominación, es decir, que el país no pueda atender su deuda soberana y sea obligado a salir del euro. El mercado financiero continúa fragmentado, lo que limita la capacidad de crecimiento a medio y largo plazo del conjunto de la ZE.

En el ámbito de la unión financiera, la ZE mantiene además una inestabilidad inherente en el mercado de deuda soberana, que no es evidente en tiempos normales, pero que se puede reproducir en tiempos de crisis. En particular, no ha resuelto dos riesgos de contagio: entre el sistema bancario y el sector

<sup>8</sup> En el artículo anterior de este monográfico se aborda en detalle el debate sobre el presupuesto de la UE.

CUADRO 1

PRINCIPALES ELEMENTOS DE LA UNIÓN FINANCIERA: LO HECHO Y LO PENDIENTE

	Lo hecho	Lo pendiente	
		Lógica de la responsabilidad de país	Lógica de la acción común
Union Bancaria (UB)	Instituciones: MUS MUR, JERS Regulación: RRC, CRD IV, DRRB, MREL, TLAC	SEGD (reaseguro) + tratamientos de la deuda pública y préstamos dudosos (NPL)	SEGD (coaseguro) Función de préstamo de última instancia europea
Función de estabilización	MEDE, OMT, ELA	FME, SBBS, mecanismo de reestructuración de deuda soberana	Tesoro ZE, presupuesto anticíclico, eurobonos, préstamo de última instancia
Arquitectura institucional	MUS, MUR, MEDE, OMT, autoridades de vigilancia (EBA, EIOPA, ESMA, JERS)	Federalismo ejecutivo, SEGD (reaseguro), FME, UMC	Gobernanza y rendición de cuentas dependiente del Parlamento Europeo, UMC, <i>twin peaks</i>

NOTAS: MUS: Mecanismo Único de Supervisión. MUR: Mecanismo Único de Resolución. RRC, CRD IV: Reglamento y Directiva sobre requisitos de capital. DRRB: Directiva sobre Restauración y Resolución Bancarias. MREL: Minimum required eligible liabilities (Mínimo requerido de pasivos elegibles). TLAC: Total loss-absorbing capacity (Requerimientos de capacidad total de absorción de pérdidas). SEGD: Sistema Europeo de Garantía de Depósitos. NPL: Non-performing loans (préstamos dudosos). MEDE: Mecanismo Europeo de Estabilidad. OMT: Outright Monetary Transactions (operaciones monetarias de compraventa). ELA: Emergency liquidity assistance (provisión urgente de liquidez). FME: Fondo Monetario Europeo. SBBS: Sovereign bond-backed securities (esquema de titulación de bonos soberanos). ZE: zona euro. EBA: Autoridad Bancaria Europea (EBA por sus siglas en inglés). EIOPA: Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación. ESMA: Autoridad Europea de Valores y Mercados. JERS: Junta Europea de Riesgo Sistémico (European Systemic Risk Board, ESRB). UMC: Unión del Mercado de Capitales.

FUENTE: Elaboración propia.

público (vínculo bancos-soberano) y entre países. Como plantea Véron (2017), en virtud del principio de subsidiariedad la solución debe ser europea porque, como ha revelado la crisis, la ruptura de estos riesgos no se puede alcanzar a nivel nacional en un contexto de mercados financieros altamente interrelacionados. Estos riesgos están asociados a dos carencias principales de la ZE: la ausencia de un esquema de aseguramiento común para la UB y la ausencia de un mecanismo de préstamo de última instancia, tanto para bancos, como para países.

Con distintos matices y énfasis en unos aspectos u otros, las distintas propuestas de reforma de la ZE de instituciones, países, académicos y *think tanks* reconocen estas carencias generales. Muy pocos cuestionan que hace falta completar la UB, la Unión del Mercado de Capitales (UMC) y la necesidad de apuntalar la

capacidad de estabilización macroeconómica en la ZE. Lo que difiere son las soluciones. Desde la lógica de la acción común, la solución pasa por la mutualización de los riesgos y por recursos europeos (propuestas como eurobonos, presupuesto anticíclico, función de prestamista de última instancia europeo). Desde la lógica de la responsabilidad de país se plantean mecanismos alternativos de reaseguro o estructuras que faciliten al país mantener su capacidad de endeudamiento (SBBS, FME).

En los próximos apartados se abordan tres áreas pendientes de cierre en la unión financiera: *i)* completar la UB, *ii)* asegurar la función de estabilización de países y *iii)* reformas de la gobernanza y arquitectura institucional. El Cuadro 1 sintetiza las principales propuestas en estos tres ámbitos, distinguiendo entre lógica de la responsabilidad individual y de la acción común.

### 3. Completar la unión bancaria: eliminar el riesgo país

El propósito último de la UB es facilitar la integración de los mercados financieros en la ZE, disociar el riesgo bancario del riesgo país y reducir la contribución del sector público a los problemas bancarios. Ahora bien, como señala el BCE (ECB, 2017a), el proceso de integración financiera experimenta una significativa caída con la crisis que, si bien se recupera a partir de finales de 2012, asociado al anuncio de la UB, desde 2015 se ha estancado en niveles similares a los de 2004<sup>9</sup>.

La arquitectura de la UB presenta aún dos carencias principales, las ausencias de: *i*) un SEGD y *ii*) un mecanismo de préstamo de última instancia europeo para afrontar problemas de liquidez o de resolución. Estos mecanismos permitirían remover el riesgo país para los depositantes e inversores, minimizarían el vínculo soberano-banca y ayudarían en el impulso de un proceso de integración bancaria paneuropea, también estancado.

#### El Sistema Europeo de Garantía de Depósitos (SEGD)

La UB tiene una estructura asimétrica, con unas políticas de supervisión y resolución europeas (desarrolladas respectivamente por el MUS y el MUR), pero una asunción nacional de los posibles costes de estas políticas, al estar aún pendiente el desarrollo del tercer pilar de la UB, el SEGD<sup>10</sup>. La falta de este seguro común mantiene la fragmentación financiera en la medida en que los depositantes no tienen garantía de protección europea y están sujetos al riesgo país.

La Comisión presentó una primera propuesta para el SEGD en 2015 (EC, 2015) que se basaba en un

---

<sup>9</sup> El BCE publica dos índices de integración financiera en Europa, uno basado en precios (compuesto por indicadores de precios de activos y de tipos de interés) y otro en cantidades (con indicadores sobre carteras transfronterizas de activos, bonos y créditos).

<sup>10</sup> Para casos de resolución, la UB sí cuenta con el Fondo Único de Resolución (FUR), que se aborda en el próximo subapartado sobre el préstamo de última instancia europeo.

sistema de coaseguro, consistente con la lógica de la acción común. Se planteaba un fondo común dotado de recursos de los bancos europeos que, tras un período en tres fases en los que compartiría riesgos con los fondos nacionales, llegaría a partir de 2024 a garantizar la cobertura de liquidez y de pérdidas de los bancos europeos. Sin embargo, ante las reticencias de los países acreedores al coaseguro, y a la luz de propuestas teóricas que han cuestionado su necesidad y plantean alternativas de reaseguro, la propia Comisión presentó una nueva versión menos ambiciosa, en octubre pasado (EC, 2017a). En ésta, la Comisión se decanta por el reaseguro, con un esquema en el que el fondo europeo proporciona liquidez temporal a los fondos nacionales que agoten sus recursos. En la nueva propuesta, el coaseguro se limita doblemente: en cuantía, porque solo cubriría la parte que no puedan cubrir los fondos nacionales, y temporalmente, porque se condiciona su implementación a la reducción de los pasivos heredados de la crisis y a la realización de un análisis de calidad de activos previo.

Por tanto, la Comisión, que debería ser el principal garante de la acción comunitaria, ha reducido también la ambición de sus propuestas. Se ha sumado a los que defienden la perspectiva de la responsabilidad de país, que están poniendo el énfasis en la necesidad de reducir la cartera de préstamos dudosos (NPL) y también la diversificación del riesgo soberano<sup>11</sup>. Sin embargo, no está claro ni el problema del riesgo moral, ni la condicionalidad a estos activos heredados y, por otro lado, la eficacia del SEGD exige que se llegue al coaseguro; de otra forma no se rompe el vínculo bancario-soberano.

#### *Riesgo moral y condicionalidad a activos heredados*

En última instancia, la principal función del SEGD es inyectar recursos a bancos con problemas de

---

<sup>11</sup> Son dos áreas en las que se han multiplicado las propuestas en los últimos años. MICOSSI (2017) presenta un buen resumen de las propuestas.

solvencia. En este sentido, no cabe argumentar riesgo moral<sup>12</sup> a futuro porque la supervisión ya está en manos de las autoridades europeas desde 2014 a través del MUS. Más bien el problema de riesgo moral va en la dirección inversa, el riesgo de un exceso de celo supervisor y de resolución europeo, porque el rescate lo hace el país. En otras palabras, Europa vigila, pero si las cosas van mal, resuelve y, además, no paga; lo hace el país, lo que plantea un problema de riesgo moral en el supervisor y el «resolutor», porque no asumen los costes de sus políticas.

La imposición de las nuevas condiciones sobre deuda pública y créditos dudosos se justifica más bien en la lógica de los pasivos heredados; que el SEGD no tenga que hacer frente a dificultades financieras por estos pasivos en el futuro. Sin embargo, los riesgos del sector bancario se han reducido sustancialmente en los últimos años con la recuperación económica. En el tercer trimestre de 2017, la ratio de morosidad del crédito se situaba en el 4,2 por 100 de media en la UE, con importantes diferencias entre países —entre los grandes: Italia (11,8), Francia (3,2), Alemania (2,1), España (4,8)—, que, si bien es alta en comparación con EE UU y Japón (en torno al 1,3 por 100), supone una importante reducción desde los niveles del 7,5 por 100 de media en 2012 (Parlamento Europeo, 2018).

Más aun, la nueva regulación europea<sup>13</sup> ha fortalecido sustantivamente la resiliencia de los bancos: junto a las mayores exigencias de capitalización, se han establecido nuevos mecanismos de asunción de pérdidas por parte de los acreedores (*bail-in*), lo que limita el coste de posibles resoluciones futuras. Por su parte,

el BCE (2018) ha reforzado la política para los nuevos préstamos dudosos, incluyendo una recomendación de tenerlos provisionados transcurridos siete años, y está trabajando en estrategias para la reducción de los ya existentes<sup>14</sup>. También la Comisión (EC, 2018a), a instancias del Consejo, presentó el pasado marzo un paquete de medidas reglamentarias adicionales para acelerar la reducción de los préstamos dudosos, incluyendo niveles mínimos de cobertura, facilitar la ejecución extrajudicial acelerada, el impulso de los mercados secundarios<sup>15</sup> y un estándar para la creación de empresas de gestión de activos (bancos malos).

Tampoco está claro que los préstamos dudosos y la deuda pública sean los únicos pasivos heredados problemáticos. Se concentran principalmente en los sistemas financieros periféricos con mayor peso de banca comercial. Hay otro tipo de pasivos que afectan relativamente más a los países del centro, como por ejemplo los denominados activos de nivel 2 y nivel 3, que se concentran en países con mayor peso de la banca de inversión<sup>16</sup>. Cabe cuestionar también las dudas sobre los riesgos de un SEGD en términos de transferencias de recursos entre países. Un reciente estudio del *staff* del BCE (Carmassi *et al.*, 2018) plantea que un SEGD no supondría subsidiación sistemática entre países (situación en la que unos sistemas bancarios serían siempre paganos) y que las transferencias cruzadas podrían ser mayores en un sistema de reaseguro frente a un sistema de coaseguro.

<sup>12</sup> Riesgo de que los bancos o los países (vía regulación más laxa) asuman mayores riesgos ante la expectativa de rescate europeo a través del SEGD.

<sup>13</sup> Reglamento (RRC) y Directiva (CRD IV) sobre requisitos de capital, Directiva sobre restauración y resolución bancarias (DRRB), que, junto con la Directiva sobre sistemas de garantía de depósitos, constituyen lo que se conoce como el *single rulebook*. Esta regulación se refuerza en 2016 para incluir una ratio de apalancamiento total (3 por 100), una ratio para mitigar excesos de exposición a financiación mayorista a corto plazo (NSFR) y el TLAC que garantizan unos niveles mínimos de capital y deuda *bailinable* en caso de resolución de una entidad.

<sup>14</sup> Son medidas denominadas de Pilar 2 (supervisión) que estudian cada entidad por separado y no son vinculantes.

<sup>15</sup> FELL *et al.* (2018) ofrecen un interesante análisis sobre los problemas de asimetría informativa del mercado de créditos dudosos que se traduce en un mercado con características de oligopsonio (pocos compradores especializados que presionan los precios a la baja). Proponen un esquema más transparente a través de plataformas para su transacción.

<sup>16</sup> Los activos de nivel 2 (como *swaps* de tipos de interés) y 3 (como derivados, capital riesgo, carteras de préstamos no garantizados, paquetes de titulizaciones) son aquellos que no tienen un precio de mercado de referencia (en los de nivel 2 se puede aproximar utilizando otros activos como *proxy* y en los de nivel 3 no). Son activos sobre los que existe potencialmente una elevada discrecionalidad para fijar su precio justo (*fair value*). En países como Alemania, Bélgica, Finlandia o Francia representan alrededor del 25 por 100 del capital básico (CET1).

### *El orden de las reformas sí altera el producto*

Se plantea además un problema de que el orden de los factores sí altera el producto, sobre todo en el caso del tratamiento de la deuda pública. En este ámbito destacan los trabajos del Comité de Basilea (BCBS 2018). Se plantean propuestas en tres direcciones principales: *i)* introducir una ponderación por riesgo a las tenencias de deuda pública, incluyendo eliminar la discreción de los países para fijar ponderaciones preferenciales (actualmente fijadas en cero para la deuda de economías avanzadas), lo que llevaría a un aumento de las dotaciones de capital por tenencias de deuda pública; *ii)* aplicar las reglas de grandes exposiciones a la deuda pública, por ejemplo, a través de limitaciones a las tenencias de deuda (a un porcentaje sobre el capital de alta calidad en torno al 25 por 100) o de incrementos marginales en la ponderación del riesgo en función del volumen de tenencias —aquí entrarían también propuestas europeas que limitan el volumen de exposición a soberanos por país—; *iii)* reforzar la supervisión (Pilar 2, test de estrés, recomendaciones) y la transparencia (Pilar 3) de las exposiciones a soberanos.

Sin embargo, el Comité de Basilea no ha conseguido llegar a un consenso sobre el tratamiento de la deuda soberana. El mercado de títulos de deuda pública es esencial para la estabilidad financiera al ocupar un lugar central como el activo seguro del sistema y, por tanto, es clave para gestionar aspectos como la liquidez, los riesgos, el colateral, y para la transmisión de la política monetaria. Las distintas medidas contempladas sobre su tratamiento introducen distintos problemas que minan esa función esencial.

Por ejemplo, la ponderación del riesgo tiende a tener un comportamiento procíclico de forma que su impacto sobre las primas de riesgo puede llevar a un exceso de penalización de la deuda en las fases recesivas, induciendo a una fragmentación del mercado por huida de capitales hacia la deuda de países considerados más seguros. Las reglas de grandes exposiciones

introducen también problemas en términos del período transitorio necesario para deshacer las posiciones en deuda pública.

Con carácter general, cualquiera de estas medidas sobre la deuda pública exigiría establecer un activo europeo seguro alternativo, alguna fórmula de euro-bono, o un esquema de protección como el SEGD. No parece razonable que la ZE liderara la penalización de la inversión en deuda pública nacional, *de facto* el único colchón para afrontar una crisis, sin establecer unos colchones europeos, como mínimo en paralelo. Se da además la paradoja de que la diversificación en la cartera de deuda entre distintos países de la eurozona se beneficiaría precisamente de la existencia previa de un SEGD, porque permitiría romper el círculo vicioso del riesgo país que penaliza a los países que se consideren más arriesgados.

### **Un esquema de préstamo de última instancia europeo**

Cuando finalice el plazo transitorio en 2024, el fondo del MUR tendrá una capacidad de financiación aproximada del 1 por 100 de los depósitos garantizados, alrededor de 60.000 millones de euros<sup>17</sup>. Ahora bien, estos recursos pueden no ser suficientes para atender a grandes bancos, de forma que necesitaría tener acceso a recursos europeos para facilitar que el banco en resolución pueda recuperar el acceso a la financiación en condiciones de mercado. Se trataría de un esquema de recurso de última instancia análogo al de los fondos de resolución nacionales, que pueden recurrir a sus respectivos Tesoros<sup>18</sup>. Además, el caso

<sup>17</sup> El Fondo Único de Resolución se constituye durante un período de ocho años a partir de aportaciones del sector bancario en función de sus pasivos ajustados por riesgos. Durante el período transitorio hasta su constitución, los Tesoros nacionales facilitan créditos puente para respaldar financieramente su propio compartimento nacional del FUR.

<sup>18</sup> Es, por ejemplo, el caso del FROB en España con recursos del MEDE (canalizados a través del Tesoro español) o de las líneas especiales de liquidez de Reino Unido (Resolution Liquidity Framework, del Banco de Inglaterra) y de EE UU (Orderly Liquidation Fund, en el Tesoro de EE UU, al que puede acceder la FDIC).



del Banco Popular en España ha revelado el problema adicional de la falta de un mecanismo europeo de préstamo de última instancia a un banco que enfrenta problemas de liquidez que superan la que puede obtener por vía de operaciones de política monetaria. En el esquema actual, son los bancos centrales nacionales los que aportan liquidez a través de los denominados ELA<sup>19</sup>, que pueden garantizarse con colateral o con garantías del Tesoro nacional y están reglados por el BCE (ECB, 2017b).

Por argumentos paralelos a los del SEGD, en los préstamos de última instancia son necesarios esquemas europeos para romper con el riesgo país. Goodhart y Schoenmaker (2014) ya advertían antes de la creación de la UB de los posibles conflictos de interés entre el BCE y el MUR —con el mando para decidir sobre cuándo hay problemas de solvencia o de liquidez— y las autoridades nacionales, que son las que aportan recursos para afrontar esos problemas. Argumentaban que al mover la supervisión al BCE era necesario mover también la función de prestamista de última instancia en paralelo (si el BCE decide, entonces debe también pagar).

En el préstamo de última instancia adquieren importancia dos variables centrales: la capacidad de actuar con rapidez (de horas más que de días), lo que exige conocimiento cercano del problema, y la potencia financiera del prestamista, de forma que se pueda enviar un mensaje al mercado de que habrá recursos suficientes para sostener a la entidad afectada. Debe salvarse además la neutralidad fiscal, en el sentido de que la industria debería reintegrar las cantidades adelantadas, sin perjuicio del suficiente tiempo de plazo para devolverlo.

El debate se centra principalmente en cuál debe ser la institución gestora con dos grandes candidatos: el BCE o una autoridad fiscal —un Tesoro europeo o, en su ausencia, el MEDE, eventualmente reconvertido en un FME—. Se podría establecer alguna combinación

de ambos; el BCE podría emitir de manera autónoma con la garantía de colateral o con garantía del Tesoro europeo (total o de las pérdidas), con esquemas de decisión que incluirían la autorización de éste.

En el caso de inyección de recursos en situación de resolución, se están barajando ambas alternativas; la Comisión (EC, 2017b) ya ha planeado la opción de una garantía del FME y también se está considerando la opción de establecer un mecanismo en el BCE. En el caso de la inyección de recursos en situación de iliquidez (siendo la entidad aún solvente) el candidato natural sería el BCE (sustituyendo a los ELA de los bancos nacionales), dada su función supervisora y que, en estos casos, es necesario un conocimiento en detalle de la institución que recibe los recursos. Que sea el BCE evita además el problema de estigma que supondría un esquema de apoyo a través del MUR o el SEGD con garantía del FME, al ser entidades más vinculadas a la resolución. El BCE plantea, no obstante, un problema de riesgo moral en el sentido del interés por mantener la viabilidad de un banco que ha supervisado, o de mantener la estabilidad financiera. La respuesta en estos casos son murallas chinas y el involucramiento de un tercero en el consentimiento de la decisión (por ejemplo, un Tesoro europeo o el MUR).

#### 4. Completar la función de estabilización

La función de estabilización requiere que el país enfrentado a una fase recesiva pueda disponer de recursos para resolver la crisis sin estar limitado ni por un círculo vicioso de una política fiscal procíclica, ni por unos costes de endeudamiento sobredimensionados —porque puedan estar determinados por la incertidumbre o la desconfianza de los mercados, más que por los fundamentales económicos del país—. En este sentido, se plantean dos alternativas de actuación: aportar el margen fiscal desde la propia UE con instrumentos comunes o impulsar políticas que permitan mejorar el margen fiscal de los propios países.

<sup>19</sup> ELA: emergency liquidity assistance.

En el primer caso, en un escenario ideal, siguiendo la lógica de la acción común, el primer óptimo pasa por avanzar en la integración fiscal, con un Tesoro europeo con capacidad para llevar a cabo políticas anticíclicas. El Tesoro tendría recursos propios y, en caso de necesidades extraordinarias, la capacidad de emisión de bonos europeos respaldados por sus propios ingresos. Otras propuestas menos ambiciosas suelen centrarse en mecanismos fiscales para contingencias específicas —protección de inversiones, seguro de desempleo, fondo para contingencias extraordinarias (*rainy day*)—, que pueden basarse en dos tipos de esquemas: los basados en contribuciones de país y transferencias (a individuos o a países), o los que se basan en endeudamiento en el mercado y préstamos al país.

Sin embargo, el debate actual está más centrado en cómo mejorar el margen fiscal de los propios países, que en los últimos años se ha instrumentado a través de los préstamos condicionados del MEDE. En particular, el debate gira en torno a dos desarrollos paralelos: *i*) Alemania ha liderado la propuesta de reconversión del MEDE en un FME<sup>20</sup> —que no afectaría a los recursos fiscales de los Estados miembros<sup>21</sup>—; y *ii*) frente al eurobono, se proponen los denominados SBBS<sup>22</sup>, esquemas de titulización de deuda que permitan a los países endeudarse reduciendo el riesgo país asociado. La propia Comisión, en un ejercicio (equivocado) de posibilismo político, se ha posicionado a favor de estos instrumentos. El problema de estas propuestas está en su diseño, que más que un segundo óptimo, pueden resultar contraproducentes.

<sup>20</sup> Se plantea la posibilidad de reetiquetarla quitando la palabra «monetario» de Fondo Monetario Europeo, por no confundir sus funciones con las de la política monetaria, responsabilidad del BCE.

<sup>21</sup> El coste del MEDE ya está limitado por las aportaciones de capital desembolsado y exigible. En un sistema como el del FMI no habría coste fiscal. Los recursos se sustentan en cuotas y préstamos de los países miembros —en su mayoría aportados por los bancos centrales, contabilizados como reservas y remuneradas al tipo del DEG—. El FMI (como el MEDE), puede además recurrir a financiarse en los mercados de capitales, aunque nunca lo ha hecho.

<sup>22</sup> SBBS: Sovereign bond-backed securities.

### Un Fondo Monetario Europeo sigue siendo un segundo óptimo (y, según como se diseñe, podría ser un «tercero»)

La UEM ha instrumentado el apoyo a los países en crisis a través de los préstamos del MEDE y el complemento de las operaciones OMT, que dan la garantía de compra de deuda pública por parte del BCE a los países en crisis que han suscrito un programa con el MEDE, confiriendo *de facto* al BCE el papel de prestamista de última instancia de los países (sujeto, eso sí, a la condicionalidad de un programa; las OMT no se han llegado a activar). En paralelo, en línea con la lógica de la responsabilidad de país, se ha reforzado sustantivamente la política de supervisión fiscal y macroeconómica, entre las medidas más importantes, los conocidos como: el *Six-pack* —fortalece el pacto de estabilidad y crecimiento y crea un procedimiento de desequilibrios macroeconómicos—, el *fiscal compact* o pacto fiscal europeo —que establece el compromiso de equilibrio presupuestario a lo largo del ciclo<sup>23</sup>— y el *Two-pack*, por el que la comisión emite opinión sobre los presupuestos nacionales de la ZE y realiza supervisión reforzada de los países con asistencia financiera.

La CE (2017c) apuesta ahora por reforzar el MEDE reconvirtiéndolo en un FME<sup>24</sup> bajo el marco jurídico de la UE (a diferencia del MEDE tiene una estructura intergubernamental). El debate está en cómo se diseña el FME, su gobernanza, sus funciones y sus instrumentos, con planteamientos que van desde mantenerlo como el brazo prestamista de última instancia a la UB y a países en crisis, dentro de un pilar fiscal liderado por un Tesoro europeo, a constituirlo como el sustituto de ese pilar fiscal. Utilizando como referencia el FMI, sus dos funciones principales serían las de prevención y resolución de crisis, para lo que debería

<sup>23</sup> Que dio lugar a la reforma del artículo 135 de la Constitución Española.

<sup>24</sup> El FME fue propuesto originalmente por GROS y MAYER (2010).

contar con dos instrumentos principales: la supervisión y la política de préstamo.

En relación a la política de supervisión, un FME plantea el problema de reparto de competencias con la Comisión. Si se crea un pilar fiscal de la ZE (sea el FME o un Tesoro europeo), debería asumir también las funciones supervisoras como parte de su mandato de estabilización macroeconómica. Lo relevante en este caso es la capacidad de la autoridad fiscal para corregir el sesgo procíclico sobre las políticas fiscales y para influir en los países de la ZE de una manera simétrica, tanto a los que tienen déficit (exterior o fiscal), como a los que tienen un exceso de superávit.

Esto exige prestar atención a la gobernanza, con un esquema que podría ser similar al del FMI: un funcionariado bajo una gerencia política con el poder de iniciativa —con la gerencia elegida por el Parlamento Europeo, ante el que rendiría cuentas— y un directorio, con el poder de decisión, donde el poder de voto de los países está determinado por su cuota (habría que determinar distintos tipos de mayorías, simple o cualificada, en función de la política). El funcionariado debería ser diversificado por países, género y formación, reflejando las distintas escuelas de pensamiento en economía, e incluyendo también otras disciplinas académicas. Esta estructura salvaría además, en el caso de los préstamos, el problema actual de la unanimidad del MEDE<sup>25</sup>.

En relación a la política de préstamo a países, el MEDE ya tiene el instrumental necesario: préstamos de resolución de crisis y préstamos precautorios (éstos no usados)<sup>26</sup>. El debate gira en torno a la revisión o complemento de estas políticas por consideraciones

de riesgo moral<sup>27</sup>. Por ejemplo, Wyplosz (2017) argumenta que éste sería mayor en el caso del FME (frente al FMI), por los mayores vínculos económicos entre los países, lo que incentivaría una mayor protección mutua (una mayor expectativa de rescate).

Desde Bruegel (Gianviti *et al.*, 2010) y, más recientemente, en la propuesta de académicos franco-alemanes (Bénassy-Quéré *et al.*, 2018) se ha abogado por establecer un mecanismo europeo de reestructuración de deuda soberana, de forma que, en situaciones de grave insolvencia, el rescate incorporaría nuevos fondos del FME, pero también la reestructuración de la deuda en paralelo (esta propuesta ya la intentó sin éxito el FMI en 2003). Se argumenta que se reduciría el riesgo moral porque los inversores asumirían el riesgo de pérdida y pedirían una prima a los países considerados más arriesgados lo que disciplinaría su endeudamiento.

Sin embargo, la experiencia de las crisis ha demostrado que los mercados no son disciplinadores, tienden a infraestimar el riesgo en las fases alcistas del ciclo y lo sobrevaloran en las fases recesivas, incluyendo estrategias de huida hacia activos seguros en situaciones de crisis de confianza (siguiendo estrategias del tipo «sálvese quien pueda»). Un mecanismo de reestructuración puede ser contraproducente al incentivar, en el caso de activarse, una mayor huida de capitales. Plantea además una importante debilidad técnica: la dificultad de determinar si el país se encuentra ante un problema de insolvencia o de iliquidez<sup>28</sup>. Portugal e Irlanda recuperaron el acceso al mercado tras el rescate sin necesidad de recurrir a la reestructuración; sin embargo, de haber existido un mecanismo de este tipo en 2010, muy probablemente

<sup>25</sup> Por ejemplo, los rescates a países europeos han sido sometidos a recursos ante el constitucional alemán y al voto del Parlamento finés (con una población que apenas supone el 1,6 por 100 del total de la ZE).

<sup>26</sup> El MEDE también puede realizar recapitalizaciones directas de bancos (si bien restringidas), lo que facilita impulsar su papel como prestamista de última instancia de la UB, como veíamos en el apartado anterior.

<sup>27</sup> El riesgo moral se refiere al incentivo a un comportamiento de política económica (riesgo moral de país) o de una práctica de inversión privada (riesgo moral de inversor) más laxo y menos sostenible ante la expectativa de que el país podrá ser rescatado

<sup>28</sup> Se utilizan las técnicas de los análisis de sostenibilidad de deuda cuyas conclusiones pueden variar mucho en función de los supuestos sobre el coste de la deuda, los plazos de amortización o la evolución prevista de la economía.

hubieran sido obligados a reestructurar y la recuperación hubiera sido más costosa.

Más aún, la literatura sobre la importancia del riesgo moral no es concluyente. La crisis parece más relacionada con el ciclo, la infravaloración del riesgo y los procesos especulativos, que con un incentivo a comportamientos insostenibles ante la expectativa de rescate. En el caso del riesgo moral país, la condicionalidad del rescate supone una pérdida de soberanía y de capital político que supone un claro desincentivo a un comportamiento desestabilizador. Lo relevante para el FME es que los préstamos se realicen en unos términos y con las garantías (condicionalidad) tales que reflejen los riesgos que asume. El propio FMI revisó en profundidad su política de condicionalidad en 2009 con un nuevo esquema más laxo basado en los principios de criticidad de las condiciones y de la apropiación del programa por parte del país como la mejor garantía para su éxito<sup>29</sup>.

En definitiva, el FME sigue siendo un paso en la dirección de la responsabilidad individual de los países (préstamo barato para el rescate a cambio de condicionalidad) y no debería utilizarse como coartada para no avanzar en un presupuesto anticíclico europeo (más necesario). Podría además ser contraproducente si su impulso da paso a un mecanismo de reestructuración de deuda o a una mayor condicionalidad en los programas de rescate.

### **Sovereign bond-backed securities (SBBS): puede ser peor el remedio que la enfermedad**

La Comisión (EC, 2018b) se ha sumado también a la propuesta de la titulación de bonos soberanos impulsada por la Junta Europea de Riesgo Sistémico o

JERS (ESRB, 2018), activos conocidos como SBBS<sup>30</sup>, y ha emplazado el debate sobre un bono europeo a más largo plazo. Si bien es cierto que políticamente es difícil sacar adelante los eurobonos, que ya fueron objeto de debate sin éxito durante la crisis de deuda soberana en Europa<sup>31</sup>, de nuevo, no debería ser la Comisión la que abandere segundos mejores si atendemos a su función como garante de lo común en Europa. El primer óptimo para un activo seguro siguen siendo los eurobonos. Además, los SBBS pueden plantear importantes problemas y eventualmente agravar el esquema actual.

La idea de los SBBS es aplicar las técnicas de la titulación a la deuda soberana como medio para romper el vínculo bancario-soberano. Un emisor (por ejemplo, el MEDE) compra deuda pública de países del euro de acuerdo a una proporción fija y los transforma en dos tramos de bonos, uno sénior y otro junior —éstos con mayor riesgo de crédito al estar subordinados a los primeros—, que se emiten también en proporciones fijas (se plantea proporciones del 70 por 100 de bonos sénior y 30 por 100 junior). A efectos de requerimientos de capital, los SBBS tendrían una ponderación de 0 por 100 y a la deuda nacional se le exigiría, bien una ponderación en función del riesgo, bien límites a la concentración (o ambos). Los bancos podrían sustituir la deuda nacional por los nuevos SBBS como activo seguro con lo que se reduciría el riesgo país y el sesgo de soberanos domésticos en las carteras bancarias.

En general, no se cuestiona que los SBBS pueden suponer una mejora en la eficiencia del mercado de deuda pública, en el sentido de que incluye un nuevo activo que permite diversificar riesgos. La pregunta relevante es si este tipo de solución de mercado permite garantizar la estabilidad en situación de crisis, cuando

<sup>29</sup> En 2009 el FMI eliminó la condicionalidad estructural que se sustituyó por unos parámetros de referencia y la evaluación del progreso del programa, bajo el cumplimiento de unas condiciones y objetivos cuantitativos referidos a variables macroeconómicas. Véase MORENO, 2013, capítulos 3 (incluye análisis sobre el riesgo moral) y 5 (la nueva política de préstamo del FMI).

<sup>30</sup> La propuesta de la JERS se nutre especialmente de la original de BRUNNERMEIER *et al.*, 2016, que identifica los activos como «ESBies», European Safe Bonds. El propio Brunnermeier indica en su página web de Princeton que aún pueden llamarse «eSBBieS». Para un mayor detalle sobre los ESBies y los problemas que plantean, véase GARCÍA ANDRÉS (2017).

<sup>31</sup> Tuvo especial eco la propuesta de los bonos rojos y azules (DELPLA y WEIZSÄCKER, 2010).

el país tiene que recurrir a la emisión de deuda para aplicar una política contracíclica sin estar sujeto a un *shock* de desconfianza y a flujos de capitales transfronterizos en la UE que disparen los tipos sobre su deuda. De Grauwe y Ji (2018) resumen los problemas por los que no hay garantías de que los SBBS no permitan mantener la estabilidad del mercado de deuda en un contexto de crisis:

— El propio diseño de la propuesta mantiene los mercados de bonos nacionales, con el añadido de una mayor volatilidad al ser mercados más estrechos.

— Nada hace pensar que los SBBS tendrán un efecto disciplinador sobre los países con peor comportamiento fiscal en períodos de expansión, como tampoco el mercado discriminaba entre bonos alemanes y griegos, antes de la crisis. Observan cómo durante la crisis se produce una inversión en las correlaciones en los tipos de los bonos soberanos: en los períodos de expansión 2000-2009 y 2012-2017 los mercados apenas discriminaban y los tipos de los bonos mantenían una correlación positiva muy alta entre todos los países grandes de la ZE<sup>32</sup>. Sin embargo, durante el período de crisis 2010-2012 se produjo un claro efecto contagio que llevó a un salto en el patrón de las correlaciones y el mercado separó a los países centro (Alemania, Austria, Finlandia, Francia y Países Bajos) del resto, incluyendo correlaciones negativas de este grupo con los países periféricos (Italia, España, Irlanda, Portugal y Grecia).

— En una próxima crisis, ni siquiera se puede prever que el tramo sénior de los SBBS resista una situación de pánico inversor en la que habría una alta probabilidad de huida hacia los países centro (con deuda soberana *super safe*, más segura que el propio SBBS), lo que cuestiona la propia liquidez de los SBBS.

<sup>32</sup> Incluyen en su análisis a Alemania, Austria, Bélgica, España, Finlandia, Francia, Grecia, Irlanda, Italia, Países Bajos y Portugal. La correlación de los tipos de los bonos soberanos tiene unos coeficientes del 0,9 o superiores, tanto entre 2000 y 2009 —salvo Grecia (0,68) e Irlanda (0,61)—, como de 2012 a 2017 —salvo Grecia (0,31) y Portugal (0,78)—.

## 5. Gobernanza y arquitectura institucional

La respuesta de la UEM a la crisis ha estado marcada por la urgencia de los plazos, la necesidad de alcanzar equilibrios políticos y las dificultades que supone una modificación de los Tratados. Esto es lo que ha determinado, por ejemplo, que el BCE haya asumido la supervisión, porque el articulado de la UEM tenía una ventana a esta función<sup>33</sup> (una institución supervisora independiente hubiera exigido la reforma de los Tratados), que el MEDE tenga naturaleza intergubernamental o que haya habido una cierta proliferación institucional: con varias instituciones europeas de supervisión y/o regulación —CE, BCE, JERS, EBA, ESMA, EIOPA<sup>34</sup>—, y un esquema dual de resolución y rescate con estructuras nacionales y europeas (MUR y MEDE)—. La Europa institucional avanza en una suerte de lógica del mínimo común múltiplo europeo, de forma que es más fácil crear nuevas instituciones o ampliar las existentes que reorganizar la estructura vigente.

Si bien el esquema institucional no está entre las prioridades políticas, cabe hacer algunas reflexiones generales sobre los objetivos a largo plazo para tratar de mejorar la eficiencia y las sinergias institucionales. Hay dos elementos que adquieren especial importancia: la alineación de la gobernanza con un esquema de rendición de cuentas también europeo y la arquitectura institucional.

Sobre gobernanza, el problema es de naturaleza más amplia y tiene que ver con el modelo general de la UE, que se caracteriza por el federalismo ejecutivo<sup>35</sup>, que en el ámbito de la unión financiera se materializa en que es el Consejo Europeo y los países los

<sup>33</sup> El artículo 127(6) del Tratado de Funcionamiento de la UE permite al BCE realizar supervisión prudencial (no de conducta) de instituciones de crédito.

<sup>34</sup> Autoridad Bancaria Europea (EBA por sus siglas en inglés), Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación (EIOPA), Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) y Junta Europea de Riesgo Sistemático (JERS, European Systemic Risk Board).

<sup>35</sup> En el artículo primero de esta publicación se aborda en detalle la gobernanza de la UE.

que mantienen un mayor control sobre las instituciones europeas. Así, son los países los que deciden, por ejemplo, las gerencias del BCE y el MEDE y los que lideran la representación en las autoridades de supervisión europeas (EBA, ESMA, EIOPA) e internacionales (FSB, BCBS). La mejora de la gobernanza pasaría por potenciar el papel del Parlamento Europeo en los nombramientos y la rendición de cuentas de las instituciones, más allá de las comparecencias actuales, de naturaleza más formal que efectiva.

En la arquitectura institucional de supervisión de los mercados Europa ha mantenido el esquema sectorial que ya tenía antes de la crisis. Así, las principales reformas han consistido en elevar el rango a autoridad de los antiguos comités de banca, seguros y pensiones (EBA, EIOPA y ESMA) y la creación de dos nuevas autoridades, una de supervisión microprudencial, el MUS en el BCE, y otra macroprudencial, la JERS. Este tipo de modelo sectorial —centrado en el objeto de la institución supervisada— se ha quedado obsoleto en un contexto de un sistema financiero altamente interconectado, con conglomerados financieros<sup>36</sup> y el crecimiento de la banca en la sombra<sup>37</sup> y de nuevos actores y formas de negocio basadas en las tecnologías de la información y la comunicación (*fintech*). El objetivo debe ser el mismo tipo de supervisión y regulación para el mismo tipo de actividad, con independencia de qué tipo de institución la desarrolle.

De hecho, el modelo sectorial se encuentra en retroceso en la ZE (se mantiene en países como Chipre, España, Eslovenia, Grecia o Luxemburgo) y la mayoría de los países han adoptado en los últimos años uno de dos modelos: *i*) un modelo de dos agencias (es el caso de Bélgica, Francia, Italia, Países Bajos o Reino Unido) con un supervisor de bancos y

aseguradoras y otro de mercados. Entre estos modelos se encuentra el de *twin peaks* o de pilares gemelos, con un supervisor prudencial (normalmente bajo el banco central) y otro de conducta (la autoridad del mercado de valores), con independencia del tipo de entidad que la desarrolle; o *ii*) el modelo integrado (Alemania, Austria, Finlandia, o Irlanda), en el que hay un único supervisor, si bien con una organización interna que suele establecer murallas chinas entre los distintos tipos de tipos de supervisión (de conducta y microprudencial, con la macroprudencial, que suele separarse en otra institución).

El modelo de pilares gemelos marca un punto intermedio en Europa y tiene la ventaja de la especialización institucional de la supervisión prudencial, por un lado, que exige una cultura institucional basada en la confidencialidad y un conocimiento técnico centrado en contabilidad, finanzas y macroeconomía, y la de conducta, por otro, que exige una cultura institucional más transparente y una *expertise* en temas como el abuso de mercado, la información privilegiada o la protección del consumidor y el inversor financiero.

Los candidatos europeos serían la ESMA, para la supervisión de conducta, y el BCE, para la supervisión prudencial. Entre ambas instituciones se absorberían las funciones de la EBA y la EIOPA, lo que exigiría el cambio de los Tratados, incluyendo la ampliación de competencias supervisoras del BCE a las compañías de seguros. Plantea además el problema del distinto perímetro geográfico del BCE-MUS (Eurosistema) y las autoridades regulatorias (UE). Como señala Véron (2017), la reconversión de la ESMA en una verdadera autoridad de conducta exigiría un gran cambio en su mandato y financiación, pero resultaría clave para avanzar en la unión del mercado de capitales con un verdadero esquema paneuropeo, reduciendo las distorsiones y fragmentación que introduce la multiplicación de esquemas nacionales.

Respecto a la concentración de la supervisión prudencial en el BCE, cabría incluir también la supervisión macroprudencial de la JERS, e incluso, la integración

<sup>36</sup> En Europa, más del 30 por 100 de los bancos y de las compañías de seguros están integrados en conglomerados financieros (SAPIR *et al.*, 2017).

<sup>37</sup> Entidades fuera del perímetro bancario, pero con una actividad financiera con el potencial para afectar a la estabilidad del sistema bancario, como *hedge funds*, fondos del mercado de capitales y vehículos de inversión estructurados.

del MUR en el MUS, en línea con la mayoría de los Estados miembros, en los que las funciones de resolución se integran en el supervisor prudencial nacional. Aquí se plantea un debate adicional entre mantener las funciones supervisoras integradas en el BCE frente a la posible separación del MUS del BCE (en línea con el modelo alemán), es decir, separar, por un lado, la supervisión microprudencial y, por otro, las funciones de política monetaria y de estabilidad financiera (política macroprudencial). En el sistema vigente, las decisiones supervisoras son acordadas independientemente por el MUS y el Consejo de Gobierno del BCE (que decide la política monetaria) las aprueba formalmente bajo el principio de no objeción.

En este ámbito hay distintas combinaciones de sinergias e inconsistencias cruzadas. Por ejemplo, uno de los debates que ha planteado la crisis se refiere al alcance con el que debe incorporarse el objetivo de la estabilidad financiera en el instrumental de política monetaria, que a grandes rasgos enfrenta a quienes defienden que se mantengan separadas —controlando la estabilidad con el instrumental que proporciona la regulación y supervisión financiera— y quienes defienden la inclusión de la estabilidad financiera entre los objetivos de la política monetaria, incluyendo el uso de los tipos de interés por razones de estabilidad<sup>38</sup>. También existen sinergias entre la vigilancia de la estabilidad micro y macrofinanciera, que están estrechamente interrelacionadas (un banco pequeño puede generar una crisis de estabilidad), y que adquieren especial importancia en un contexto de crisis, en que es necesaria una actuación rápida y concertada.

Los dos modelos son viables, cada uno con sus retos de gobernanza. El reto del modelo integrado pasa por establecer las necesarias murallas chinas, y el de

la separación del MUS del BCE por el de la coordinación interinstitucional.

## 6. Reflexiones finales

Cabe esperar que las próximas reformas de la unión financiera continuarán guiadas por la lógica de la responsabilidad individual de país. Es probable que se establezca algún plan de medio plazo para un SEGD que acabe llegando al coaseguro (al menos parcialmente), condicionado, eso sí, a una mayor reducción del crédito dudoso y a algún requisito sobre las tenencias de deuda soberana. Otros avances posibles son el desarrollo de la agenda acelerada de la Comisión sobre la Unión del Mercado de Capitales, una capacidad financiera suplementaria para el MUR, o el establecimiento de algún mecanismo europeo de protección de inversiones, o incluso un fondo europeo para emergencias (*rainy day fund*). Más allá de estas reformas, como hemos visto, otros pasos pueden ser contraproducentes si no van en la dirección de una verdadera mutualización de recursos a nivel europeo. A modo de cierre, tres reflexiones genéricas sobre el proceso de avance en la unión financiera:

— El mercado no ha demostrado ser disciplinador. Hay que desconfiar de las reformas que recaigan en exceso en mecanismos de mercado para disciplinar el endeudamiento del sector público o de las instituciones financieras. Si algo se ha aprendido de la crisis es que los mercados financieros no son ni disciplinados, ni disciplinadores. Los mercados tienden a tener un comportamiento inversor y una actitud frente al riesgo procíclica y son susceptibles de comportamientos de euforia (burbujas) y de pánico, que han estado en el centro de la crisis.

— El riesgo de histéresis institucional. El proceso de reforma en Europa exige muchos equilibrios políticos y se hace especialmente complejo cuando requiere reformar los Tratados. Cualquier cambio tiende a perdurar en el tiempo y a retrasar la adopción de posibles reformas alternativas que mejoren las aprobadas.

<sup>38</sup> Por ejemplo, subir tipos de interés cuando se observa una acumulación excesiva de riesgos financieros (estrategia que se conoce como *lean against the wind*). Para un análisis más detallado sobre el debate sobre los objetivos de política monetaria y financiera en Europa véase MORENO y MORENO (2016), cap. 6.

Una vez ya se ha asentado el esquema básico de respuesta a la crisis (y mientras no llegue otra), es mejor «esperar a mañana» y avanzar, aunque sea en reformas menos ambiciosas y escalonadas, pero que vayan claramente en la dirección de lo común, en lugar de aplicar estrategias del tipo «más vale pájaro en mano» que puedan ser contraproducentes.

— Vaso medio lleno: la ZE ha llevado a cabo reformas muy sustantivas en respuesta a las crisis. Por ejemplo, en 2009 era impensable que habría un MEDE para rescatar países o que el BCE compraría deuda pública en el mercado secundario a través de su política de expansión cuantitativa. Aunque no del todo, estamos mejor preparados para afrontar la próxima crisis. Si bien es cierto que las reformas son mejores en tiempos buenos, desafortunadamente, en la práctica de la UE ha solido avanzar más en los malos.

## Referencias bibliográficas

- [1] BCBS (2018). *The Regulatory Treatment of Sovereign Exposures*. Basel Committee on Banking Supervision Discussion paper (9 March 2018).
- [2] BANCO CENTRAL EUROPEO (2017a). *Financial integration in Europe*. European Central Bank. Mayo.
- [3] BANCO CENTRAL EUROPEO (2017b). *Guidance to Banks on Non-Performing Loans*. European Central Bank. Marzo.
- [4] BANCO CENTRAL EUROPEO (2018). *Guía sobre préstamos dudosos para entidades de crédito* (marzo de 2017 y agenda de marzo de 2018), Frankfurt.
- [5] BENASSY-QUÉRÉ, A. *et al.* (2018). «Reconciling Risk Sharing with Market Discipline: A Constructive Approach to Euro Area Reform», *CEPR Policy Insight*, nº 91.
- [6] BRUNNERMEIER, M.; LANGFIELD, S.; PAGANO, M.; REIS, R.; VAN NIEUWERBURGH, S. y VAYANOS, D. (2016). «ESBies: Safety in the Tranches». 20 September 2016 VOX CEPRs Policy Portal.
- [7] CARMASSI, J.; DOBKOWITZ, S.; EVRARD, J.; PARISI, L.; SILVA, A. y WEDOW, M. (2018). «Completing the Banking Union with a European Deposit Insurance Scheme: Who is Afraid of Cross-Subsidisation?» *ECB Occasional Paper*, nº 208 (04/11/18).
- [8] COMISIÓN EUROPEA (2015). *Commission Proposal for a European Deposit Insurance Scheme (EDIS)* (11/24/2015).
- [9] COMISIÓN EUROPEA (2016). *Comprehensive Package of Reforms to Further Strengthen the Resilience of EU Banks*. European Commission.
- [10] COMISIÓN EUROPEA (2017a). *Communication on Completing the Banking Union*. European Commission (11/10/17).
- [11] COMISIÓN EUROPEA (2017b). *Reflection Paper on the Deepening of the Economic and Monetary Union*. European Commission (31/05/17).
- [12] COMISIÓN EUROPEA (2017c). *Completing Europe's Economic and Monetary Union – Policy Package* (06/12/17).
- [13] COMISIÓN EUROPEA (2018a). *Commission Measures to Address the Risks Related to NPL*. European Commission (14/03/18).
- [14] COMISIÓN EUROPEA (2018b). *Enabling Regulatory Framework for the Development of Sovereign Bond-backed Securities* (23/01/2018).
- [15] DE GRAUWE, P. (2011). «The Governance of a Fragile Eurozone», *CEPS Working Document*.
- [16] DE GRAUWE, P. y JI, Y. (2018). «Financial Engineering will not Stabilise an Unstable Euro Area». 19 March 2018 VOX CEPR's Policy Portal. Recuperado el 14 de marzo de 2018 de: <https://voxeu.org/article/financial-engineering-will-not-stabilise-unstable-euro-area>.
- [17] DELPLA, J. y VON WEIZSÄCKER, J. (2010). «The Blue Bond Proposal». *Bruegel Policy Brief Issue* 2010/03. May.
- [18] DRAGHI M. (2012). *Verbatim of the Remarks Made by Mario Draghi at the Global Investment Conference* in London 26 July 2012, ECB. Frankfurt.
- [19] FELL, J.; GRODZICKI, M.; KRUŠEC, D.; MARTIN, R. y O'BRIEN, E. (2017) «Overcoming Non-performing Loan Market Failures with Transaction Platforms». *Financial Stability Review*, noviembre 2017, ECB – Special features.
- [20] GARCÍA ANDRÉS, G. (2017). «ESBies: ¿la solución para el euro?» *Blognewdeal.com*
- [21] GIANVITI, F.; KRUEGER, A.; PISANI-FERRY, J.; SAPIR, A. y VON HAGEN, J. (2010). *A European Mechanism for Sovereign Debt Crisis Resolution: A Proposal*. Bruegel Blueprint. GOODHART, Ch. y SCHOENMAKER, D. (23 Octubre 2014). The ECB as Lender of Last Resort? VOX CEPR's Policy Portal.
- [22] GROS, D. y MAYER, T. (2010). «Towards a European Monetary Fund». *CEPS Policy Insights*.
- [23] MESSORI, M. y MICOSSI, S. (2018). «Counterproductive Proposals on Euro Area Reforms by French and German Economists». *CEPS Policy Insights*, nº 2018/04, February 2018.
- [24] MICOSSI, S. (2017). *A Blueprint for Completing the Banking Union*. *CEPS Policy Insights*.
- [25] MORENO, P. (2013). «The Metamorphosis of the IMF (2009-2011)», *Estudios Económicos*, nº 78, Banco de España.
- [26] MORENO, M. y MORENO P. (2016). *Socialdemocracia o liberalismo. La política económica en España*. Ed: Catarata, Madrid, 2016.



[27] PARLAMENTO EUROPEO (2018). *Non-performing Loans in the Banking Union: Stocktaking and Challenges*. European Parliament Briefing, Directorate General for Internal Policies.

[28] SAPIR, A.; SCHOENMAKER, D. y VÉRON, N. (2017). «Making the Best of Brexit in Finance: The EU27 Side», *Policy Brief* 2017/01, Bruegel.

[29] SCHOENMAKER, D. y VÉRON, N. (2017, November). «A 'Twin peaks' Vision for Europe», *Policy Contribution* Issue n° 30, Bruegel.

[30] VÉRON, N. (2017). *Charting the Next Steps for the EU Financial Supervisory Architecture*. Written Statement Prepared for the Public Hearing on the European System of Financial Supervision German Bundestag, Finance Committee–Berlin, 31 May 2017.

[31] WYPLOSZ, Ch. (May, 2017). «A European Monetary Fund?». Scrutiny Paper Provided in the Context of Economic Dialogues with the President of the Eurogroup in the Economic and Monetary Affairs Committee – European Parliament.

## ***Encuesta de Coyuntura a la Exportación***



*La S.G. de Estudios y Evaluación de Instrumentos de Política Comercial del Ministerio de Industria, Comercio y Turismo elabora la Encuesta de Coyuntura de la Exportación. Operación estadística incluida en el Plan Estadístico Nacional (operación número 7229 del Plan correspondiente al cuatrienio 2017-2020). Esta encuesta se dirige a aquellas empresas que realizan actividades de exportación de mercancías. Su periodicidad es trimestral y se investiga a un total de 1.900 empresas. Se puede consultar en <http://www.comercio.gob.es/es-ES/comercio-exterior/estadisticas-informes/Paginas/Encuesta-de-Coyuntura-de-la-Exportacion.aspx>*