



FUNDACIÓN DE
ESTUDIOS FINANCIEROS

fundación



ANUARIO DEL EURO 2014

Dirección

**Fernando Fernández Méndez de Andés
IE Business School**

**Con la colaboración de Carlos Poza Lara
Universidad Antonio de Nebrija**

ISBN: 978-84-697-2053-0
Depósito Legal: M. 35721 - 2014
Edita: Fundación de Estudios Financieros
Imprime: Reimpventa S.L.



ÍNDICE

EQUIPO DE TRABAJO	7
PRESENTACIÓN	9
RESUMEN EJECUTIVO	
<i>Fernando Fernández</i>	11
1. Una panorámica del papel del euro en el mundo	
<i>Fernando Fernández y Carlos Poza</i>	35
1.1. El euro como medio de pago	37
1.1.1. Evolución del tipo de cambio nominal de la moneda única en 2014: depreciación del euro con expectativas de que lo siga haciendo	37
1.1.2. El euro como moneda de pago en el comercio internacional	39
1.2. El euro como moneda de reserva	43
1.2.1. La evolución de las reservas internacionales en euros	43
1.2.2. El euro como ancla nominal de los tipos de cambio	47
1.2.2.1. Tipos de cambio fijados explícitamente al euro	47
1.2.2.2. Tipos de cambio con el euro como ancla implícita	51
1.2.3. El euro como moneda paralela: depósitos, préstamos y otros indicadores de confianza en el euro	52
1.2.3.1. Evolución de los depósitos en euros	52
1.2.3.2. Evolución de los préstamos en euros	54
1.2.3.3. Otros indicadores de confianza en el euro	56
1.3. El euro en los mercados financieros	58
2. La fragmentación financiera en la Eurozona	
<i>José Ramón Díez</i>	65
2.1. Introducción	66
2.2. Indicadores de los mercados monetarios	67
2.2.1. Los bancos disminuyen el exceso de liquidez que acumulaban	67
2.2.2. Se reduce la dispersión entre los tipos de interés monetarios	68
2.2.3. Progresos, aunque lentos, en la actividad transfronteriza	69
2.3. Indicadores del mercado de bonos soberano	70
2.3.1. Se reduce la divergencia entre las rentabilidades de la deuda de los países de la zona	70
2.3.2. Se frena la caída en las tenencias de las entidades financieras de deuda de otros países de la UEM	71
2.3.3. Se recupera la inversión de las Instituciones de Inversión Colectiva en deuda de otros países de la UEM	72
2.4. Indicadores del mercado de bonos corporativos	73
2.5. Indicadores de los mercados de financiación minoristas	75
2.5.1. Los indicadores de precios han evolucionado de forma favorable	76
2.5.2. Los volúmenes siguen dando señales de fragmentación	78
2.6. Medidas adoptadas por el BCE	79



2.6.1. Operaciones TLTRO (Targeted Longer-Term Refinancing Operations) _____	80
2.6.2. Programa de compra de activos de renta fija privada _____	81
2.6.3. Valoración de las medidas del BCE desde la perspectiva de la fragmentación de mercados _____	82
3. De las Palabras a los Hechos: el Banco Central Europeo en 2014	
<i>José María Abad</i> _____	85
3.1. Normalización financiera y orientación de expectativas: enero – abril _____	89
3.1.1. «No hacer nada» _____	89
3.1.2. Inflación (muy) baja durante un largo período de tiempo _____	90
3.1.3. Relación entre exceso de liquidez y EONIA _____	91
3.1.4. Orientación de expectativas _____	98
3.2. «Better Deeds than Words»: abril – septiembre _____	99
3.2.1. Una nueva función de reacción _____	99
3.2.2. Paquete de medidas: junio – septiembre _____	102
3.2.2.1. Cambios en el pasillo de tipos _____	103
3.2.2.2. Nuevas inyecciones brutas de liquidez _____	104
3.2.2.3. Impacto conjunto del paquete de medidas _____	113
3.3. Retos pendientes y los límites de la política monetaria _____	116
3.3.1. Futura ampliación del programa de compras de activos _____	116
3.3.2. La falta de demanda de crédito y los límites de la política monetaria _____	122
3.3.3. Barreras al proceso de normalización operativa de la política monetaria _____	123
3.4. Conclusiones _____	124
4. Sistema de pagos europeo: descripción e implicaciones de la SEPA	
<i>José Luis Langa</i> _____	129
4.1. Introducción: Relevancia de los sistemas de pago _____	130
4.2. Orígenes de SEPA _____	133
4.3. Objetivos de SEPA _____	138
4.4. Área SEPA _____	140
4.5. Instrumentos de pago _____	141
4.6. Estándares _____	146
4.7. Infraestructuras _____	148
4.8. La gobernabilidad en el proceso de implantación de SEPA _____	150
4.9. Proceso de migración a SEPA _____	151
4.10. El Reglamento SEPA _____	153
4.11. Más allá de SEPA _____	155
4.12. Algunas conclusiones _____	158
5. El supervisor único, un paso definitivo hacia la integración europea	
<i>Alejandra Kindelán Oteya y Carlos Solanillos Medina</i> _____	161
5.1. Introducción _____	161
5.2. Antecedentes y marco general de la Unión Bancaria _____	162



5.3	Fase de implementación y transición	168
5.4	Conclusiones: el nuevo marco de supervisión en la UE y su impacto	180
6.	El Mecanismo Único de Resolución en el contexto de la Unión Bancaria	
	<i>María Abascal, Santiago Fernández de Lis y José Carlos Pardo</i>	185
6.1.	Introducción	186
6.2.	Resolución: una pieza clave en la reforma financiera internacional	187
6.3.	La BRRD: un marco común para Europa	191
6.4.	El Mecanismo Único de Resolución (SRM) como complemento del Mecanismo Único de Supervisión (SSM)	198
6.5.	El SRF y su financiación	202
6.6.	De la unión bancaria 1.0 a la versión 2.0	207
7.	Unión Económica, Fiscal y Social	
	<i>Fernando Fernández y Carlos Poza</i>	211
7.1.	Introducción	213
7.2.	Unión económica: coordinación y gobernanza	214
7.3.	La gobernanza fiscal en Europa	223
7.4.	La Europa Social	239
8.	An assessment of the financial assistance programmes	
	<i>Guntram B. Wolff</i>	255
8.1.	Introduction	256
8.2.	Country evidence	262
8.2.1.	Greece	262
8.2.2.	Ireland	265
8.2.3.	Portugal	268
8.2.4.	Cyprus	270
8.3.	A special case – the Spanish financial assistance programme	273
8.4.	Conclusions	278
9.	Unión Política y gobierno económico europeo	
	<i>José María de Areilza</i>	283
9.1.	Introducción	284
9.2.	La fatiga política de la integración europea	286
9.3.	Crisis y rediseño del euro	288
9.4.	Competencias, método comunitario y «método de Unión»	292
9.5.	Reformas políticas e institucionales	297
9.6.	Conclusiones: decálogo utópico para una Unión Política posible	301
	ENTIDADES PATRONO DE LA FUNDACIÓN DE ESTUDIOS FINANCIEROS	303



EQUIPO DE TRABAJO

DIRECCIÓN

Fernando Fernández Méndez de Andés

Doctor en Ciencias Económicas y Profesor de Economía y Estabilidad Financiera del IE Business School. Consultor internacional. Ha sido Director del Servicio de Estudios del Banco Santander Central Hispano y Economista Principal del Fondo Monetario Internacional

COLABORADORES

José María Abad

Economista Jefe y Subdirector de Estudios y Relaciones Internacionales del Instituto de Crédito Oficial (ICO). Miembro del Consejo de Administración de AXIS Participaciones Empresariales, SGEGR. Antes de incorporarse al ICO, trabajó como economista en Goldman Sachs, UniCredit y Moody's, como consultor de estrategia en KPMG, y como investigador en el IESE Business School.

María Abascal

Licenciada en Economía y Técnico Comercial y Economista del Estado es desde junio de 2010 Economista Jefe de la Unidad de Regulación y Políticas Públicas de BBVA Research. Ha sido Subdirectora General de Análisis Financiero y Estratégico de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera y consejera del Vicepresidente Ejecutivo del Instituto Español de Comercio Exterior (ICEX).

José María de Areilza

Profesor Ordinario y Cátedra Jean Monnet-ESADE. Secretario General de Aspen Institute España. Doctor en Derecho por la Universidad de Harvard, Miembro del Consejo Europeo de Relaciones Exteriores y Senior Research Associate del Real Instituto Elcano. Autor de «Poder y Derecho en la Unión Europea» (Citivas, 2014).

José Ramón Díez Guijarro

Licenciado en Ciencias Económicas y Empresariales por la Universidad Complutense de Madrid y Máster en Finanzas por ICADE. En la actualidad es el Director del Servicio de Estudios de Bankia, Profesor de Entono Económico y Análisis de Países del IE Business School y Profesor de Estructura Económica Española en CUNEF.

Santiago Fernández de Lis

Economista por la Universidad Autónoma de Madrid. Es Economista Jefe de Sistemas Financieros y Regulación de BBVA Research. Fue Socio Director del Departamento Internacional de Afi (2007-2011) y Director del Departamento Internacional del Banco de España (2001-2007). Entre 1998 y 2000 trabajó en el Comité de Sistema Financiero Global (CGFS) del BIS (Bank for International Settlements).

Alejandra Kindelán

Directora del Servicio de Estudios Económicos y Public Policy de Banco Santander y Subdirectora General del Banco. Anteriormente trabajó para el Banco Mundial. Es licenciada en Ciencias Económicas y Ciencias Políticas por Wellesley College, habiendo completado programas de formación ejecutiva en IESE Madrid e Insead Fontainebleau.

José Luis Langa

Licenciado en Ciencias Económicas por la Universidad Complutense de Madrid. Ingresó en el Banco de España en 1990 donde llegó a ser Director General del Servicio de Pagos Interbancarios desde el año 2000 a 2006. Actualmente ocupa el cargo de Director de Desarrollo de Negocios en Iberpay. Es miembro del Comité de Directores de la Asociación Europea de Cámaras de Compensación (EACHA).

José Carlos Pardo

Licenciado en Ingeniería Industrial por la Universidad de Deusto y Máster en Información Financiera y Sistemas. Es economista jefe de Políticas de Recuperación y Resolución en BBVA. Anteriormente fue Director del departamento de Gestión de Riesgos Financieros (FRM – Financial Risk Management) en KPMG.



Carlos Poza Lara

Doctor en Ciencias Económicas por la Universidad Complutense de Madrid. Profesor Titular de Análisis Económico de la Universidad Nebrija. Profesor Asociado del Centro de Estudios Económicos y Comerciales-Universidad Internacional Menéndez Pelayo. Profesor Asociado de la Universidad Carlos III.

Carlos Solanillos

Analista de regulación financiera del Banco Santander. Máster en Gestión Internacional de la Empresa por el CECO y licenciado en Economía y Periodismo por la Universidad Carlos III de Madrid. Ha trabajado en el ICEX, la Comisión Nacional de Energía y como periodista en las agencias Reuters y Europa Press.

Guntram B. Wolff

PhD in Economics at University of Bonn. Director of Bruegel since June 2013. His research focuses on the European economy and governance, on fiscal and monetary policy and global finance. Previously he worked on the macroeconomics of the euro at the Commission and on fiscal policy at Deutsche Bundesbank. He has been an adviser to the International Monetary Fund.

GRUPO DE CONSULTA

Mónica de Linos Escofet

Directora de la Fundación ICO

Blanca Navarro

Jefa del Área de Estudios ICO

Carlos Gómez

Servicio de Estudios ICO

Silvia Consuegra Rodríguez

Técnico Fundación ICO

Juan Carlos Ureta Domingo

Presidente FEF-IEAF

Javier Méndez Llera

Director General – Secretario General FEF-IEAF

Alfredo Jiménez Fernández

Director de Análisis y Estudios FEF



PRESENTACIÓN

La Fundación ICO y la Fundación de Estudios Financieros decidieron conjuntamente, en el año 2012, la publicación de un estudio periódico denominado «*Anuario del Euro*» cuyo objetivo fuera contribuir al conocimiento de la relevancia y el papel que representa la moneda única y sugerir nuevas propuestas e ideas para reforzar su alto nivel de aceptación.

El objetivo de esta colaboración se traduce en la elaboración de una publicación anual para poner a disposición del lector los importantes cambios que se han producido en el último año en la unión monetaria, fiscal, económica y política, señalando los aciertos, las limitaciones y las posibles insuficiencias de los mismos.

Para responder a este objetivo, el informe que presentamos es el segundo de la colección, y se articula en nueve capítulos que recogen los aspectos esenciales de la construcción europea. En los cuatro primeros se pasa revista a la realidad actual de la Unión Monetaria y se cuantifica la utilización del euro en las operaciones de comercio internacional y en los mercados financieros. A su vez, se analizan los avances en el proceso de integración financiera europea y como se ha desarrollado la política monetaria del euro. Para completar el cuadro de la realidad del euro se incluye un capítulo sobre el sistema de pagos de la Eurozona.

Los cuatro capítulos siguientes son específicos de este año y en ellos se repasan las novedades puestas en marcha en 2014. Así se analizan la supervisión única bancaria y el mecanismo único de resolución de bancos como un paso definitivo hacia la integración europea. También se analizan los retos que representan la unión fiscal, económica y social en Europa y se hace una valoración de los programas excepcionales de ajuste estructural llevados a cabo en la Unión Europea. El libro se cierra con una reflexión política sobre el estado de la Unión.

El trabajo incluye un resumen ejecutivo que sistematiza las diferentes aportaciones realizadas por los colaboradores que en él han participado y un decálogo de conclusiones que remarca las principales cuestiones que queremos transmitir.

En el estudio se señala que el avance ha sido espectacular y hoy la Eurozona está mucho más cerca de ser un área monetaria óptima. En este contexto excesivamente técnico, parece una prioridad explicar con rigor y detalle, a lo largo de este volumen, los múltiples cambios que se han producido en la Unión Monetaria, analizar lo que significan y cómo van a influir en nosotros.

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

La Fundación de Estudios Financieros y la Fundación ICO esperan que el Anuario correspondiente al año 2014 suponga una importante aportación al actual debate sobre el euro y la construcción europea y que sea del interés de todos sus lectores.



RESUMEN EJECUTIVO

FERNANDO FERNÁNDEZ¹

1. INTRODUCCIÓN

Un año más, y van cuatro gracias a la Fundación de Estudios Financieros y a la Fundación ICO², nos proponemos describir, analizar y discutir el proceso hacia una Unión Monetaria Europea que sea económicamente sostenible, políticamente compatible con los ideales europeos y globalmente consistente con los objetivos de paz, estabilidad y prosperidad con los que Europa puso fin a su terrible siglo XX. Un proyecto europeo extremadamente ambicioso que parecía sumido en una crisis terminal, pero que ha sabido reconducirse avanzando en la construcción de un nuevo espacio político, poniendo en marcha una unión bancaria sin precedentes y estableciendo las bases de una unión económica, fiscal y social. Un proyecto incompleto, indefinido en sus detalles y contornos -nunca fue tan cierto que se hace camino al andar- pero un proyecto cuya realidad es indiscutible y cuya voluntad de permanencia ha quedado demostrada.

Sin embargo, esos mismos políticos europeos que han sido capaces de avanzar por consenso en tiempos turbulentos son duramente criticados por unas opiniones públicas desconcertadas que navegan entre el pesimismo de la decadencia y el populismo de la ingenuidad y que se recrean peligrosamente en el nacionalismo. Como si la Historia de Europa no fuera evidencia suficiente de sus trágicos desmanes. Esta es en síntesis la situación de Europa a finales de 2014: una economía que ha superado una nueva recesión pero que coquetea con la deflación y donde el desempleo amenaza con hacerse estructural y las diferencias internas políticamente insostenibles; unas instituciones políticas y regulatorias que se han redefinido inteligentemente para adaptarse a la moneda única dentro de una legalidad, el Tratado de Maastricht, que llevado al límite muestra sus limitaciones y amenaza con explotar cualquier día; y una población que asiste entre perpleja e irritada al nacimiento de una nueva realidad política que le es ajena.

Nuestro objetivo es como siempre doble: explicar lo que está pasando sin renunciar a influir en ello. Explicar, difundir, divulgar la unión monetaria europea nunca ha sido más necesario, ni más difícil. Necesario, porque pese a su aparente tecnicismo y lejanía, a su lenguaje burocrático y su jerga monetaria economicista, la UME está cambiando irreversiblemente la vida de los ciudadanos europeos, sus relaciones con bancos e insti-

¹ Fernando Fernández Méndez de Andrés es profesor en IE Business School y Director del Anuario del Euro desde sus inicios.

² Los libros anteriores «La crisis en Europa, crisis soberana o crisis del euro» 2012, «La arquitectura institucional de la refundación del euro» 2013 o el «Anuario del Euro 2013» en 2014 pueden encontrarse todos en la página web de la Fundación de Estudios Financieros, www.fef.es.



tuciones financieras como ahorradores o inversores, pero también sus expectativas como contribuyentes o meros consumidores de bienes públicos o privados, y hasta las consecuencias de sus decisiones políticas soberanas. Difícil, porque son múltiples las decisiones tomadas, cada vez más los agentes decisores y crecientemente complejos los procesos de decisión. Y porque la Unión Europea no se ha resistido a la tentación de disfrazar las difíciles decisiones de un lenguaje ampuloso, políticamente correcto o excesivamente tecnócrata, alejando así su comprensión del elector medio, del ciudadano corriente y razonablemente informado.

La divulgación económica es siempre imprescindible; en este caso es casi una obligación política; en mi trabajo como profesor he podido constatar la magnitud del desconocimiento sobre la unión monetaria incluso entre las presuntas élites económicas. Pero la divulgación nunca es suficiente. Menos aún si la realidad que se pretende divulgar es un proceso inacabado, en construcción, como sin duda es la Unión Monetaria Europea. Por eso este libro pretende también, así lo ha pretendido todos los años con desigual éxito, influir en esa realidad, contribuir desde España, desde los intereses y preocupaciones académicas y profesionales de los españoles, a definir la Unión Monetaria, a perfilar sus contenidos, márgenes y limitaciones. Porque la experiencia nos enseña que nada está decidido hasta que está firmado y ratificado; nada es provisional ni definitivo hasta que se aplica y se analizan sus consecuencias. La Unión Monetaria Europea es un proceso de prueba y error. Y nosotros también queremos equivocarnos y aprender.

Para este objetivo contamos una vez más con un destacado elenco de profesionales de todos los campos del saber económico: la academia, las instituciones financieras, los gabinetes de análisis, algún *policy maker*, y hasta un politólogo. Porque este es un libro colectivo, producto de la reflexión conjunta de mentes inquietas, que desde diversas perspectivas, experiencias y posiciones ideológicas analizan la reconfiguración de Europa en torno al gran proyecto colectivo que supone la unión monetaria. Un proyecto político que ha cambiado irreversiblemente el mapa europeo desde su creación, alterado el reparto de competencias entre la Unión y sus Estados miembros, y definido unos nuevos equilibrios políticos en los que se cruzan intereses nacionales, ideológicos y emocionales. Porque la moneda única es mucho más que un instrumento de cambio y un medio de pago, es la expresión de una voluntad colectiva europea de crear un *ethos* político nuevo. A todos ellos muchas gracias porque su trabajo ha sido brillante y esclarecedor; como el lector de estas páginas tendrá la oportunidad de comprobar. En este resumen ejecutivo, como ya viene siendo tradición, más que una síntesis de las opiniones de los distintos colaboradores, se ofrece una versión deliberadamente sesgada de las mismas con el objetivo de estimular su lectura y provocar al lector a sacar sus propias conclusiones.

2014 ha sido el año de la unión bancaria, de las pruebas de esfuerzo y estimación de las necesidades de capital de la banca europea, de la supervisión de los bancos de la Eurozona por el BCE, pero también el primer año completo de funcionamiento de los nuevos mecanismos de disciplina fiscal y económica; el año en el que la amenaza de la deflación ha cambiado la política monetaria en una Europa que se aleja sensiblemente de la herencia del Bundesbank; y el año en el que las llamadas a la unión social, a profundizar en la libre movilidad de trabajadores y la armonización de las prestaciones



sociales, han coincidido con el resurgir de movimientos políticos xenófobos y ultranacionalistas. Un año interesante y lleno de acontecimientos de los que este Anuario intenta dar cuenta sistemática y críticamente.

2. EL ESTADO DE LA CUESTIÓN. DOS VISIONES DE LA EUROZONA

2014 ha sido un año lleno de debates en torno a la Unión Monetaria. Debates que se han polarizado a la hora de adoptar decisiones concretas o dar forma a instituciones que desarrollan la unión bancaria. Debates que han puesto de manifiesto las profundas diferencias que aún existen en cuanto a lo que los distintos protagonistas entienden por completar la unión monetaria. Unas diferencias transversales, que cruzan las tradicionales líneas ideológicas y partidistas europeas, pero también la más resistente divisoria norte sur. Debates que a veces se esconden bajo argumentos legales, véase por ejemplo el peso que están teniendo en la configuración de la política monetaria del BCE las decisiones de la Corte Constitucional alemana, pero que van mucho más allá de las limitaciones del Tratado de Maastricht porque afectan al núcleo duro de lo que entendemos por una unión monetaria sostenible. Parecía que con la publicación del llamado Documento de los Cuatro Presidentes³, los distintos protagonistas habían alcanzado un acuerdo definitivo sobre el estado final de la unión económica y monetaria y restaba solo concretar el camino, la duración del período transitorio y el reparto de los costes de la misma. Decisiones no menores pero que parecían ciertamente posibles y bien encauzadas, una vez que existía unanimidad sobre la necesidad y conveniencia de construir una unión monetaria sostenible sin posibilidad de exclusión de ninguno de sus miembros. Así en ese tono optimista concluíamos el Anuario 2013.

Pero la puesta en marcha de la unión bancaria, y en concreto, la institucionalización europea de un procedimiento y una autoridad de supervisión y resolución bancaria única, han cuestionado ese aparente consenso y han hecho saltar nuevamente todas las alarmas sobre la sostenibilidad de una unión monetaria con transferencias y mutualización limitadas. En una síntesis probablemente parcial pero creo que aclaratoria, se mantienen en la opinión pública y entre los *policy makers* dos concepciones enfrentadas de la unión monetaria.

Para unos, una unión monetaria y bancaria sólo es sostenible si va acompañada de una mayor unión fiscal, económica y social. Una unión fiscal, porque hacen falta: (i) un presupuesto europeo con capacidad de estabilización suficiente para evitar las tensiones internas derivadas de un desempleo insostenible y unas migraciones internas que aunque aún limitadas despiertan ya fuertes recelos en sociedades de por sí amenazadas por los crecientes costes del estado de bienestar; (ii) un activo europeo libre de riesgo como ancla de la política monetaria común, un activo que requiere un emisor único y por lo tanto con capacidad propia para hacer frente a las obligaciones derivadas del mismo; (iii) un fondo europeo de resolución suficiente y con capacidad endeudamiento propio

³ Von Rompuy, Herman (2012), *Towards a Genuine Economic and Monetary Union*.



porque la intervención, liquidación o rescate bancario tienen siempre consecuencias fiscales, por mucho que algunos en Europa sigan pensando que con la directiva de *bail-in* y el mecanismo de resolución los contribuyentes europeos pueden dormir tranquilos porque nunca más serán llamados a pagar las crisis bancarias. Una unión económica, porque los desequilibrios internos en el área euro provocados por la política monetaria única y su impacto en el tipo de cambio efectivo real de los Estados miembros serán explosivos si no se reconducen con mayor coordinación e integración de las políticas económicas nacionales, incluyendo mecanismos de decisión federales y cesiones adicionales de soberanía en política económica y estructural que garanticen la competitividad de las diferentes economías. Y una unión social, porque en ausencia de perfecta movilidad del factor trabajo, plena portabilidad de las pensiones y estándares laborales armonizados, el desempleo puede enquistarse localmente en niveles explosivos y las tensiones centrífugas pueden llegar a ser insoportables.

Esa es la posición de los federalistas europeos, entre los que sin duda hay que incluir ahora al presidente del BCE. Federalistas que existen en todas las corrientes del espectro político y en todos los países, probablemente hasta ahora más por razones emocionales y políticas que económicas, aunque éstas han ido ganando peso con la persistencia de la crisis europea. Por razones más técnicas⁴, ésta es también la tesis mayoritaria de economistas académicos, de la Comisión Europea y del Fondo Monetario Internacional. Pero no es todavía la tesis dominante en el Consejo Europeo ni en las capitales de los distintos Estados miembros, al menos de los más influyentes.

Para otros muchos protagonistas del debate y la política europea, una Europa Federal no es posible ni deseable, no está en el conjunto de posibilidades políticas del momento, y desde luego tampoco en el Tratado de Maastricht. Alegan poderosas razones políticas, como el creciente desapego de los ciudadanos con el proyecto europeo y el auge de los partidos nacionalistas o populistas antieuropeos, a los que España parecía inmune pero que han surgido con sorprendente intensidad en los últimos tiempos. Alegan también poderosas razones jurídicas, las últimas decisiones del BCE y algunas decisiones del Eurogrupo van mucho más allá de lo que se acordó en Maastricht y son una forma creativa de sortear sus limitaciones, pero suponen también una erosión de la seguridad jurídica y un peligroso deslizamiento hacia la tecnocracia, hacia el gobierno de las élites. Y alegan también razones económicas, una unión monetaria es perfectamente sostenible si dispone de reglas claras y un sistema eficaz de hacerlas cumplir. No exigiría por tanto la mutualización de la deuda pública o bancaria sino mecanismos coercitivos para evitar la acumulación de desequilibrios insostenibles. Se trataría, por tanto, más de completar ese sistema de reglas, incentivos y sanciones que de construir los Estados Unidos de Europa.

Esta última es sin duda la posición dominante en las cancillerías europeas y en el Consejo⁵. No hay pues ni habrá pronto, salvo que se alcance un milagroso e imprevisi-

⁴ Ver *IMF Country Report N° 14/198, Euro Area Policies, 2014 Article IV Consultation y IMF Staff Discussion Note SDN 13/09, Toward a Fiscal Union for the Euro Area.*

⁵ Es difícil evitar la analogía con lo que sucedió durante la discusión del Tratado de Maastricht, cuando la opinión política y académica en Europa distaba mucho de lo que se pensaba en círculos america-



ble acuerdo sobre un nuevo Tratado y éste haya sido ratificado por los ciudadanos de todos los Estados miembros, una unión de transferencias pura, ni mutualización completa de la deuda bancaria o soberana. La cuestión central para las autoridades europeas, como no se cansa de repetir Jens Wiedmann, presidente del Bundesbank, sigue siendo cómo hacer sostenible y operativa, funcional en una palabra, una unión bancaria en una unión de Estados soberanos en la que la mutualización de las consecuencias de los errores de las políticas económicas nacionales, con el Mecanismo Europeo de Estabilidad y el Fondo de Resolución, ya ha ido demasiado lejos; cómo compaginar las imprescindibles reglas comunes con la responsabilidad individual de cada país miembro, cómo proveer de una red de seguridad a los distintos socios sin que esta red anule la voluntad de reforma, cómo crear un sistema efectivo de ayudas y sanciones, de zanahorias y palos, que incentive a los Estados miembros a no repetir, a no instalarse en políticas económicas equivocadas.

En esta unión monetaria limitada, las crisis bancarias y soberanas, las reestructuraciones y quitas de deuda bancaria y soberana serán necesariamente más frecuentes⁶. Son varios los países europeos que han acumulado niveles insostenibles de deuda pública, si entendemos por insostenibles niveles que, aunque podrían repagarse si los mercados les conceden un período de clemencia suficientemente largo, el servicio de la deuda laststraría significativamente su potencial de crecimiento y anularía el uso posible de la política fiscal como instrumento de estabilización cíclica. Esos países se beneficiarían de un mecanismo de reestructuración ordenada de su deuda. Pero la reestructuración es, ha sido hasta ahora, siempre dramática. Políticamente son pocos los gobiernos que la inducen voluntariamente, y menos aun los que sobreviven en el ejercicio del cargo. Económicamente, es muy difícil evitar que la reestructuración de la deuda soberana no conduzca irremediabilmente a una crisis bancaria y a episodios de contagio y estigma no siempre racionales. Son por eso muchos los economistas que en los últimos tiempos se han dedicado a estudiar posibles mecanismos no dramáticos de reestructuración de deuda soberana, incluido también el FMI⁷.

Con independencia de cuál sea la posición que cada uno tenga en el debate constituyente europeo, una concepción semejante de la unión monetaria, una unión basada en reglas comunes pero con responsabilidad nacional de cumplimiento y posibilidades ampliadas de reestructuración supuestamente ordenada, resultaría muy difícil de compa-

nos. Como es difícil evitar recordar lo que ha ocurrido en estos quince años de vida del euro en los que las autoridades europeas han actuado con mayor o menor diligencia y acierto para completar las carencias e inconsistencias del proyecto original.

⁶ Es lugar común que sin política monetaria ni de tipo de cambio, las posibilidades de hacer frente a una crisis de deuda son muy reducidas y se limitan a pagar mediante al ajuste interno o elegir la forma de represión financiera (reestructuración o suspensión de pagos), el alcance de la misma (acreedores internacionales y/o domésticos) y el momento menos inoportuno. Un punto en el que insiste el BIS y su director general Jaime Caruana, ver *Global economic and financial challenges: a tale of two views*, discurso en la Kennedy School of Government, Harvard university, 2013.

⁷ Ver por ejemplo Wyplosz y Pâris (2014), *PADRE Politically Acceptable Debt Restructuring in the Eurozone*, Geneva Reports on the World Economy Special Report 3, ICMB and CEPR, y también IMF Policy Paper (2013), *Sovereign Debt Restructuring-Recent Developments And Implications For The Fund's Legal And Policy Framework*.



tibilizar con los niveles actuales de tipos de interés y de diferenciales entre sus distintos miembros y tipos de activos. Los niveles están hoy en mínimos históricos con el bono español a diez años cotizando claramente por debajo del 2% impulsado por la expansión cuantitativa prometida por el BCE y por los ajustes internos. Diferenciales que habrían necesariamente de ajustarse a mayores niveles de riesgo de impago de confirmarse en la mente de los inversores esta visión de una unión de reglas y sanciones.

Enfrentados a estas dos visiones de la Eurozona, este libro ha de abordar necesariamente ambas perspectivas. Nos proponemos por tanto describir los avances en la gobernanza monetaria, financiera, fiscal, económica y social en Europa, analizar sus principales actuaciones, recomendaciones y niveles de cumplimiento. Pero también cuestionar cuando nos parezca oportuno su conveniencia, orientación o ambición. Y enmarcar las distintas propuestas en las dos concepciones citadas para que el lector informado pueda sacar sus propias conclusiones de hacia dónde se dirige Europa.

3. UN ESQUEMA BÁSICO DEL LIBRO: DE UNA MONEDA COMÚN A UNA AUTÉNTICA UNIÓN MONETARIA

El Anuario se articula en torno a la tesis central que da título a este epígrafe. El año 2014 ha visto cómo una sencilla idea inicial, compartir una moneda común en Europa para facilitar los intercambios comerciales y los contactos humanos, ha dado lugar a un complejo entramado institucional y político completamente nuevo que está cambiando la Europa conocida. Porque los europeos hemos descubierto que si el euro quería durar tenía que ser algo más que un sistema de tipos de cambio fijos en el que los distintos países se limitan a utilizar los mismos billetes y monedas de curso legal y transformarse en una verdadera unión monetaria, con todas sus consecuencias. El libro se estructura así en tres bloques: (i) cuatro capítulos iniciales, instrumentales, que podrían y deberían figurar en un Anuario del Euro de cualquier año y pasan revista a lo que ya existe, (ii) otros cuatro, que llamaremos específicos, que tratan de las novedades puestas en marcha en 2014, y que como tales deberían desaparecer en años posteriores para subsumirse en el primer grupo; y finalmente (iii) un capítulo sobre la unión política que intenta superar la visión técnica y a menudo limitada y parcial de los economistas y completarla con lo que está sucediendo y discutiéndose entre políticos europeístas.

El capítulo 1, en colaboración con el profesor Carlos Poza de la Universidad Nebrija, aporta una fresca visión panorámica del papel del euro en el mundo, subrayando hechos y datos conocidos pero que no reciben la atención ni la interpretación que se merecen. Porque lo cierto es que el euro se ha convertido en parte del paisaje de la Europa continental. Una realidad sin la que ya es imposible entender Europa. Ese es su gran triunfo. A pesar de todo lo que se escribe sobre la crisis del euro, a pesar del tono apocalíptico que inunda el debate europeo, lo cierto es que, al contrario de lo que decía Groucho Marx, este sí es un club al que los diferentes países quieren pertenecer. Cada año se ensanchan las fronteras del euro para dar entrada a nuevos miembros de la Eurozona. Letonia adoptó el euro el 1 de enero de 2014 y Lituania hará lo propio en 2015. La evidencia empírica no permite por tanto afirmar que el euro haya perdido dinamismo y capacidad de atracción con la crisis europea. Es más, se sigue viendo la pertenencia al euro como



un seguro frente a la incertidumbre y la dificultad. Mantener la competitividad en la Eurozona será todo un reto, las cesiones de soberanía implícitas o explícitas importantes, las renunciadas y sacrificios de características y peculiaridades nacionales políticamente costosas, pero los países europeos siguen pensando que fuera hace demasiado frío en estos años de globalización y crisis.

El euro es la moneda dominante en los intercambios regionales, comerciales o financieros, en y con Europa; su peso en dichos intercambios aumenta cada año. Pero todavía no ha conseguido establecerse plenamente como una divisa global, verdaderamente mundial. De hecho, las principales ganancias del euro en el comercio tienen que ver con el peso creciente de los países de Europa Central y del Este. Quince años después de su introducción, el euro no ha conseguido amenazar el exorbitante privilegio del dólar en el comercio mundial y el movimiento de capitales. El capítulo aporta numerosos datos sobre la evolución de los intercambios comerciales y financieros en euros para justificar esta afirmación, interpretándolos en el contexto del ciclo económico europeo de desaceleración de la demanda interna y crecimiento de las exportaciones que ha caracterizado el año 2014. Lo mismo puede decirse del euro como depósito de valor, consolidando su posición como segunda divisa de denominación de las reservas internacionales en el mundo, 24,7% en euros muy lejos de la libra esterlina, el yen o el remimbi, que ninguna llega al 5%, pero también del dólar (61%). Tampoco ha habido grandes novedades en cuanto a la *euroización*⁸ de las distintas economías fuera de la Eurozona, fenómeno que en grados diferentes está muy presente en los países candidatos al euro o simplemente a la Unión Europea, en las fronteras de la Unión y en aquellos países terceros que por razones culturales o históricas permanecen fuertemente unidos económica y comercialmente a Europa.

José Ramón Díez, del servicio de estudios de Bankia, estudia en el capítulo 2 la fragmentación financiera en la Eurozona. Un problema persistente pero en recesión, como atestiguan la reducción de los *spreads* en los mercados monetarios y de deuda soberana, un cierto aumento de los flujos de inversión transfronterizos y la recuperación del acceso a los mercados de renta fija privada. Mejoras que van a continuar en 2015 sin que ello permita augurar una recuperación de los niveles y los flujos anteriores a 2007, a pesar de los esfuerzos heterodoxos del BCE por garantizar el flujo de liquidez en la Eurozona. El exceso de liquidez se estima en €100 mil millones, una liquidez que pese a todas las medidas del BCE sigue sin encontrar su canalización a través de los mercados de dinero de la Eurozona, en gran medida por las barreras nacionales aún existentes en la mente de ahorradores e inversores. Lo que llevará necesariamente al BCE, concluye el capítulo, a un programa de compra masiva de títulos públicos y posiblemente privados.

Sin entrar a valorar la eficacia del BCE, parece claro de los análisis presentados que la fragmentación financiera de la Eurozona, y no la provisión de más o menos liquidez o el nivel de los tipos de interés, es la causa principal del deficiente funcionamiento de los mecanismos de transmisión de la política monetaria en Europa. La actividad inter-

⁸ Se utiliza este término de *euroización* por analogía y simplicidad con el de dolarización en euros más habitual en la literatura académica.



bancaria transfronteriza sigue siendo residual; la disparidad en los costes del crédito para las empresas o de la remuneración del ahorro para los depositantes tienen más que ver con barreras nacionales, con un perverso mantenimiento en la mente de muchos agentes de la correlación crisis bancaria y soberana, que con un análisis racional del riesgo de crédito. Las empresas siguen siendo juzgadas más por su nacionalidad que por su calidad crediticia; más por su domicilio fiscal que por la solvencia y persistencia de su cuenta de resultados y la recurrencia de su flujo de caja. La banca minorista sigue siendo un negocio básicamente nacional en la Eurozona y la presunta reestructuración de la industria a escala europea, que muchos analistas esperaban precediese a la unión bancaria, está aún lejos de producirse. Quizás sea la asignatura pendiente para 2015 y ojalá sea este retraso sencillamente una muestra de la cautela de los inversores ante unas complejas fusiones transfronterizas largamente esperadas y nunca todavía bienvenidas por las diversas autoridades nacionales.

Una actuación decidida del BCE como supervisor europeo puede cambiar radicalmente el signo de la fragmentación financiera en Europa en 2015. Pero requiere también de las autoridades europeas un impulso decidido para ir más allá de la unión bancaria hacia la auténtica unión financiera. Lo que exige prestar la debida atención a las directivas y reglamentos sobre coordinación, integración y disciplina de mercados y considerar en toda su complejidad las relaciones de la Eurozona con el Reino Unido. Un tema difícil, que asusta por sus implicaciones económicas, financieras y políticas, pero que el Primer Ministro británico ha puesto inevitablemente en el centro del debate pendiente con su referéndum. Quizás sea ésta la oportunidad para crear un espacio financiero común, un auténtico mercado financiero único en toda la Unión Europea.

La política monetaria en la Eurozona se analiza en el capítulo 3. En él, José María Abad, del servicio de estudios del ICO, distingue tres períodos distintos en la actuación de la autoridad monetaria europea: hasta abril continuó con su enfoque tradicional manteniendo el tono monetario acomodaticio que aconsejaban las circunstancias de una economía débil pero en recuperación; de abril a septiembre y asustado por el riesgo creciente de deflación, el BCE adoptó la expansión cuantitativa no convencional como estrategia, definió una nueva función de reacción y anunció un nuevo paquete de medidas heterodoxas con el objetivo explícito de aumentar radicalmente el tamaño de su balance hasta los €3 billones; desde septiembre, y tras el tradicional discurso de verano de su presidente en Jackson Hole, ha subrayado las limitaciones de la política monetaria para hacer frente a la situación actual, quizás presionado en exceso para asumir roles fiscales que no le corresponden, y se ha convertido en portavoz de la necesidad de coordinar las estrategias monetaria, fiscal y estructural, llegando a proponer un activismo fiscal, que no ha caído bien en algunos círculos políticos por su apoyo a la Comisión a la hora de recomendar menos austeridad en Alemania y otros países centrales y su defensa de programas europeos de gasto en infraestructuras.

Aunque las medidas monetarias heterodoxas no han llegado hasta el último trimestre, el BCE anunció ya en junio la nueva estrategia de política monetaria. Estrategia que incluye tipos de interés del crédito prácticamente a cero y de depósitos en niveles negativos para penalizar los excesos de liquidez de los bancos; abandono de la esterilización de las compras del *Securities Market Program* (SMP), nuevas refinanciaciones a largo plazo



(septiembre 2018) condicionadas a los niveles incrementales de crédito (TLTRO), mantenimiento de las subastas sin límite a tipo fijo (LTRO) hasta diciembre 2016, y un programa de compra de activos, en principio cédulas y ABS, que, subraya el autor, tendrá que expandirse mecánicamente para incluir todo tipo de activos privados y públicos si el BCE quiere alcanzar sus objetivos de balance. El capítulo discute los pros y contras de las distintas medidas adoptadas, y concluye afirmando que es poco probable que tengan un impacto notable en las condiciones financieras, públicas y privadas, dados los niveles históricamente bajos de tipos de interés, y sobre todo porque ninguna de ellas tiene la virtud de liberar capital bancario de sus crecientes exigencias regulatorias.

Un punto importante que invita a cuestionarse sobre la aparente irracionalidad de pedir a la vez bancos más solventes y capitalizados, y que estos mismos bancos den más crédito al sector privado en un contexto de menos consolidación fiscal. Esto no quiere decir que la nueva política del BCE sea irrelevante, sino que su impacto se hará notar fundamentalmente a través del canal cambiario, mediante la depreciación del euro, y de una posible sustitución de crédito bancario por crédito de mercado. Todo ello cuando la evidencia empírica sugiere que la debilidad del crédito a empresas, y en general de la inversión empresarial en la Eurozona, es más bien un problema de falta de demanda de crédito, como era de esperar en un proceso inevitable de desapalancamiento tras los excesos previos, que de oferta de fondos para prestar.

Aunque el BCE parece haberse posicionado claramente con el FMI y la Comisión Europea respecto a la naturaleza de la crisis y sus posibles remedios, las dudas sobre la presunta eficacia de los mismos debería llevarnos a pensar en interpretaciones alternativas o complementarias, como la ya comentada posición del BIS y sus «*balance sheet crisis*»⁹. Quizás inyectar liquidez en una economía envejecida, altamente endeudada y con problemas de competitividad, no sea la mejor manera de asegurar un crecimiento sostenible sino solo una forma de atrasar la inevitable reestructuración y alimentar una posible nueva burbuja, esta vez de activos financieros y no inmobiliarios. Porque una vez que la consolidación fiscal se ha vuelto a posponer en Europa —esta vez con el beneplácito del BCE y el FMI—, que se ha redescubierto el valor expansivo de los planes de inversión en infraestructura en aplicación simplista de un Keynes recuperado, y sobre todo una vez que los tipos de interés están en valores negativos y la liquidez garantizada durante mínimo los próximos dos años, la expansión cuantitativa es una realidad y el BCE ha asumido riesgo de crédito, que lo hará a principios de 2015, ¿qué más queda por probar si la economía europea no se recupera? Quizás sea entonces, en algún momento del año que viene, cuando nos tomemos en serio atajar la fragmentación financiera mediante la plena mutualización de la deuda bancaria y soberana dentro de la Eurozona *pari passu* con una unión fiscal que de credibilidad sobre la magnitud de los pasivos contingentes y seguridad de que no van a seguir creciendo.

Para completar el cuadro de la realidad del euro, el Anuario incluye un capítulo sobre el sistema de pagos en la Eurozona, como el año pasado incluimos un capítulo sobre el

⁹ Ver Jaime Caruana, «Stepping out of the shadow of the crisis: three transitions for the world economy», *Bank for International Settlements, Annual General Meeting*, Basel June 29, 2014.



sistema Target. La puesta en marcha de un sistema integrado de pagos minoristas, SEPA, común para toda la Eurozona ha provocado muchos interrogantes e incomodado a muchos consumidores y clientes de entidades financieras. Sin embargo, un sistema de pagos eficiente es la garantía de un mercado único, de que se cumple la ley del precio único y de que el dinero puede moverse libremente sin costes monetarios o de tiempo ni discriminaciones injustificadas, entre unos países y otros dentro de la Eurozona. Por eso nos ha parecido interesante pedirle a un especialista, José María Langa de Iberpay, que nos explique el sistema de pagos europeo, ese gran desconocido incluso entre expertos económicos y financieros.

Los sistemas de pagos son, entre otras cosas, un indicador adelantado de los problemas financieros o de liquidez de los bancos y conllevan el riesgo de contagio de los problemas de una entidad al resto del sistema financiero. Por esta razón todos los bancos centrales del mundo prestan atención especial a los sistemas de pagos. Y así ha hecho el BCE desde que en 1999, coincidiendo con la introducción del euro, se puso en marcha la *Single Euro Payments Area*. El objetivo fundamental de SEPA se cumplió en agosto de 2014. Desde entonces, todos los ciudadanos europeos han venido usando un conjunto común de instrumentos electrónicos para hacer pagos minoristas en euros a cualquier otra persona o empresa localizada en cualquier país europeo en una forma tan segura, rápida y eficiente como cualquier pago nacional. Pero esto no es el final del proyecto SEPA en la medida en que el comercio electrónico, los pagos por móvil, los llamados pagos inmediatos y otras innovaciones están cambiando rápidamente los hábitos de los consumidores y la forma en que compramos y por tanto hacemos pagos. Y habrá que unificar estándares y protocolos en estos soportes, de la misma forma que se ha hecho con las transferencias bancarias.

Pero no solo los consumidores responden a cambios tecnológicos, lo hacen también a cambios regulatorios, y la nueva Directiva de Servicios de Pagos 2 (PSD2) afecta a los pagos fuera de la Eurozona, al acceso de terceros a la información bancaria de clientes iniciando un pago, o limitando los costes que pueden cargarse por servicios de pago como las tarjetas de crédito o débito. Una medida no exenta de polémica, pues sólo considerar como objetivo público la minimización de los pagos en efectivo puede remotamente justificar la fijación de un precio para lo que es en esencia un acuerdo voluntario entre las partes en un mercado en competencia. En definitiva, que con la unión monetaria ha empezado también una larga fase de integración e innovación de los servicios y mecanismos de pago en la Eurozona para asegurar la máxima eficiencia y seguridad y posibilitar un espacio económico financiero realmente común.

4. PERFECCIONANDO LA UNIÓN MONETARIA: DE LA UNIÓN BANCARIA A LA UNIÓN FISCAL Y SOCIAL

El segundo bloque de capítulos, y que forma el núcleo central de este Anuario, lo comprenden los cuatro relacionados con la terminación de un diseño institucional del área monetaria euro que estaba lejos de ser óptimo. La necesidad de enmendar lo acordado en Maastricht es hoy una obviedad, pero Europa ha tardado muchos años en asmirlo. Aún así, todavía hoy persiste una restricción fundamental: todos los cambios han



de ser compatibles con la letra del Tratado actual, pues aprobar uno nuevo parece lejos del deseo de nuestros gobernantes europeos y probablemente también del conjunto de posibilidades políticas realistas. Se trata pues de ser particularmente creativos en la interpretación flexible de lo aprobado, lo que no ha estado ni estará exento de ambigüedades ni riesgos.

En Noviembre de 2014 el supervisor único europeo se hizo realidad y el BCE asumió la responsabilidad de la supervisión microprudencial en la Eurozona dando un paso definitivo hacia la unión bancaria. Un paso que sigue a la adopción de una regulación bancaria única, el llamado *single rule book*, y ha de completarse con un sistema único de resolución bancaria en 2015, incluyendo la posibilidad de rescate con fondos públicos supranacionales a través del MEDE, y un marco armonizado de fondos de garantía de depósitos, aunque hoy parezca desgraciadamente abandonado.

La puesta en funcionamiento del Mecanismo Único de Supervisión (MUS) no ha sido un camino sencillo, técnica ni políticamente, como describen en el capítulo 5, Alejandra Kindelán y Carlos Solanillos del servicio de estudios y Public Policy del Banco Santander. Pronto se hizo evidente que el BCE era la única institución con capacidad legal y material para hacerse cargo de la supervisión microprudencial. Pero era necesario establecer un sistema de gobernanza que garantizase tanto (i) la independencia de las funciones de política monetaria y supervisión financiera, para lo que se crea un Consejo de Supervisión dentro del BCE con un presidente en exclusiva, la francesa Danièle Nouy, que opera bajo el principio de no objeción del Consejo de Gobierno del BCE y en caso de conflicto se acude a una Comisión de Mediación, como (ii) la colaboración de las autoridades supervisoras nacionales, lo que se logra mediante un sistema centralizado de decisión pero con plena integración de los supervisores nacionales y de su personal que se incorporan a los *Joint Supervisory Teams* del BCE.

Finalmente el BCE se ha hecho cargo de la supervisión directa de 130 entidades o grupos financieros europeos que representan el 81,6% de los activos totales del sistema bancario de la Eurozona. El resto de entidades, unas 3.700, seguirán siendo supervisadas directamente por sus autoridades nacionales, aunque siempre bajo los principios y políticas aprobados por el BCE¹⁰ que se reserva el derecho a intervenir en cualquier momento. No se trata por tanto de ninguna ventaja regulatoria sino sencillamente de una necesidad práctica, sin duda temporal, y que responde al criterio de gradualidad y economía de medios en la construcción europea.

Pero previamente a hacerse cargo de la supervisión, el BCE ha realizado un examen global (*comprehensive assessment*), una especie de auditoría inicial, con el triple objetivo de (i) conocer el estado real de solvencia de los bancos bajo su supervisión aplicando los mismos criterios y definiciones regulatorias, (ii) identificar con carácter previo las necesidades de capital que pudieran ser necesarias y resolver así definitivamente el proble-

¹⁰ El esquema general de funcionamiento del sistema de supervisión se establece en el Reglamento del MUS publicado en el Diario Oficial de la Unión Europea el 29 de octubre de 2013. El BCE, según se establecía en esa norma, concretó los aspectos clave de su funcionamiento en el Reglamento Marco 468/2014 del BCE del 16 de abril. Finalmente en septiembre, y desde un punto de vista más práctico, el BCE publicó su manual de Supervisión.



ma de los costes heredados, los *legacy assets*, y (iii) reforzar la confianza en el sistema y su credibilidad como supervisor. El ejercicio constaba de dos partes bien diferenciadas: una revisión de la calidad de los activos bancarios, el conocido como AQR por sus siglas en inglés, *asset quality review*, y las pruebas de resistencia o *stress tests*, una simulación del impacto de distintos escenarios macroeconómicos y financieros, más o menos adversos, sobre el balance y cuenta de resultados de las entidades. El ejercicio completo ha supuesto una inmensa carga de trabajo para todas las entidades financieras europeas, pues han tenido que recalcular sus balances, el valor de sus activos, sus niveles de morosidad y el valor de sus provisiones, para ajustarlos a una nueva normativa común que solo se ha ido conociendo con el paso del tiempo y que aún no puede considerarse terminada¹¹.

Finalmente, y publicados los resultados, puede afirmarse que el *comprehensive assessment* ha sido todo un éxito europeo, sin duda también para los bancos españoles. Como se afirma en el texto, de las 130 entidades analizadas 25 registraron un déficit bruto de capital a cierre de 2013 conforme a alguno de los tres umbrales considerados (AQR, escenario base o escenario adverso), con necesidades agregadas de capital por un valor cercano a los €24.600 m. Sin embargo, de estas 25 entidades, 12 habían ya emprendido acciones correctoras a lo largo de 2014 de manera que solo 13 de ellas presentan un déficit neto de capital en el momento de conocerse los resultados. En definitiva, el déficit neto de capital resultante del examen global fue de €9.475 m. En cierto sentido, este ejercicio ya había sido un éxito antes de realizarse. No solo porque desde julio de 2013 las entidades financieras europeas habían fortalecido su capital en más de €200.000 m., sino porque ha permitido un comienzo sin incidentes al supervisor único, porque éste ha podido establecer su credibilidad y reputación como interlocutor fiable desde sus inicios y sobre todo porque con él desaparece una de las principales excusas para la renacionalización del crédito que la crisis había provocado en la Eurozona y se pone una pieza fundamental para aislar riesgo bancario de riesgo soberano. Dicho todo esto, y como se presenta en el capítulo 5, hay todavía aspectos que mejorar y cuestiones que aclarar tanto en la relación entre el BCE y los supervisores nacionales como entre éste y los intermediarios financieros.

El Manual de Supervisión del BCE, junto con la Directiva de Requisitos de Capital CRD4, ha introducido una nueva cultura supervisora en Europa que es en muchos casos bastante diferente de aquella a la que estaban acostumbrados los bancos españoles. Todos los bancos europeos tendrán que acostumbrarse a ello y cambiar comportamientos y pautas establecidas. El llamado Proceso de Revisión y Evaluación Supervisora, SREP, del BCE comprende tres elementos clave: un sistema de evaluación de riesgos en el que esté involucrada activamente la más alta dirección de las entidades; una revisión exhaus-

¹¹ Uno de los efectos colaterales más positivos ha sido poder ofrecer por primera vez una imagen fiel y plenamente comparable de la banca europea con las mismas definiciones y criterios regulatorios y prudenciales. Es obvio que no hay definición perfecta, y que cada sistema nacional está apegado por buenas razones a sus propias definiciones, pero también que una unión bancaria exige homogeneizar esas definiciones para el conjunto de la zona. Un ejercicio políticamente difícil que se ha podido realizar sin más enfrentamientos nacionales que los mínimos inevitables y sin que nadie haya salido particularmente perjudicado. De hecho, una vez publicados los test de stress ningún país, ningún gobierno, ningún banco central, ha alegado para evitar su cumplimiento que las reglas fueran sesgadas o parciales.



tiva de los procesos de evaluación interna de la adecuación del capital (ICAAP) y de la liquidez (ILAAP); y una metodología que permita calcular las necesidades de capital y de liquidez de las entidades de crédito en función de los resultados de la evaluación de riesgos. En pocas palabras, conceptos nuevos como la adecuación del capital y de la liquidez o el apetito por el riesgo, ratios e indicadores nuevos como el MREL o el TLAC¹², y pruebas de stress periódicas formarán parte del paisaje regulatorio europeo en el que el supervisor tendrá un papel mucho más activo, más intrusivo, en las entidades llegando a condicionar su estrategia y sus decisiones de manera preventiva. Una supervisión más discrecional ha de ser también una supervisión más responsable y más comunicativa, más «accountable» ante las instituciones y autoridades europeas y nacionales. Porque de su actuación en estos primeros años dependerá en gran medida la pronta creación de un verdadero espacio financiero europeo.

Como no hay área monetaria en el mundo sin capacidad de intervención, reestructuración y liquidación de entidades financieras, el diseño original (2012) de la unión bancaria europea preveía que al mecanismo único de supervisión (MUS) le habría de seguir inmediatamente un mecanismo único de resolución (MUR) a escala también europea. ¿Se imagina el lector que pasaría, si digamos en 2016, un banco francés bajo la supervisión del BCE quebrara y las autoridades europeas se pusieran de perfil y pensarán hacer recaer el coste exclusivamente sobre el contribuyente francés cuando las autoridades nacionales han sido ajenas a las dificultades del banco y a su supervisión?

De ello tratan en el capítulo 6, María Abascal, Santiago Fernández de Lis y José Carlos Pardo, de BBVA Research. El Parlamento Europeo aprobó la Directiva de Resolución y Reestructuración Bancaria (BRRD) el 15 de abril de 2014 con efectos 1 de enero de 2015 aunque el régimen de *bail-in* (ver más abajo) no entra legalmente en vigor hasta un año después. Se definen tres fases separadas del proceso: (i) preparación y prevención durante la que las entidades habrán de tener listos sus planes de recuperación y resolución; (ii) intervención temprana en la que el supervisor puede ordenar medidas correctoras o simplemente preventivas que afecten a la distribución de beneficios o a las remuneraciones; y (iii) resolución propiamente dicha en la que las autoridades toman el control de la institución y activan medidas como la enajenación de la misma, la venta de activos individuales o áreas de negocio completas, la creación de un banco puente o la separación de activos en vehículos especiales, y/o la conversión forzosa de deuda y quitas mandatorias (*bail-in*).

El *bail-in* es la gran novedad, ciertamente polémica, de la BRRD e implica que los acreedores de los bancos asumirán gran parte de los costes de su recapitalización, en lugar de los contribuyentes. Tiene las siguientes características: (i) todos los pasivos no garantizados incluidos depósitos, serán susceptibles de ser *bailinables*, de asumir pérdidas, pero los depósitos de particulares y *pymes* por encima de €100.000 únicamente lo harán una vez que los accionistas, los acreedores de deuda junior y senior y los depósitos de grandes empresas no cubiertos por el FGD hayan perdido el 100%; (ii) las entidades deben cumplir con una ratio mínima de pasivos *bailinables* expresados como un porcentaje del total de pasivos de la enti-

¹² MREL, *minimum required eligible liabilities*, pasivos mínimos elegibles. TLAC, *total loss absorbing capacity*, capital total con capacidad de absorber pérdidas.



dad (el denominado *MREL*); y (iii) el *bail-in* no es la única herramienta existente para recapitalizar una entidad sino que la BRRD crea el Fondo de Resolución Bancario –de naturaleza privada y financiado con aportaciones de las entidades bancarias, pero que podría acudir directamente al mercado de capitales– y permite el uso de dinero público en casos excepcionales de crisis sistémicas y por razones de estabilidad financiera, siempre y cuando los accionistas y acreedores ya hayan asumido previamente un porcentaje muy elevado de las pérdidas (equivalente al 8% del total de pasivos de la entidad).

Pero la Eurozona necesita algo más que la simple armonización en materia de resolución bancaria a través de la BRRD y referida al conjunto de los 28 países de la UE. Como bien dicen los autores de este capítulo, la unión bancaria necesita el MUR por tres razones: (i) para proporcionar una contrapartida creíble al MUS en materia de resolución. El Supervisor Único no puede romper por sí mismo el círculo vicioso entre riesgo soberano y bancario. Además, tener un supervisor único en funcionamiento con 18 autoridades de resolución nacionales implicaría altos riesgos de legitimidad; (ii) para mantener una competencia justa, un *level playing field*. La existencia de una autoridad común garantiza una implementación uniforme de las normas de resolución bancaria en toda la zona del MUR, evitando la amplia discrecionalidad que permite la BRRD y la persistencia de un proteccionismo regulatorio por parte de los Estados con Tesoros más desahogados, y (iii) para mejorar los procesos de resolución transfronterizos en la Eurozona. El Mercado Único necesita basarse en un marco de resolución transfronteriza eficaz para garantizar la estabilidad financiera, evitar distorsiones competitivas y permitir fusiones transfronterizas que creen bancos auténticamente europeos.

El Mecanismo Único de Resolución (MUR) es por tanto el segundo pilar fundamental de la unión bancaria. Su objetivo principal es situar la toma de decisiones de resolución al mismo nivel centralizado que se realiza la supervisión y hacer posible la resolución ordenada de un banco en quiebra en un fin de semana. Comprende (i) las Autoridades Nacionales de Resolución (ANR), (ii) una nueva Autoridad Única de Resolución, que ha de estar operativa a principios del año 2015, (iii) un Fondo Único de Resolución, cuyo coste para las entidades financieras se añade al Fondo de Garantía de Depósitos y a los nuevos requisitos de liquidez y capital, y (iv) un conjunto único de normas de resolución, en línea con el marco de gestión de crisis definido en la BRRD. La Autoridad Única de Resolución, presidida por otra mujer, la alemana Elke König, aplicará de manera uniforme y para todos los países de la Eurozona sin distinción, las reglas de resolución determinadas en la BRRD. El Fondo Único de Resolución será financiado por los bancos y alcanzará el nivel objetivo general de €55.000 millones en 2024. Su capacidad financiera será progresivamente mutualizada comenzando por un 40% desde su inicio (2016) hasta llegar al 100% en 2024.

Podemos afirmar que la unión bancaria es ya una realidad. Aunque en el camino haya quedado un acuerdo de armonización de los fondos nacionales de garantía de depósitos, menos urgente con el Fondo de Resolución pero todavía importante. Con ello se sientan las bases institucionales para mantener la integridad de la Eurozona¹³, revertir

¹³ No es una exageración afirmar que con la unión bancaria, la Eurozona ratifica su compromiso de permanencia y su voluntad de hacer todo lo posible para aplicar la cláusula de *no-exit*. Pero ningún acuer-



la fragmentación financiera interna y romper el círculo perverso de riesgo bancario riesgo soberano. Pero hace falta mayor integración de los mercados financieros, incluidos particularmente los minoristas, y mayor integración fiscal, social y política para que Europa, para que la Eurozona experimente un shock estructural positivo de crecimiento.

A analizar la unión económica, fiscal y social dedican el capítulo 7 los profesores Fernández y Poza. Su conclusión es sencilla: los avances en la unión bancaria durante 2014 no se han visto acompañados de avances similares en otras áreas necesarias para hacer definitivamente sostenible la unión monetaria. Más bien parece que la Unión ha agotado su capital político con la puesta en marcha de la supervisión y resolución bancaria y no hay más voluntad o capacidad para seguir adelante. Este año hemos asistido a la aplicación ordinaria de los mecanismos reforzados de coordinación, disciplina económica -procedimiento de desequilibrios macroeconómicos- y fiscal -procedimiento de déficit excesivo- desarrollados en años anteriores, pero no ha habido nuevos desarrollos institucionales que nos acerquen a una unión económica o fiscal. Todas las limitaciones, incertidumbres e inconsistencias existentes a principios de año, continúan al final del mismo.

La Unión ha querido avanzar hacia una unión de reglas, para evitar transformarse en una unión de transferencias y mecanismos federales de estabilización y política económica. Pero la propia evolución macroeconómica -el riesgo creciente de deflación, la amenaza de una nueva recesión y la fatiga del ajuste fiscal en algunos países periféricos- le ha hecho dudar cada vez más de sus políticas y vacilar en su aplicación. El resultado es un distanciamiento evidente entre los análisis técnicos y las decisiones políticas; entre las medidas concretas y el lenguaje que se utiliza para justificarlas¹⁴. Un proceso que ha lastrado la credibilidad de la Eurozona y ha dificultado su recuperación. Ciertamente que los mercados financieros han permanecido extraordinariamente optimistas y estables, con diferenciales de crédito en mínimos históricos, lo que permite pensar que convalidan esta actitud entre pragmática y cínica de crecer hoy y estabilizar mañana. Ciertamente también que parecen más preocupados por el crecimiento a corto plazo que por la sostenibilidad de la deuda a medio y largo. Quizás esperan que los problemas estructurales del excesivo endeudamiento público sean más fáciles de gestionar en un contexto de crecimiento y creación de empleo. Pero queda por ver cuál puede ser su reacción si el crecimiento tarda en llegar, si la expansión cuantitativa y la inversión en infraestructuras no consiguen resultados claros. Lo que es indudable es que una eventual reestructuración de la deuda soberana, *the elephant in the room* como se califica en el texto, no ha desaparecido del panorama y se preparan múltiples propuestas que prometen no ser traumáticas.

do internacional puede evitar que un país, mientras siga siendo soberano, decida excluirse del mismo o adoptar políticas suicidas. Puede que una vez más algún país periférico decida tentar su suerte. Salirse del euro siempre será posible, por muy dramáticas que sean las consecuencias para quien lo intente o simplemente amenace con ello.

¹⁴ Un buen ejemplo del escepticismo generado en la opinión pública se recogía en un artículo de Munchau en el FT del 29 de diciembre. Ciertamente que se trata de un euroescéptico convencido y militante, pero su comentario no debe ignorarse. Venía a decir que todo lo que le había pedido a la Eurozona lo había hecho -un fondo de estabilización, una política monetaria heterodoxamente expansiva, un supervisor bancario común, una autoridad europea de resolución, un programa de inversión pública a escala europea-, pero nada bien. Por eso Europa seguía sin salir de la depresión y sin recuperar la confianza de los inversores.



En cualquier caso, los mecanismos de coordinación y disciplina económica previstos en la Eurozona han seguido actuando. El juicio global es moderadamente favorable: la mayoría de los países han vuelto al crecimiento, aunque muy modesto, las finanzas públicas no han continuado deteriorándose y se ha observado incluso una pequeña mejoría. El déficit público en 2014 se ha situado por debajo del 3% del PIB en la UE, cifras que no se veían desde 2008. La deuda pública alcanzaría su máximo en 2015 sin sobrepasar el 100% del PIB. En los países periféricos, la política de ajuste interno y financiación externa condicionada ha funcionado, allí donde se ha aplicado consistentemente¹⁵. Las recomendaciones de política han insistido en los temas conocidos: ajuste fiscal inteligente, políticas activas de empleo, liberalización de mercados de servicios y factores. Pero con un énfasis creciente en mejorar la eficiencia del gasto público, priorizar la inversión productiva y la competitividad externa. Énfasis que ha traído a primera plana debates sobre la demografía, la composición de la inversión y el gasto público, y la calidad del sistema educativo, tecnológico y de innovación y desarrollo. En materia fiscal, siete países corrían en noviembre riesgos de no cumplir los objetivos de déficit y para tres en concreto -Francia, Italia y Bélgica- la Comisión se ha visto obligada a pedir cambios explícitos en sus presupuestos nacionales¹⁶. Se destacan también los avances realizados en la gobernanza fiscal europea a lo largo del año, tanto en materia de planificación presupuestaria a medio plazo amparándose en el esquema del Semestre Europeo, como en la creación de Instituciones Fiscales Independientes¹⁷, de las que la AIReF en España es un ejemplo.

En materia de balances externos, la Comisión ha utilizado un lenguaje inusualmente directo al referirse a los superávits excesivos de algunos países, notablemente Alemania, globalmente inconsistentes con la sostenibilidad de la Eurozona, y le pide medidas concretas para aumentar la demanda doméstica¹⁸. Quizás sea esta petición, y no solo el gobierno de coalición, lo que explique la introducción de un salario mínimo en Alemania a partir del año 2015. Pero es difícil resistir la impresión de que las recomendaciones de la Comisión Europea son meras palabras sin capacidad de alterar las políticas nacionales.

En nuestra opinión, sin embargo, la Unión no ha avanzado de manera sensible en tres áreas que son y serán claves para asegurar su sostenibilidad a largo plazo. En primer lugar, la capacidad de estabilización autónoma de la Unión, decidida y ejecutada por instituciones supranacionales a escala de la Eurozona. Hay quien piensa que con el MEDE, el Mecanismo Europeo de Estabilización, y el nuevo Fondo Europeo de Resolución Bancaria que se pondrá en funcionamiento en 2015, será suficiente. No lo creo, porque ambos son mecanismos excepcionales, bancarios o de balanza de pagos, para tiempos de crisis sistémicas, cuya movilización requiere programas de ajuste estructural y soluciones políticas complejas, precisamente cuando la Eurozona demanda normalidad, transferencias

¹⁵ Comisión Europea, *Quarterly Report of the Euro Area*, vol.13 N°4, diciembre 2014.

¹⁶ Comisión Europea, *Communication from the Commission 2015 Draft Budgetary Plans: Overall assessment*, COM (2014) 907 final, Bruselas 28 de noviembre de 2014. Y *Report on Public Finances 2014*, European Economy 9/2014.

¹⁷ Comisión Europea, *Public Finances in EMU*, diciembre 2014.

¹⁸ Comisión Europea, *Alert Mechanism Report 2015*, publicado en noviembre 2014.



automáticas, instrumentos federales de estabilización presentes en toda área monetaria consolidada en la que exista la mínima lealtad institucional entre sus miembros.

Segundo, la Eurozona necesita precisamente mecanismos supranacionales de decisión económica para garantizar su consistencia. Mecanismos y reglas de decisión complejas pero existentes en cualquier unión monetaria. Reglas y mecanismos que existen o se han aprobado en el BCE, en el MUS y en el MUR, pero que se resisten en áreas fiscales o sociales. Ha habido en 2014, digámoslo sin tapujos, una impresionante cesión de soberanía monetaria y financiera, pero se han resistido todas las iniciativas para ceder soberanía fiscal. Quizás porque los temas financieros son menos transparentes a la opinión pública, o más bien porque las crisis bancarias son más inmediatas y explosivas. Pero las crisis fiscales no son menos dañinas y socialmente costosas. Y son más persistentes si no se toman las medidas adecuadas. En una unión monetaria, esas medidas incluyen necesariamente la mutualización de la deuda soberana, con todas las restricciones necesarias para que no se vuelva a repetir. Siempre he creído que era posible un pacto fiscal europeo sobre estas bases: mutualización a cambio de ajuste, centralización de las decisiones a escala europea y renuncia a cierta soberanía fiscal. Así ha sucedido con la unión bancaria donde el BCE es la pieza central de una Eurozona Federal. Algo similar habrá de suceder en materia fiscal.

Tercero, es necesario avanzar en la unión social. En las presentes circunstancias de populismo nacionalista parece imposible, pero la Unión Europea lleva demasiado tiempo posponiendo decisiones difíciles sobre la compatibilidad de los sistemas de seguridad social, sobre la plena portabilidad de cotizaciones, pensiones de jubilación y otras percepciones sociales, sobre la compatibilidad y coherencia de los seguros de desempleo. Temas todos que afectan a la libre movilidad del factor trabajo, un derecho en la Unión Europea pero una necesidad de sostenibilidad en la Eurozona. Quizás avanzar en ellos sea la manera más efectiva de combatir el resurgir del nacionalismo, ayudar a la recuperación económica y asegurar la permanencia del euro.

Precisamente por la importancia de los programas excepcionales de ajuste estructural en la Unión Europea, el Anuario 2014 incluye un capítulo específico dedicado a su evaluación. Y retomando una práctica de nuestro primer informe, le hemos pedido a un observador externo, a uno de los principales expertos en política económica europea, el profesor Guntram Wolff del Bruegel Institute, que desgranase para nosotros los efectos de los mismos y sus lecciones para el futuro. Lo hace en el capítulo 8, atreviéndose incluso realizar una primera valoración del programa de asistencia al sector financiero de España.

Dos son los criterios utilizados en la literatura económica para calificar de éxito o fracaso un programa de ajuste estructural como los diseñados y puestos en práctica por la Troika en Grecia, Irlanda, Portugal o Chipre. El primero, el más convencional y el que mejor recoge el objeto del programa, intenta medir si el país ha recuperado el acceso al mercado de capitales, si puede financiarse por sí mismo sin ayuda externa, si ha recuperado la confianza de los inversores. Con este criterio es evidente que Irlanda y Portugal han sido un éxito, sus condiciones de financiación están plenamente normalizadas, emiten deuda sin limitaciones y la posibilidad de abandono o expulsión del euro ha quedado en una anécdota histórica. Chipre es aún una incógnita porque el progra-



ma es muy joven y no es hasta mayo de 2016 cuando expira, y la política griega se empeña en hacer imposible la normalización de su economía.

El segundo criterio, más político, trata de medir si los supuestos y proyecciones macroeconómicas bajo los que se hizo el programa de ajuste eran realistas, si los hechos los han confirmado y si la economía se ha comportado como se esperaba, asumiendo que se han adoptado todas las decisiones previstas en tiempo y forma. Es un criterio más político porque permite a la opinión pública establecer sus propias conclusiones sobre la magnitud del ajuste fiscal óptimo o deseable, sobre su composición o sobre la cuantía y precio de la ayuda externa necesaria. Si nos atenemos a este criterio, el ajuste externo y la recuperación de la Balanza de Pagos han sido más rápidos de lo previsto, aunque forzados por la limitada disponibilidad de financiación externa, pero es indudable que la magnitud del ajuste interno, caída de la demanda doméstica y aumento del desempleo, en Grecia, Portugal o Irlanda fue mucho mayor a la prevista. Lo que puede deberse a fallos en el diseño del programa -que no pueden descartarse ni subyarse en exceso pues el arte de apagar incendios financieros no suele permitirse los lujos de la reflexión académica de laboratorio- o a cambios de las circunstancias externas pues es evidente que los programas no fueron pensados en un contexto de recesión y deflación generalizada en Europa.

El programa español ha de considerarse independiente en la medida en que (i) no contaba con la participación del FMI, (ii) solo se refería al sistema financiero, y (iii) puede considerarse en cierta medida preventivo pues acabó necesitando bastante menos dinero (del orden de €60 mil millones) del originalmente previsto (€100 mil millones). Ha de calificarse como un éxito sin paliativos, en la medida en que ha posibilitado la reestructuración y saneamiento del sistema financiero español como se ha puesto de manifiesto en los resultados del *comprehensive assessment* del BCE.

A nuestros efectos, el funcionamiento de la Troika y las relaciones entre sus miembros -la Comisión, el BCE y el FMI- son una cuestión central que no se contempla explícitamente en este capítulo pero sí en otras obras del mismo autor y en algunos documentos de la Comisión y el FMI¹⁹. Es obvio que la Comisión Europea y el BCE tuvieron que improvisar de la nada, en medio de una crisis sin precedentes, la capacidad analítica y administrativa en el diseño, implementación y seguimiento de programas de ajuste estructural. Una función para la que no estaban preparados, no disponían de competencias claras -la Comisión las asumió bajo la política de defensa de la competencia y el BCE a la luz de una facilidad nueva, las OMT-, ni de personal especializado. Por eso y frente a algunas críticas excesivamente europeístas, no había más alternativa realista que descansar en el conocimiento y experiencia del Fondo, la institución multilateral a la que la comunidad internacional ha encomendado esa función desde los años cuarenta. La estimación del ajuste fiscal y de las necesidades de financiación externa, el gap de financiación, fue obra fundamentalmente de las misiones del FMI, con el apoyo técnico de la Comisión y el BCE. Y solo posteriormente, a medida que las instituciones europeas desa-

¹⁹ Ver Jean Pisani-Ferry, André Sapir and Guntram B. Wolff (2013), *EU-IMF assistance to euro area countries: an early assessment*, Bruegel, y *IMF Response to the Economic and Financial Crisis*, Independent Evaluation Office of the IMF, del 4 de noviembre de 2014.



rrollaban su propio *expertise*, han surgido diferencias de criterio sobre aspectos importantes como la estimación de los multiplicadores fiscales, la naturaleza más o menos intensiva del ajuste vía impuestos o gasto público en Portugal, la magnitud de la financiación concesional necesaria y el *bail-in* de los depositantes en Chipre, o el *timing* y cuantía de la restructuración de la deuda externa en Grecia.

Estos debates permanecerán siempre con nosotros, como han permanecido en el FMI, porque no hay respuestas sencillas ni unívocas. Mirando al futuro, la cuestión central para la Eurozona es si el MEDE se convertirá con el tiempo en un auténtico Fondo Monetario Europeo. Cuestión central porque afecta a la propia naturaleza de las reglas fiscales y de los mecanismos de estabilización en la Eurozona. ¿Quiere la Unión Monetaria Europea configurarse como un espacio económico multinacional con intervenciones de emergencia bajo programas de asistencia ad-hoc, en cuyo caso parece lógico que disponga de un FME, o pretende avanzar en algún momento hacia la unión fiscal supranacional en cuyo caso el MEDE sería más bien el embrión de un Tesoro Europeo en ciernes y el FMI podría actuar en situaciones de emergencia financiera, como lo hace en cualquier otro socio? Cuestión crucial que la Unión habrá de responder en el año 2015.

Un año más, el libro se cierra con una reflexión política sobre el estado de la Unión. Porque como queda dicho desde el principio, la unión monetaria europea es un proyecto político y no solo económico ni financiero. No entenderlo ha llevado a muchos observadores externos a subestimar consistentemente la capacidad de respuesta de las autoridades europeas. Como en el Tenorio, «los muertos que vos matáis gozan de buena salud». Buena salud en cuanto a proyecto europeo con afán de permanencia que es compatible con un creciente desapego de los ciudadanos. En el capítulo 9 el profesor de ESADE, José María de Areilza se interroga sobre los límites, contenidos y posibilidades de la llamada unión política, sobre la delicada y necesaria operación política de poner en pie un gobierno económico en la Eurozona en un contexto popular de creciente escepticismo y resurgir nacionalista.

Argumenta que durante los primeros sesenta años, la Unión europea ha sido un ejercicio de pragmatismo exitoso pero que en los albores del siglo XXI se quedó sin utopía, envuelta en una profunda crisis económica y social. Sin haber sido capaz de desarrollar un «demos» europeo, se enfrenta a un «momento Tocqueville» para legitimarse nuevamente. La transferencia de nuevos poderes y recursos a la Unión –siempre los recursos y su mutualización–, sin la que la moneda única no es sostenible, se ha hecho más necesaria y al tiempo más difícil. Las convulsiones financieras han obligado a ir más allá del ámbito competencial tradicional de la Unión para adentrarse en territorios reservados a las decisiones de los Estados miembros, como la supervisión bancaria, la formulación de los presupuestos nacionales o las políticas de empleo. La falta de límites jurídicos, institucionales o políticos claros a esta invasión competencial ha despertado los celos nacionalistas, a la vez que el método comunitario ha sido en la práctica superado por coaliciones gubernamentales cambiantes. Este devenir ha dotado de flexibilidad a la Europa del euro, pero le ha restado legitimidad democrática y ha generado una sensación de permanente inseguridad política.

Los optimistas del capítulo 9, o realistas como me gusta llamarles, interpretan este proceso como un período transitorio en el que el inter-gubernamentalismo se ha



impuesto en situación de emergencia y habrá de desembocar, en su momento en una reforma de los Tratados y el retorno al método comunitario. Pero el profesor Areilza no está convencido y alerta sobre los desequilibrios, agravios y resentimientos que puede estar generando una renuente hegemonía alemana. Cierto, pero también lo es que Alemania es el país que más votaciones ha perdido en la Comisión Europea y en el BCE²⁰. Para él, y en esto comparte opinión con otro conocido politólogo de origen ideológico bien diferente, «No basta con avanzar una vez más en la Europa de los resultados. Se trataría de intercambiar nuevas cesiones de poder por un reforzamiento democrático y político de las instituciones comunitarias»²¹, de hacer más visible la política europea. Quizás tengan razón, ellos son expertos en esto, pero no creo equivocarme al afirmar que la mayoría de los economistas nos contentaríamos con que la Eurozona ofreciese pronto resultados de crecimiento y empleo y para ello habría que avanzar en la mutualización de algunas políticas. Notablemente, y como ya hemos repetido casi en exceso, habría que avanzar pronto en la unión financiera, fiscal y social. Si para ello es necesario cumplir el decálogo utópico para una unión política con el que acaba el capítulo, hágase con prontitud. Pero mientras tanto, mientras esperamos un Nuevo Tratado, hagamos la unión monetaria más funcional y sostenible.

5. LAS DIEZ LECCIONES EUROPEAS DEL AÑO

Desde el primer análisis del euro para la Fundación de Estudios Financieros en 2012 me he esforzado por terminar este resumen ejecutivo -en el que siempre intento ser fiel a los autores y contrastar sus opiniones con mis propios criterios- con un decálogo de lecciones aprendidas. Pues no se trata de un estudio académico sino de *policy*. La idea de este estudio no es tanto hacer ciencia como hacer política, contribuir a hacer más sostenible la unión monetaria, y al hacerlo a que la Eurozona supere su crisis estructural de bajo crecimiento, endeudamiento excesivo e inaceptable desempleo. Cada vez es más difícil sin repetirse, pues tras seis años de crisis del euro los asuntos fáciles se han ido resolviendo y los más complejos enquistándose en posiciones intelectuales o nacionales defendidas con vehemencia. Pero merece la pena volver a intentarlo.

Primera, el euro ya es parte sustancial del paisaje financiero mundial. Se ha convertido en una divisa internacional alternativa y dominante en el comercio y ahorro en y desde Europa. Pero no parece que vaya a sustituir pronto al dólar, porque para eso hacen falta muchas cosas: mercados financieros en euros plenamente integrados, líquidos y profundos, estabilidad institucional en la Eurozona, políticas económicas previsibles y una potencia política que la respalde. Pero mientras tanto, el tipo de cambio euro-dólar se ha convertido ya en uno de los precios internacionales más determinantes de la actividad económica internacional. La Eurozona tiene que asumir plenamente sus respon-

²⁰ Aunque por supuesto ya sé que no hay votantes nacionales en las instituciones europeas.

²¹ J.I. Torreblanca y J.M. de Areilza, «Spain's salvation in the euro», *The New Political Geography of Europe*, ECFR Londres 2013, pp.71-77.

²² Ver «Defining Europe's Capital Markets Union», *Bruegel Policy Contribution 2014/12*, Bruselas, noviembre 2014.



sabilidades internacionales. Ayudaría para ello tener una voz propia, única, en los organismos multilaterales de cooperación y coordinación internacional, como el Fondo Monetario Internacional, la Organización Mundial del Comercio, el Banco Internacional de Pagos de Basilea o la Junta de Estabilidad Financiera (FSB). En paralelo, la Eurozona tiene que definir una política cambiaria propia. Tarea que le corresponde al Eurogrupo, siendo el BCE el encargado de aplicarla. Mis preferencias personales se alejan de las devaluaciones competitivas, más propias de economías emergentes, y se acercan al *benign neglect* de Estados Unidos. Pero más importante que la política concreta para la consolidación del euro como divisa internacional, es que la Eurozona tenga una política cambiaria, conocida y previsible.

Segunda, la unión bancaria, en concreto la regulación, supervisión y resolución bancaria común para toda la Eurozona, supone un hito fundamental en la construcción europea y un paso crucial en la sostenibilidad del área monetaria única. Contribuirá significativamente a disminuir la fragmentación financiera y el círculo vicioso de riesgo soberano y bancario, los factores estructurales que más han lastrado la recuperación cíclica de la economía europea. Pero la unión bancaria por sí sola no hará desaparecer las preferencias nacionales de los inversores mientras sigan existiendo barreras institucionales y no solo psicológicas al libre movimiento del ahorro y la inversión en la Eurozona. La unión financiera, la llamada *capital markets union*,²² es el siguiente y muy ambicioso reto en este área. Pasa por una regulación europea de los diferentes segmentos de los mercados financieros no bancarios (como las titulizaciones, colocaciones privadas, *private equity*, capital riesgo, etc.) y también por continuar la armonización europea de la normativa nacional, iniciada con las directivas de Solvencia II, EMIR y otras, en áreas como la regulación prudencial de las compañías de seguros y fondos de pensiones; los requisitos de transparencia de la información financiera, contabilidad y auditoría aplicables a empresas que busquen financiación de mercados; esquemas supervisores de las cámaras de compensación y contrapartida; regímenes de insolvencia empresarial y procedimiento concursales; y políticas fiscales que afecten directamente a la inversión y el ahorro como los impuestos a las transacciones financieras, a los depósitos bancarios o el tratamiento de las rentas del ahorro en el IRPF.

Tercera, el comienzo de la supervisión europea común ha sido todo un éxito y el BCE ha asumido la responsabilidad de los bancos europeos sin tensiones financieras ni políticas relevantes. Pero no ha hecho más que empezar²³. Los bancos europeos tendrán que adaptar su gobierno corporativo, su gestión del capital y del riesgo de activos y pasivos, sus controles internos de información y auditoría, sus procedimientos de cumplimiento normativo, sus planes de recuperación, sus políticas retributivas y sus estrategias de rentabilidad, a un entorno nuevo, a una cultura supervisora dominada, al menos temporalmente, por evitar nuevas pérdidas a los contribuyentes. Hacerlo en un contexto de desapalancamiento del crédito y tipo de interés históricamente bajos supondrá todo un reto a su rentabilidad.

Cuarta, la reestructuración de la industria bancaria europea para adaptarse al nuevo entorno regulatorio y supervisor parece ineludible. La Eurozona es un área monetaria

²³ Ver *El comienzo de la Unión Bancaria, claves de la nueva supervisión*, KPMG, Madrid, noviembre 2014.



atípica donde no hay bancos europeos verdaderamente activos en el mercado minorista en toda la zona. Apenas hay unos cuantos grandes nombres europeos, casi todos ellos más presentes en banca corporativa y de inversión que de particulares. Las fusiones bancarias producto de la crisis han sido hasta ahora fundamentalmente nacionales, por razones de preferencia del regulador pero también por facilidad de gestión y conocimiento del mercado. Ahora, con el MUS, las autorizaciones y demás requisitos formales inherentes a toda fusión transfronteriza serán necesariamente más fáciles. Crear un mercado minorista bancario europeo exige la presencia de algunos grandes jugadores europeos. Cualquier progreso en esa dirección será una señal de que la unión bancaria ha conseguido uno de sus objetivos²⁴, hacer más competitiva la industria bancaria en beneficio del cliente. Algunos hechos recientes parecen ir en sentido contrario, aumentando el grado de concentración de los mercados nacionales en unos pocos jugadores, lo que reforzaría los riesgos idiosincráticos de cualquier sistema bancario nacional. Para evitarlo es urgente remover cualquier vestigio de arbitraje regulatorio nacional.

Quinta, el Mecanismo Europeo de Resolución comienza a funcionar formalmente el 1 de enero de 2015, pero no estará plenamente operativo hasta un año después. Se abre pues un año complejo en el que cualquier problema potencial de liquidez o solvencia en un banco bajo supervisión europea será resuelto con normas y capital nacional, lo que provoca incertidumbre y puede agravar los enfrentamientos intra-europeos. Es cierto que la directiva europea de resolución (BRRD) y la normativa reforzada de ayudas de Estado ponen límites a la discrecionalidad nacional, pero hay un agujero sensible en el sistema. Si bien existe un *backstop* europeo, el MEDE, éste solo puede financiar a los gobiernos y no directamente a los bancos, con lo que puede resurgir el bucle riesgo soberano bancario. Hay maneras de solucionarlo, la más sencilla es dotar de capacidad de endeudamiento propio al Fondo Único de Resolución (FUR), de la misma manera que los fondos nacionales de garantía de depósitos tenían capacidad para acudir directamente al mercado, adicionalmente y al margen del Tesoro, en lo que sería una especie de titulización de ingresos de cuotas futuras. Otra es dotarle de licencia bancaria y acceso a la liquidez del BCE, pero para algunos ortodoxos eso equivale a mutualizar y monetizar la deuda bancaria. Evidentemente, como han hecho todos los países desarrollados o emergentes, en momentos de crisis sistémica.

Sexta, la unión fiscal ha sido un daño colateral de la unión bancaria, pero no puede demorarse mucho más. Estaba en el diagnóstico oficial de olvidos y fallos institucionales de la unión monetaria europea realizado por los Cuatro Presidentes en 2012. Allí se admitía explícitamente que un sistema solo basado en reglas fiscales, por muy conocidas, automáticas y técnicamente perfectas que sean en su diseño y aplicación, lo que evidentemente no es el caso, no puede funcionar. De hecho no hay ninguna unión monetaria existente que no contemple mecanismos más o menos explícitos de mutualización de la deuda pública de los Estados subnacionales –¿qué otra cosa son el Fondo de Liquidez Autonómica español o el Fondo de Proveedores?– transferencias automáticas de ingresos y esquemas de estabilización macroeconómica. Estos últimos son particularmente

²⁴ Ver *La unión Bancaria ahora empieza de verdad*, Informe del Centro del Sector Financiero de PwC e IE Business School, Madrid noviembre 2014.



importantes en la Eurozona, donde por razones históricas, culturales y también políticas, las migraciones interiores solo pueden jugar un limitado efecto equilibrador. Por eso es urgente crear y dotar un auténtico Fondo de Estabilización Interterritorial. El MEDE podría ser el embrión de ese Fondo si el FUR se dota de licencia bancaria.

Séptima, es evidente que un esquema semejante, con un potente Fondo de Estabilización, solo sería posible en el marco de importantes cesiones de soberanía de gestión y ejecución presupuestaria que diesen garantía a los ciudadanos de los países contribuyentes netos sobre la cuantía de las contingencias potenciales y sobre su no recurrencia. Estamos hablando, como el canciller alemán Schäuble, de un Tesoro Europeo con capacidad de intervención de los Tesoros nacionales, en circunstancias tasadas, con ingresos propios o cedidos automáticamente y con capacidad de emisión de un activo europeo seguro que se convertiría en instrumento de referencia de la política monetaria única y evitaría así la atípica particularidad con la que opera el BCE, el único banco central del mundo que no interviene con su propio papel. Sobre este tema ya tuvimos oportunidad de extendernos en el Anuario del 2013 y solo cabe aquí enfatizar que nada se ha avanzado desde entonces.

Octava, el procedimiento de desequilibrios macroeconómicos (PDM) es una loable intención de inyectar disciplina en la gestión de las políticas económicas nacionales. Responde al descubrimiento tardío por las autoridades europeas de que los desequilibrios del sector privado también pueden amenazar la sostenibilidad del área monetaria única. Pero no funciona; es ambiguo, demasiado ambicioso y pretende hacer responsable a los gobiernos nacionales por variables de comportamiento fuera de su control. Mezcla temas de financiación externa y prudencia financiera con aspectos de política laboral, científica o de emprendimiento. Mejor haría la Unión en reemplazarlo por algunas apuestas concretas de política económica a escala europea. Quien lea el libro entero observará que no estoy muy convencido de la necesidad y utilidad en Europa de un gran programa de inversión en infraestructuras, pero si esa es la decisión del Consejo y Comisión, la Eurozona necesita capacidad administrativa propia para proponerlo, diseñarlo, aplicarlo y vigilar su cumplimiento. Por eso, dotar de estructura permanente propia al Eurogrupo, como parecía ser la idea original, es un mecanismo más efectivo de disciplina económica que el complejo y burocrático PDM con su académicamente muy interesante pero escasamente vinculante Informe anual del Mecanismo de Alerta.

Novena, aunque todas las lecciones anteriores fueran escuchadas e implementadas, el problema del excesivo endeudamiento de algunos países no desaparecería. Y con él, el fantasma de la restructuración de la deuda. No es un problema específicamente europeo, el FMI lleva al menos dos décadas intentando diseñar y consensuar un mecanismo de restructuración ordenada de la deuda soberana. Mi intuición personal es que éste es uno de esos casos donde la ambigüedad constructiva es mucho más eficaz que intentar formalizar un proceso que siempre sería traumático y políticamente explosivo. La sencilla analogía con los procesos concursales corporativos o personales nacionales, tan de

²⁵ Ver *Institute of International Finance, Report of the Joint Committee on Strengthening the Framework for Sovereign Debt Crisis Prevention and Resolution*, Washington DC, 2012 y IMF, *Sovereign Debt Restructuring – Recent Developments and Implications for Fund's Legal and Policy Framework*, abril 2013.



actualidad como recomendación de las instituciones multilaterales, no se sostiene por razones varias: (i) no hay jurisdicción única y habría que crearla, (ii) la capacidad para intervenir activos como garantía última de pago no es extraterritorial, ni siquiera en el seno de la Eurozona, ni parece que vaya a serlo pronto, y (iii) en ausencia de un «demos» europeo, cualquier decisión política será susceptible de explotación nacionalista en países deudores o acreedores. Pero la dificultad del problema no conlleva que lo mejor sea el silencio. Incluso la ambigüedad constructiva es más eficaz dentro de un esquema conocido y pre-acordado, con autoridad y poder de decisión legitimado. Existen múltiples soluciones posibles, tantas como instituciones han estudiado la materia, pero ninguna perfecta. Sí hay un cierto consenso en algunos principios básicos sobre los que construir una solución europea²⁵, tan válida como cualquier otra: (i) evitar los incentivos perversos y garantizar la igualdad de trato; (ii) presencia de una institución externa a los afectados con legitimidad política para declarar un *stand still*, una moratoria, (iii) esa autoridad debe ser una institución europea creíble, (iv) la reestructuración ha de aplicarse a acreedores privados y públicos, el mantenimiento del status de *preferred creditor* por las instituciones multilaterales y el BCE solo provoca la rápida salida de los capitales privados y encarece el coste financiero y humano del ajuste, (v) la reestructuración debe hacerse minimizando el coste contable para los acreedores y el *cash flow upfront* para el país deudor. No se trata aquí de extenderse sobre este tema, tiempo habrá en el Anuario 2015, sino solo de sentar las bases para una discusión racional sobre un tema cargado de pasiones.

Décima. Si hace un año un nuevo Tratado de la Unión Monetaria parecía aconsejable pero evitable, hoy parece difícilmente eludible. Por razones técnicas y políticas. La magnitud de los retos a los que se enfrenta el diseño de una nueva unión monetaria hace muy complicado seguir con interpretaciones flexibles de los textos actuales; interpretaciones que dan lugar a soluciones particularmente complejas y difícilmente comprensibles y que además son siempre transitorias y sujetas a su constante cuestionamiento legal ante cualquier Tribunal Superior, normalmente el Constitucional alemán. El llamado método intergubernamental no da mucho más de sí y habría que relanzar el método comunitario, aunque sea solo a 20 o 25. Si la Unión necesita relegitimarse, un nuevo Tratado parece la manera correcta. Pero es una apuesta arriesgada, y los inversores huyen de la incertidumbre. Por eso, antes de abrir formalmente el proceso habría que consensuar sus líneas fundamentales.

²⁵ Ver *Institute of International Finance, Report of the Joint Committee on Strengthening the Framework for Sovereign Debt Crisis Prevention and Resolution*, Washington DC, 2012 y IMF, *Sovereign Debt Restructuring – Recent Developments and Implications for Fund’s Legal and Policy Framework*, abril 2013.



1. UNA PANORÁMICA DEL PAPEL DEL EURO EN EL MUNDO

FERNANDO FERNÁNDEZ MÉNDEZ DE ANDÉS
CARLOS POZA LARA¹

ABSTRACT

The continuous enlargement of the Eurozone is the best proof of the increasing role of the euro in international trade and wealth transactions. Latvia joined the Euro Area in January 2014 and Lithuania is expected to do the same in January 2015. Therefore, despite all doubts and uncertainties surrounding the euro project, the fact is that it has been able to keep its momentum and its ability to attract potential new members. The euro is widely used as a regional currency and has a well established reputation and credibility. Its weight in European transactions increases year by year, but it is not still consolidated as a global currency. The euro has not been able to compete for the pole position against the US dollar, which maintains the exorbitant privilege of being the reserve currency of the world by choice.

This chapter studies the use and role of the euro in the international economy. The analysis has been divided into three parts: 1) the euro as a means of exchange, 2) the euro as a store of value and 3) the euro in the financial markets.

Concerning the euro as a means of exchange, between 2012 and 2013, there was a slight increase in exports of goods and services denominated in euros in the world because of the increased trade outside the Eurozone (mainly focused on East Europe and Asia). However, there was a decrease in imports of goods and services denominated in euros due to a weakness in European demand.

The rise in the share of the euro as a settlement currency in extra-euro area transactions of Eurozone countries is the combined result of different developments in different Member States. Low growth periphery countries (PIIGS) used the euro in 2013 less than in 2012 but the newest Member States (Latvia, Estonia, Slovakia and Slovenia) increased its use above average because they maintain strong trading relationships with East Europe. To some extent, it could be said that the euro's success in international trade in 2013 was mostly related to the Eurozone enlargement process towards East Europe.

¹ Fernando Fernández es profesor en IE Business School, Carlos Poza es profesor en la universidad Nebrija.



As far as the euro as a store of value is concerned, data showed a decline in the share of the euro in foreign exchange reserves (at constant exchange rates) from 2012 to 2013. Nevertheless, its international role as a reserve currency is well established as by far the second most popular currency in the world. In 2013, 61.3% of reserves were denominated in US dollars, 24.7% in euros, 4.1% in the sterling pound, 3.6% in yens and 6.2% in other currencies, mainly from emerging markets such as China.

The role of the euro as an exchange rate anchoring has remained stable in 2014. The number of countries that link its currency to the euro has remained constant but some economies have modified the exchange arrangement from soft pegs to hard pegs (Czech Republic and Croatia). In addition, Latvia has become a Member of the Eurozone since January 2014, enlarging the euro area up to 18 countries, and Lithuania is expected to do likewise in January 2015. In this regard, notwithstanding the problems provoked by the sovereign debt crisis, the European project continues growing and looking attractive for many countries as it can be monitored in the OeNB survey.

Regarding the use of the euro in financial markets, it is again in the second most popular currency after the US dollar. Summarizing the main results by type of market:

- In equity markets, market capitalization in US dollars has represented twice as much as in euros in 2014 (20 vs 10 thousand billions dollars) and the US currency has been in a bull market since mid-2009.
- In bond markets: outstanding international debt securities denominated in euros were 25.4% of the total outstanding in 2013 (narrow measure at constant exchange rates), marginally less than in 2012 (US dollar, 54.1% in 2013). The euro has shown a bear trend since 2008 because of continuous restrictive fiscal policy limiting issuance volumes.
- In money markets, euro trades within TARGET2 remain also second place in world interbank transactions, after the CLS US system. Furthermore, the Eurosystem net balance is improving, reflecting a reduction in fragmentation in European money markets.
- In forex markets, the gap between the euro and the US dollar is wider. The role of the US dollar as the world's dominant vehicle currency remained unchallenged in 2013. FX deals with the US dollar on one side of the transaction represented 87% of all deals; those on euros only 33.4%; yens, 23%; and the sterling pound, 11.8%; while the share of other currencies increased to 44.8%, mainly thanks to the emerging power of the Chinese Yuan. In relation to their regional GDPs, the importance of the dollar and the pound is remarkable, standing in sharp contrast with the euro and the yen, which do not graduate from being regional currencies.
- In derivatives market, OTC interest rates derivatives turnover fell by 23.3% between 2012 and 2013, in particular in dollar (32%) and yen contracts (28%). Meanwhile, contracts denominated in euros decreased by only 17%, because the Eurozone had less necessity to manage interest rates risks. In any case, nearly one out of two contracts in this market is settled in euros.



1.1. EL EURO COMO MEDIO DE PAGO

En 2014, la gran novedad en torno al euro ha sido la incorporación de Letonia² como país miembro de la Eurozona, ampliándose ésta a 18 Estados. La zona euro, más allá de las críticas recibidas y de las dudas suscitadas sobre su sostenibilidad, es la única área monetaria dinámica en el mundo, que va incorporando nuevos países atraídos por el proyecto europeo. El siguiente será Lituania, que se unirá en enero de 2015.

1.1.1. EVOLUCIÓN DEL TIPO DE CAMBIO NOMINAL DE LA MONEDA ÚNICA EN 2014: DEPRECIACIÓN DEL EURO CON EXPECTATIVAS DE QUE LO SIGA HACIENDO³

Después de más de dos años de apreciación del euro frente al dólar, la moneda única se ha depreciado intensamente a lo largo de 2014 (ver gráfico 1), sobre todo desde que a la vuelta del verano el BCE adoptara explícitamente su política de expansión cuantitativa (ver capítulo de política monetaria).

El euro alcanzó el mínimo de la serie en julio de 2001 (0,83 euros por dólar) y el máximo en abril de 2008 (1,60 euros por dólar). A 1 de diciembre de 2014 la cotización cerró a 1,25 €/USD, lo que supone una depreciación del 10,1% desde mayo, donde tocó máximo en 2014 (1,39 €/USD).

Hasta mayo, el euro presentó una ligera apreciación frente al dólar, que inició a mediados de 2012 y que tuvo como principales causas, por un lado, los mayores compromisos adoptados por las autoridades europeas para potenciar la integración europea (unión bancaria, unión fiscal y unión económica) y, por otro, las dudas sobre la recuperación de la economía estadounidense.

De mayo en adelante, el euro no ha parado de depreciarse, ni parece que lo vaya a dejar de hacer en los próximos meses. El panorama ha cambiado totalmente. En Estados Unidos se espera una fase de crecimiento económico, generación de empleo y aumento de la inflación (su curva de rendimientos gana pendiente), mientras que en la Eurozona el horizonte esperado es plano: estancamiento económico y riesgo de deflación (su curva de rendimientos pierde pendiente). Estas perspectivas tan opuestas justifican que en EEUU se esté dejando de hablar de *tapering* (normalización de la política monetaria) y se comience a pensar en el *tightening* (política monetaria restrictiva), como ya están empezando a descontar los mercados internacionales. En la Eurozona, por su parte, se

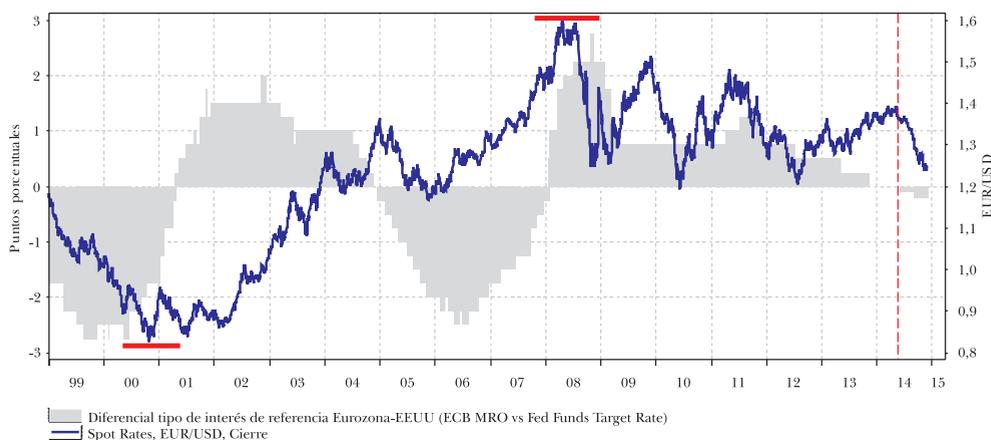
² La Comisión Europea publicó el 17 de noviembre de 2014 un informe sobre Letonia, en donde analiza los beneficios de su adopción del euro así como los principales desafíos que tiene que afrontar en los próximos meses. Como beneficios se destacan el incremento de la competencia, la intermediación bancaria y los bajos tipos de interés. Asimismo, la preocupación por una subida de precios como consecuencia de la introducción de la nueva moneda ha resultado ser menor de la esperada. Por otra parte, la Comisión apunta que la adopción del euro no debe ser motivo para la complacencia. Se señala como principal reto el crecimiento de los costes laborales en un momento en el que la demanda externa está empeorando.

³ Los datos de este epígrafe se han cerrado a 1 de diciembre de 2014.

espera que se intensifique el *quantitative easing* con nuevas compras de deuda pública, tras las bajadas de tipos oficiales llevadas a cabo en junio y septiembre de 2014 y los mensajes de Mario Draghi anunciando que la expansión monetaria continuará de forma dilatada.

En este contexto, no es de extrañar que el euro se esté depreciando contra el dólar. La modificación de expectativas en los dos bloques económicos, ha provocado un cambio en las posiciones de las carteras internacionales. Desde enero de 2008 el tipo de interés oficial de la Eurozona presentaba un diferencial positivo frente a los *Fed funds*, pero a partir de junio de 2014 el proceso se ha invertido. Ahora, el tipo de referencia de Estados Unidos se encuentra por encima del de la Eurozona, lo que explica el episodio de depreciación del euro frente al dólar en la segunda mitad de 2014. Es el típico funcionamiento de la *Paridad de Intereses Descubierta* (gráfico 1).

GRÁFICO 1. TIPO DE CAMBIO NOMINAL DEL EURO FRENTE AL DÓLAR Y SU RELACIÓN CON LOS DIFERENCIALES DE TIPOS



Fuente: Reuters EcoWn.

En los casos de la cotización del euro frente al yen, yuan y libra esterlina (ver gráfico 2), se observan dos tendencias diferentes. Frente al yen, el euro apenas se deprecia porque las bajadas de tipos realizadas por el BCE se han visto compensadas, parcialmente, por la expansión monetaria japonesa en donde la base monetaria⁴ sigue creciendo a dos dígitos (una de las tres flechas de «Abenomics»). Frente al yuan y la libra, la depreciación del euro ha sido más brusca porque los programas de política monetaria chino y británico han sido menos expansivos que el de la Eurozona.

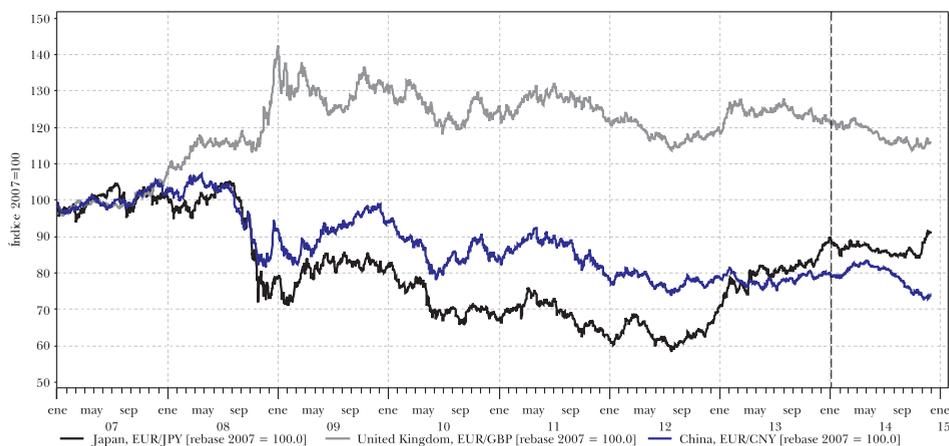
⁴ Nótese, no obstante, que el ritmo de crecimiento de la base monetaria japonesa se está desacelerando desde el 2T-14.



China ha experimentado un importante efecto secundario de la normalización de la política monetaria de la Reserva Federal. El *tapering* ha provocado salidas de capitales de los países emergentes hacia los Estados Unidos, en busca de mayores rentabilidades relativas. Salidas que en China han intentado controlar. En cualquier caso, esos flujos de capitales han afectado no solo al mercado de bonos chino sino también al mercado de divisas (BBVA Research, 2014⁵). En los primeros cinco meses de 2014, el RMB registró una depreciación de aproximadamente el 6% frente al euro y del 4% con respecto al dólar. En la segunda parte del año, sin embargo, las bajadas de tipos en la Eurozona y el buen ritmo de las exportaciones chinas han vuelto a depreciar el euro frente al yuan alrededor del 11,5%.

En el caso del euro frente a la libra, el estímulo monetario realizado en la Eurozona y las favorables expectativas de crecimiento británicas explican la continua apreciación de la libra frente al euro desde julio de 2013. Pero esa tendencia se truncó a principios de agosto de 2014 en respuesta al repunte del independentismo escocés, acentuado días antes del 18 de septiembre (fecha del referéndum) en donde se dieron a conocer los resultados de los sondeos. Tras los resultados finales la libra esterlina ha vuelto a salir reforzada.

GRÁFICO 2. TIPO DE CAMBIO NOMINAL DEL EURO FRENTE AL YEN, YUAN Y LIBRA



Fuente: Reuters EcoWn.

1.1.2. EL EURO COMO MONEDA DE PAGO EN EL COMERCIO INTERNACIONAL⁶

Las exportaciones totales en euros aumentaron ligeramente entre 2012 y 2013 (0,2%), básicamente por los flujos extra-Eurozona de los países miembros, que crecieron

⁵ Véase BBVA Research (2014): «China: What happens when the free greenbacks dry up?»

⁶ Las últimas cifras publicadas por el BCE son de 2013.



un 1,8% (Eurostat, 2014). Por el contrario, las transacciones entre países del área euro descendieron en 2013, confirmándose el efecto sustitución entre ambos tipos de transacciones, originado tras la crisis financiera internacional y orientado principalmente hacia los países del este de Europa y Asia.

En el caso de las importaciones totales en euros, se produjo un descenso del 1,4% en 2013, por un lado, por la caída de los intercambios dentro de la Eurozona y, por otro, por la contracción de las compras al exterior del área euro. La debilidad de la demanda interna europea lo explica.

Conocidas las cifras globales del euro en el comercio internacional y el deterioro del comercio intra-Eurozona, ahora cabe preguntarse qué ha ocurrido con las transacciones extra-zona euro en detalle. El uso del euro por parte de los países miembros como moneda de pago en el comercio internacional fuera del área euro aumentó en 2013 con respecto a 2012, tanto en el caso de las exportaciones como en el de las importaciones, especialmente en el sector servicios.

Pero esta mejora esconde un comportamiento desigual entre países: 1) las economías bajo escenarios de estrés (PIIGS en general) utilizan menos el euro en sus transacciones que en 2012 debido a una reducción del comercio con los socios comerciales europeos y un incremento del mismo con Asia y Medio Oriente, favoreciendo al dólar y otras monedas como el yuan; y 2) los miembros más recientes de la Eurozona utilizan más el euro en sus transacciones que en 2012 porque mantienen una estrecha relación con los países del Este.

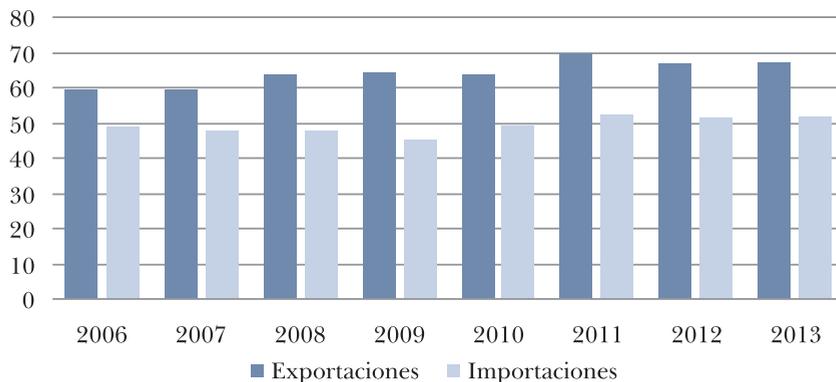
En cualquier caso, el efecto neto favorece a la moneda única porque la Eurozona en general, y los nuevos miembros en particular, están incrementando notablemente sus flujos comerciales con los países del este de Europa, especialmente en Lituania, Polonia y Hungría. En definitiva, el proceso de euroización compensa, por el momento, la diversificación a Asia y otros mercados emergentes. El incremento de las exportaciones en 2013 de la Eurozona a los países del Este creció un 2,6%, mientras que a Asia un 0,8%.

Al revisar las últimas cifras disponibles (ECB, 2014), se puede observar que en 2013 se produjo un incremento de la utilización del euro en las transacciones de mercancías extra-euro área de países miembros: 0,5 puntos porcentuales en las exportaciones (de 66,7% a 67,2% entre 2012 y 2013) y 0,4 puntos porcentuales en las importaciones (de 51,3% a 51,7%) (Gráfico 3).

En lo que se refiere al comercio extra-euro área de servicios de los países miembros de la Eurozona, la proporción del euro en las exportaciones totales aumentó 6,7 puntos porcentuales entre 2012 y 2013, pasando del 49,6% al 56,3%. En el caso de las importaciones, la proporción del euro creció de 55,9% a 61,5% (gráfico 4).

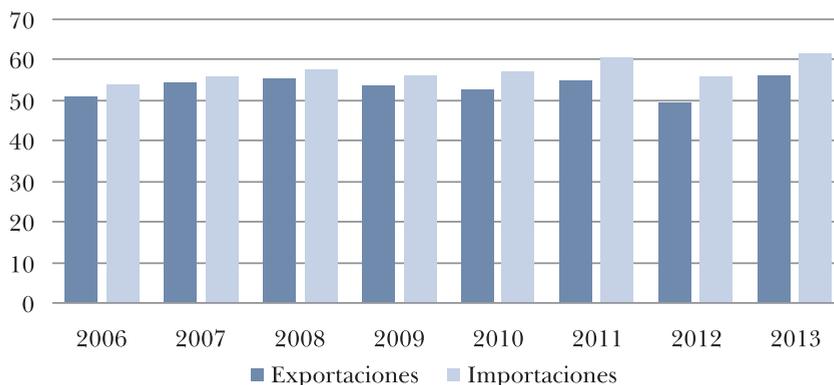
Si además se realiza una lectura de medio plazo, el uso del euro en el comercio extra-Eurozona por parte de los países miembros no solo volvió en 2013 a niveles previos al inicio de la crisis en 2007, sino que en el caso del sector servicios se observó máximos en la serie de datos disponible. La futura ampliación de la Eurozona, sin duda, está promoviendo el uso del euro entre los candidatos y los miembros actuales, al anticiparse la eliminación de los riesgos cambiarios.

GRÁFICO 3. PARTICIPACIÓN DEL EURO EN LAS TRANSACCIONES DE MERCANCIAS EXTRA-EURO ÁREA DE PAÍSES MIEMBROS DE LA UEM (como porcentaje del total)



Fuente: ECB (2014).

GRÁFICO 4. PARTICIPACIÓN DEL EURO EN LAS TRANSACCIONES DE SERVICIOS EXTRA-EURO ÁREA DE PAÍSES MIEMBROS DE LA UEM (como porcentaje del total)



Fuente: ECB (2014).

Desglosando la información anterior por países en 2013, se aprecia un uso del euro en las transacciones extra-euro área heterogéneo, como ya ocurrió en 2012. En el caso de las exportaciones de bienes, las economías que más utilizan el euro son Eslovaquia (96,2%), Letonia (81,2%) y Eslovenia (80,8%) y las que menos Grecia (32,3%) y Chipre (49,1%)⁷.

⁷ Último dato disponible: 2011.



En las exportaciones de servicios, Eslovenia (90,7%), Bélgica (78,8%) e Italia (73,5%) son los que más utilizan el euro mientras que nuevamente Grecia (29,4%) y Chipre (50,2%) son los que menos. Desde el lado de las importaciones, Letonia (80,5%), Estonia (72,2%) y Eslovaquia (67,3%) son los países que destacan por el uso del euro en sus transacciones de bienes mientras que Bélgica (72,4%), Eslovenia (67,9%) y Portugal (65,2%) son los que sobresalen por las transacciones de servicios. Grecia (39,6%) y Letonia (45%) son las economías que menos utilizan el euro en las importaciones extra-euro área de servicios (ver anexo A11 en el informe «*The international role of the euro 2014*» del ECB).

La explicación de estos datos radicaría en los principales socios comerciales de cada país. Según datos de Eurostat, se observa que aquellos países cuyo porcentaje de exportaciones o importaciones extracomunitarias con respecto al total de exportaciones es superior a la media, presentan una menor utilización del euro en el comercio extra-euro área, y viceversa. Esto pone de manifiesto el destacable uso del euro como moneda regional pero también su papel secundario como medio de pago internacional.

España, por su parte, salvo en el caso de las importaciones extra-Eurozona de servicios, donde se sitúa por encima de la media de la zona euro (64,7% frente a 56,3% en 2013), en el resto de transacciones (exportaciones e importaciones de bienes y exportaciones de servicios), presenta una utilización del euro inferior al promedio del área euro. Nuevamente, la explicación podría estar relacionada con el origen del socio comercial. En el caso de las importaciones de servicios España ha incrementado notablemente sus transacciones con los países africanos⁸ en 2012 y 2013 y muchos de éstos están dispuestos a aceptar el euro como moneda de pago con el objetivo de incrementar sus reservas de divisas en el país. Con respecto a los demás continentes las importaciones de servicios se han reducido en los dos últimos años. En el caso de las exportaciones de servicios y flujos comerciales de mercancías, aunque África presenta también crecimientos importantes, otras zonas podrían ser consideradas por volumen y tasas de crecimiento como socios principales, por lo que el efecto africano no sería tan relevante. Aquí destacan Latinoamérica y el Caribe así como Asia. En estos casos, el dólar se sitúa como vehículo en las transacciones comerciales.

Esta misma descripción pero para países no miembros de la Eurozona presenta también un panorama desigual. En el caso de las exportaciones e importaciones de mercancías, destacan por el uso del euro la República Checa (80,1% y 68,9%), Croacia (80% y 70,6%) y Rumanía (73,5% y 64,9%); y en el caso del comercio de servicios Bulgaria (74% y 74,7%) y la República Checa de nuevo (76,1% y 74,3%) (Ver anexo A12 en el informe «*The international role of the euro 2014*» del ECB).

Por otra parte, la serie temporal 2003-2013 de los países no miembros muestra el aumento de la utilización del euro en sus exportaciones e importaciones tanto de bienes como de servicios (ver anexos A12 en el informe «*The international role of the euro 2014*»

⁸ Según los datos del INE, procedentes de la Encuesta sobre Comercio Internacional de Servicios (2014), España incrementó las importaciones de servicios a África en un 45% en 2012 y en un 21,3% en 2013. Nótese, además, que más de 20 países en el continente africano utilizan el euro como ancla explícita o implícita en la fijación del tipo de cambio. Esto facilita, por la necesidad de acumulación de reservas de los Bancos Centrales africanos, el intercambio y aceptación de euros en el comercio internacional.



del ECB). Esta evolución se corresponde con las futuras entradas a la Eurozona de países del Este como nuevos miembros. Letonia lo ha hecho en enero de 2014, a Lituania se le espera en 2015 y otros países como la República Checa, Croacia y Polonia no lo harían hasta al menos 2019. Este proceso de ampliación de la Eurozona justifica por qué estos países han incrementado sus flujos comerciales en euros en los últimos años.

En definitiva, el euro sigue siendo una moneda de referencia en Europa, por lo que su importancia y peso como divisa en el comercio internacional continúa siendo regional, no tanto global.

1.2. EL EURO COMO MONEDA DE RESERVA

1.2.1. LA EVOLUCIÓN DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES EN EUROS⁹

La proporción del euro en las reservas mundiales de divisas desciende en 2013, aunque mantiene con holgura la segunda posición por detrás del dólar, que continua con su posición dominante.

A pesar de que el volumen de reservas mundiales en euros, a tipo de cambio corriente, se ha mantenido en los 1,47 billones de dólares entre 2012 y 2013, en términos porcentuales con respecto al total de reservas y a tipo de cambio constante, el euro ha caído frente al resto de monedas. En 2012 el 25,3% de las reservas mundiales estaban en euros y en 2013 el 24,7%. Las monedas más beneficiadas han sido el dólar estadounidense, el yen, la libra y el dólar canadiense y australiano (gráfico 5).

Lo cierto es que al estudiar la composición de las reservas de divisas en el mundo, se observa cómo el dólar sigue siendo el activo internacional por excelencia, la moneda más demandada como activo de reserva internacional. Pero lo cierto es también que el euro continúa en un segundo e indiscutido puesto, muy lejos de otras divisas. Así, a tipo de cambio constante y para el último año disponible, 2013, el 61,3% de las reservas estaban en dólares, el 24,7% en euros, el 4,1% en libras, el 3,6% en yenes y el 6,2% en otras monedas. Hace un lustro, los porcentajes eran: 63,9%, 26%, 3%, 4,8% y 2,3%, respectivamente (gráfico 5). La conclusión es que las monedas de los países más avanzados del mundo han cedido terreno a otras divisas de países emergentes como el yuan, consecuencia del cambio de orden mundial esperado en los próximos años.

Este comportamiento global de las divisas se puede observar distinguiendo entre economías avanzadas y emergentes (o de alto crecimiento). El descenso de las reservas en euros, a tipo de cambio constante, entre 2012 y 2013 se ha producido tanto en países desarrollados como en emergentes. En el primer caso, la contracción ha sido de 0,4 puntos porcentuales, de 25,4% a 25%, y en el segundo, de 0,7 puntos, de 25,2% a 24,5%. Sin embargo, en el caso del dólar, desciende el porcentaje en las economías avanzadas (de 62,4% a 60,2%) pero sube en los de alto crecimiento (de 59,8% a 60,2%). El yen, por su parte, mejora en ambas zonas.

⁹ Las últimas cifras publicadas por el BCE son de 2013.



Los determinantes del uso de una moneda como depósito de reserva están vinculados, fundamentalmente, a la solvencia/estabilidad de las divisas y a las expectativas de tipo de cambio. El primer caso se asocia al valor intangible de la divisa, a la confianza en la misma y su búsqueda como valor refugio ante perturbaciones macroeconómicas. El segundo tiene un componente más especulativo, más relacionado con el arbitraje en los mercados de divisas. Los diferenciales de inflación, los de tipos de interés o simplemente cambios en las perspectivas de crecimiento modifican las posiciones y las cotizaciones de las divisas.

En este sentido, el euro se ha visto afectado por ambos determinantes. Por un lado, los riesgos geopolíticos –como lo sucedido en Ucrania- han afectado negativamente a la confianza del euro, mientras que las tensiones políticas con Rusia, aunque han tenido consecuencias desfavorables tanto para Europa como para Estados Unidos, en términos relativos, el euro ha salido beneficiado con respecto al dólar¹⁰. En cierto modo, se ha observado que las grandes fortunas rusas han encontrado más trabas para ser movilizadas en bancos americanos que en los europeos. La no existencia de un billete de \$500, además, dificulta mucho más el blanqueo y acumulación de dinero negro, lo que en el caso del euro no ocurre. Y por otro, los diferenciales de inflación y de tipos de interés negativos en la Eurozona así como la pérdida de peso geoeconómico de Europa en el mundo han arrastrado a la baja al euro con perspectivas de que siga siendo así un largo periodo de tiempo.

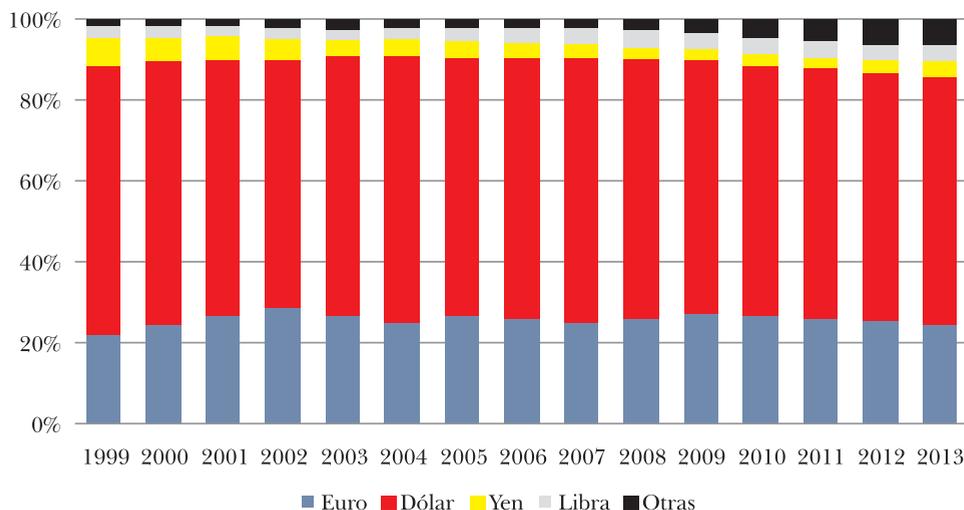
Y en línea con lo ocurrido en años anteriores, la libra sigue mostrando una resistencia extraordinaria ante los cambios en la configuración de las reservas de divisas, que ha conseguido incluso aumentar su importancia ligeramente en la composición de las carteras internacionales entre 2012 y 2013. Las características de Londres como plaza financiera (seguridad jurídica, calidad institucional, capital humano, eficiencia, profundidad y liquidez) se correlacionan con la solvencia de la moneda británica.

De hecho, en términos relativos, corrigiendo por el peso del PIB del Reino Unido y del PIB de la Eurozona con respecto al PIB mundial, se observa que la libra participa como contrapartida en las transacciones en el mercado de divisas¹¹ con mayor frecuencia que el euro. En 2013, la proporción del PIB del Reino Unido sobre el PIB mundial fue 3,4% y la de la Eurozona del 17,2%, sin embargo, el porcentaje de participación en la negociación media diaria de la libra fue del 11,8% y del euro únicamente 33,4% (BIS, 2014). Esto significaría que la relación participación de la divisa/PIB sería de 3,5 en el Reino Unido y de solo 2 en la Eurozona. Esta misma ratio en Estados Unidos es de prácticamente 4.

¹⁰ Al observar la cotización euro/dólar a lo largo de 2014, aparecen escenarios de apreciación del euro y depreciación del dólar justo después del anuncio de las sanciones de Estados Unidos a Rusia, que han provocado un efecto escalón en la cotización. En el siguiente enlace: <http://www.state.gov/e/eb/tfs/spi/ukrainerrussia/> se pueden ver las medidas adoptadas por Estados Unidos. Un ejemplo de este efecto post-sanción puede detectarse a finales de marzo y en abril.

¹¹ Puesto que en cada transacción intervienen dos monedas, la suma de las participaciones individuales será de 200%.

GRÁFICO 5. COMPOSICIÓN DE LAS RESERVAS DE DIVISAS MUNDIALES (Porcentaje sobre total de reservas, a tipo de cambio constante)



Fuente: ECB (2014).

Entrando específicamente en el porcentaje de reservas de euro que tienen los países no miembros de la Eurozona (a tipo de cambio corriente), se observa que, para una muestra de economías elegidas por el Banco Central Europeo (2014) en su informe «*The international role of the euro*», entre 2012 y 2013, 9 de los 16 países elegidos han disminuido sus tenencias de euros, mientras que 5 de esos 16 han incrementado las reservas de la moneda única. Un solo país lo mantiene.

En el primer grupo (los que han disminuido las reservas de euros) se encuentran Croacia, Lituania, Polonia, Rumanía, Suecia, Reino Unido, Canadá, Suiza y Chile, y en el segundo (los que han aumentado las reservas de euros) se sitúan Bulgaria, República Checa, Noruega, Rusia y Estados Unidos (ver tabla 1). Perú las mantiene en el 30% y Turquía no presenta datos en 2013. Nótese, no obstante, que la tabla está calculada a tipo de cambio corriente, por lo que la apreciación del euro entre 2012 y 2013 ha afectado positivamente a aquellos países que tenían reservas de euros. De este modo, el aumento de reservas no ha tenido por qué ser consecuencia de una política de sustitución activa sino sencillamente por la propia cotización al alza de la moneda única.

Con el objetivo de profundizar en la diferenciación por países en la tenencia de euros como moneda de reserva, a continuación se presentan algunos datos de interés (ver tabla 1):

- De los países miembros de la UE pero no de la UEM, Bulgaria es el que ocupa el primer lugar en el ranking de economías con mayor porcentaje de euros sobre el total de reservas de divisas (100%). Su inestabilidad interna y el uso del euro como



moneda cuasi doméstica ha jugado sin duda un papel muy importante. Lo mismo le ocurre a otros países como la República Checa (69,7%), que también ha adoptado el sistema cambiario de caja de convertibilidad.

- Igualmente destaca la drástica caída del euro como moneda de reserva en el Reino Unido, desde un 65,5% en 2009 al 43% en 2013, en donde el euroescepticismo se instaura con fuerza.
- En otro contexto completamente diferente, y referido a algunos países emergentes latinoamericanos, Chile ha frenado su reducción de reservas de euros iniciada hace unos años, situando el porcentaje en el 19,6%. Perú, por su parte, ha congelado la proporción de reservas en euros, en el 30%. Estas cifras son importantes puesto que disipan parcialmente las dudas que pudieran estar enquistándose en torno a la unión monetaria entre los países emergentes culturalmente más próximos. Probablemente la recolocación de carteras hacia activos más seguros no denominados en euros explique el comportamiento de aversión tras la crisis soberana europea. En 2011, el 86,9% de los bonos y obligaciones en manos latinoamericanas estaban denominados en dólares, el 9,2% en euros, el 1,6% en yenes y el 2,3% en otras monedas. En 2012, la tenencia de bonos y obligaciones en dólares y en euros descendió al 82,9% y 7,5%, respectivamente, con el objetivo de buscar valores refugio y diversificar carteras. Y en 2013, la situación parece revertir para la moneda única, puesto que el porcentaje de bonos y obligaciones en euros crece al 7,8%. Decrecen nuevamente los denominados en dólares (al 82,3%) y se disparan los vinculados a otras monedas, cuyo porcentaje sube al 8,4.
- Finalmente, destacan las reservas de euros de los Estados Unidos (que pasa del 57% en 2012 al 62,8% en 2013) y las de Suiza (49,2% en 2013). Obviamente la evolución en Estados Unidos tiene que ver con el comportamiento del tipo de cambio bilateral, pero el caso suizo, que se analizó en el Anuario del euro 2013 es otra cosa. Es el resultado de la intervención en el mercado de divisas de su banco central para limitar la apreciación del franco suizo frente al euro.

TABLA 1

Composición de las reservas de divisas de una selección de países no miembros de la Eurozona						
(Proporción de euros con respecto al total de reservas; porcentajes: a tipo de cambio corriente)						
	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Miembros de la UE pero no de la UEM						
Bulgaria	99,1	99,1	99,6	99,9	99,9	100,0
Croacia	76,6	71,7	73,7	75,9	80,3	68,7
República Checa	62,6	61,3	57,4	60,1	58,7	69,7
Lituania	97,3	96,9	98,9	94,9	83,4	79,1
Polonia	33,7	36,7	35,0	30,4	30,9	30,7
Rumanía	63,2	65,2	67,2	77,8	73,0	65,9
Suecia	48,5	48,1	50,0	37,0	37,1	37,0
Reino Unido	41,4	65,5	59,0	59,1	60,4	43,0
País candidato y potencial candidato						
Turquía	46,0	44,6	46,5	40,3	27,3	nd
Otras economías						
Canadá	40,4	41,9	40,0	37,0	34,9	31,9
Noruega	48,3	47,2	36,4	36,1	35,9	36,5
Rusia	40,0	33,2	43,1	42,1	40,4	41,0
Suiza	47,9	55,6	54,9	57,0	50,1	49,2
Estados Unidos	53,7	54,0	54,2	53,5	57,0	62,8
Países latinoamericanos						
Chile	37,3	34,8	35,2	35,5	20,3	19,6
Perú	14,9	17,4	16,8	38,0	30,0	30,0

Fuente: ECB (2014).

1.2.2. El euro como ancla nominal de los tipo de cambio

1.2.2.1. Tipos de cambio fijados explícitamente al euro

Pocas modificaciones se han producido a lo largo de 2014 en los regímenes cambiarios de los países que vinculan su moneda al euro y ninguna en el número de países que ligan su moneda al euro. Sin embargo, el cambio producido es muy importante puesto que un nuevo país se suma al área euro. Letonia ha pasado a formar parte de la Eurozona desde el 1 de enero de 2014, después de haber participado en el Mecanismo Europeo de Cambio (ERM II por sus siglas en inglés) desde abril de 2005. El conjunto de la Eurozona ahora lo conforman 18 Estados¹². Y se espera en enero de 2015 a Lituania.

¹² Eurozona 18: Alemania, Austria, Bélgica, Chipre, Eslovaquia, Eslovenia, España, Estonia, Finlandia, Francia, Grecia, Irlanda, Italia, Letonia, Luxemburgo, Malta, Países Bajos y Portugal.



El resto de economías mantiene su sistema cambiario *de jure*, aunque países como la República Checa y Croacia han intensificado su relación con el euro, mostrando *de facto* un vínculo más estrecho con la moneda única. Así lo recoge el BCE en su informe «*The International Role of the Euro (2014)*» donde señala que estos dos países presentan una caja de convertibilidad¹³ frente al euro. El año anterior, el BCE situaba a la República Checa como un país que seguía un régimen de flotación sucia con el euro como moneda de referencia y a Croacia como un país que mantenía un acuerdo establecido con el euro como moneda de referencia. De este modo, parece que el BCE considera que estos dos países estrechan sus lazos con el euro.

Por su parte, el FMI en su informe AREAER (2014) indica que la República Checa mantiene un sistema cambiario especial de *facto* denominado «*Other managed*» desde noviembre de 2013, y que Croacia mantiene de *facto* un régimen denominado «*Crawl-like arrangement*»¹⁴ desde abril de 2011.

En cualquier caso, independientemente de la nomenclatura utilizada, lo que parece es que los países del este de Europa van evolucionando desde sistemas *soft peg* a *hard peg*, en donde el euro se erige como moneda de referencia. Moneda que terminará siendo adoptada por estas economías tarde o temprano, como ya ocurrió con Eslovenia en 2007, Eslovaquia en 2009, Estonia en 2011 y Letonia en 2014.

La tabla 2 muestra los países que asocian su moneda de manera explícita al euro en 2014. El euro no solo es la moneda de curso legal de los 18 Estados miembros de la Eurozona, también lo es en otras cinco economías: Andorra, Kosovo, Mónaco, Montenegro y San Marino¹⁵ (igual que en 2013). En estas economías *euroizadas* no existe autonomía para sus políticas monetarias, que quedan condicionadas al Banco Central Europeo y el euro es moneda de curso legal y exclusivo.

Los países que mantienen la *caja de convertibilidad* con el euro son Bosnia, Bulgaria, Croacia y la República Checa, por lo que sus políticas monetarias y cambiarias también se encuentran vinculadas a la moneda única, pero mantienen moneda propia de curso

UE-28: Alemania, Austria, Bélgica, Bulgaria, Chipre, Croacia, Dinamarca, Eslovaquia, Eslovenia, España, Estonia, Finlandia, Francia, Grecia, Hungría, Irlanda, Italia, Letonia, Lituania, Luxemburgo, Malta, Países Bajos, Polonia, Portugal, Reino Unido, República Checa, Rumanía y Suecia.

Téngase en cuenta, además, que mientras que todos los países de la Unión Europea están obligados a adoptar el euro cuando cumplan los criterios establecidos, Dinamarca y el Reino Unido han negociado el derecho de conservar sus monedas nacionales, la libra esterlina y la corona danesa (cláusula *Opt-out*).

¹³ Este sistema cambiario es denominado por el FMI como *Currency Board*, y está basado en un compromiso legislativo por el cual se debe cambiar la moneda nacional por una extranjera específica a un tipo de cambio determinado. Esto implica que solo se emitirá moneda nacional respaldada por moneda extranjera, lo que elimina las funciones tradicionales del banco central, como la de control monetario y la de prestamista de última instancia. En otras palabras, el país mantiene su propia moneda pero la respalda en su totalidad con la moneda de otro país para darle credibilidad a su política monetaria.

¹⁴ Según el FMI, este tipo de cambio debe permanecer dentro de una banda estrecha del 2% vinculada a una tendencia identificada durante 6 meses o más, y el acuerdo de tipo de cambio no puede ser considerado como flotante.

¹⁵ Recuértese que Andorra, Mónaco y San Marino nunca han tenido moneda propia y que la utilización del euro viene obligada por la desaparición de la moneda de curso legal usada anteriormente.



legal aunque el euro circula abundantemente sin restricciones y de manera casi exclusiva para las grandes transacciones. En ambos tipos de países su banco central se limita a actuar como caja de convertibilidad, que busca estabilizar la economía pero que no está exento de riesgos: apreciación de su moneda, tipos de interés determinados por el ciclo económico europeo, riesgo de deflación, burbujas financieras así como enfermedad holandesa. Como ya se comentó en el Anuario del euro 2013: *«Estas situaciones se corresponden en la literatura económica con dos tipos de países: Estados en transición, normalmente monitorizados y acompañados, hacia la plena participación en la Unión Monetaria o Estados fallidos donde la credibilidad monetaria es inexistente e irrecuperable a medio plazo por otras vías más convencionales»*.

Otras economías, como Cabo Verde, Comoras, Santo Tomé y Príncipe y los grupos CFP, WAEMU y CEMAC utilizan un *tipo de cambio fijo convencional* cuya moneda ancla es el euro (igual que en 2013). Conviene resaltar que aunque estos países mantienen la relación con el euro como herencia de su relación pasada con el franco francés, no se ha producido ninguna sustitución desde que se anclaran a la moneda única en 1999.

Los países que funcionan con *bandas de fluctuación convencionales* ligadas al euro son Dinamarca ($\pm 2,25\%$) y Lituania ($\pm 15\%$), ambos sometidos al Mecanismo Europeo de Cambio (ERM II). De este sistema sale Letonia que, como se comentó anteriormente, pasa a formar parte del área euro. Lituania saldrá en 2015.

Respecto al número de países que incluyen al euro en la *cesta de monedas a la que vinculan automáticamente la cotización de su moneda nacional* aparecen: Bielorrusia, Botsuana, Fiyi, Kuwait, Libia, Samoa, Siria, Túnez y Vanuatu. Mismos países que aparecían en 2013. O sea, un conjunto muy heterogéneo del que es muy difícil extraer conclusiones.



TABLA 2

Andorra	Euroización
Bielorrusia	Tipo de cambio fijo, cesta de monedas, incluida el euro
Bosnia	Régimen de convertibilidad al euro
Botsuana	Tipo de cambio fijo, cesta de monedas, incluida el euro
Bulgaria	Régimen de convertibilidad al euro
Cabo Verde	Tipo de cambio fijo, pegado al euro
CFP (francesa)	Tipo de cambio fijo, pegado al euro
Comoras	Tipo de cambio fijo, pegado al euro
Croacia	Tipo de cambio con bandas (de facto), pegados al euro Tipo de cambio fijo con bandas, participación en el Mecanismo Europeo de Cambio
Dinamarca	Tipo de cambio fijo, cesta de monedas, incluida el euro
Fiyi	Euroización
Kosovo	Tipo de cambio fijo, cesta de monedas, incluida el euro
Kuwait	Tipo de cambio fijo Ligado a Derechos Especiales de Giro (y al euro indirect.)
Libia	Tipo de cambio fijo con bandas, participación en el Mecanismo Europeo de Cambio
Lituania	Tipo de cambio fijo con bandas, pegados al euro
Macedonia	Euroización
Mónaco	Otro acuerdo (de facto), según FMI / Caja de convertibilidad, según el BCE
Montenegro	Tipo de cambio fijo, cesta de monedas, incluida el euro
Rep. Checa	Euroización
Samoa	Tipo de cambio fijo, pegado al euro
San Marino	Tipo de cambio fijo, cesta de monedas, incluida el euro
Sto. Tomé y Ppe.	Otro acuerdo usando el euro como moneda de referencia
Siria	Tipo de cambio fijo, cesta de monedas, incluida el euro
Suiza	Tipo de cambio fijo, cesta de monedas donde probablemente está el euro
Túnez	Tipo de cambio fijo, pegado al euro
Vanuatu	
WAEMU y CEMAC	
	Tipo de cambio fijo, pegado al euro

Fuente: ECB (2014) y AREAER-IMF (2014).

NOTA: WAEMU (Benín, Burkina Faso, Costa de Marfil, Guinea-Bissau, Mali, Nigeria, Senegal y Togo). CEMAC (Camerún, Chad, Rep. Africana Central, El Congo, Guinea Ecuatorial y Gabón). CFP (Nueva Caledonia, Polinesia francesa, Wallis y Futuna).



1.2.2.2. Tipos de cambio con el euro como ancla implícita

Los sistemas cambiarios a los que anteriormente hemos hecho alusión se incluyen dentro de lo que el FMI define como anclas duras y blandas, *hard pegs* y *soft pegs*. La euroización y la caja de convertibilidad al euro son los ejemplos extremos de ancla dura, en la medida en que la política monetaria del país que lo adopta queda condicionada a la del BCE y se produce, como consecuencia, una importante pérdida de autonomía y cesión de soberanía. Las denominadas anclas blandas comprenden los tipos de cambio fijo convencionales y los que incluyen bandas de fluctuación explícitas. En estos casos el país mantiene cierto margen de maniobra en el diseño y aplicación de su política monetaria y cambiaria, puesto que puede alterar moderadamente el tipo de cambio, devaluar y revaluar, o simplemente variar el ritmo de ajuste de la paridad o la amplitud de la banda de tolerancia.

En el grupo de países que dejan flotar su moneda pero con correcciones arbitrarias y opacas (flotación sucia o intervenida, también denominado «*managed floating*» en terminología del BCE) se sitúan, en 2014, Argelia, Irán, Rumanía, Rusia, Marruecos y Singapur –este último no indica qué monedas componen la cesta de referencia aunque el BCE (2014) sospecha que el euro está incluido (ver tabla 3). Por su parte, la República Checa desaparece de este grupo de países con respecto a 2013 e intensifica, como se comentó anteriormente, su vínculo con el euro al situarse en el grupo de los países con *hard pegs*.

Por último, de los países que se ligan al euro de forma implícita, destacan Marruecos y Rusia por la importante proporción que constituye la moneda única en la cesta de divisas con las que el dirham y el rublo flotan de manera intervenida. En el primer caso, el porcentaje asciende al 80% y, en el segundo, al 60%, teniendo en cuenta al euro así como las monedas pegadas a la moneda única.

TABLA 3

2013	2014
Argelia	Argelia
Irán	Irán
Rumanía	Rumanía
Rusia	Rusia
Singapur	Singapur
Marruecos	Marruecos
República Checa	

Fuente: ECB (2013 y 2014) y ARAER-IMF (2013 y 2014).



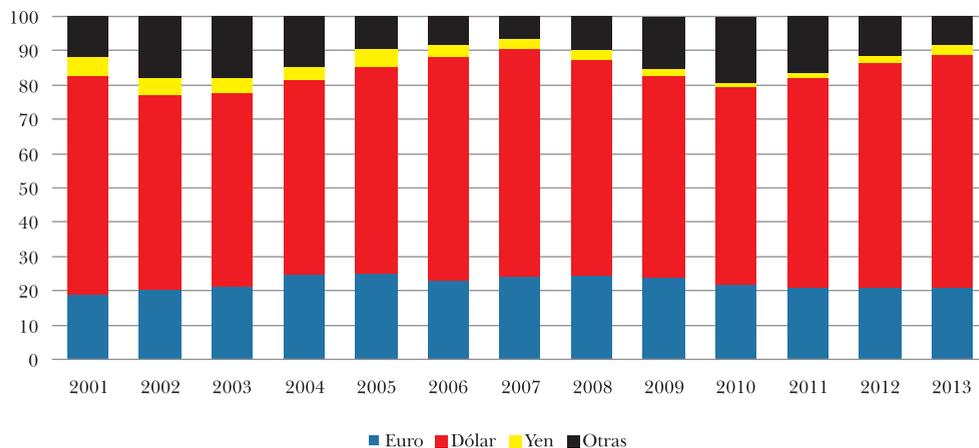
1.2.3. El euro como moneda paralela: depósitos, préstamos y otros indicadores de confianza en el euro

1.2.3.1. Evolución de los depósitos en euros

Los depósitos totales denominados en euros en el mundo han aumentado a tipo de cambio corriente de los 6,56 billones de dólares en 2012 a los 6,80 billones en 2013 (ECB, 2014: 76), principalmente por la intensa apreciación del euro en la segunda mitad de 2013. En términos porcentuales con respecto al total de depósitos y a precios constantes, se ha producido un ligero descenso del 19,9% en 2012 al 19,7% en 2013, continuando la tendencia bajista mostrada desde 2001, cuando la cifra era del 23,5%. Los acuerdos sobre la unión bancaria llevados a cabo en 2012 consiguieron frenar el deterioro de los depósitos en euros entre 2011 y 2012 (19,8% frente 19,9%) pero los lentos avances en la puesta en marcha del Mecanismo Único de Supervisión y del Mecanismo Único de Resolución, junto con la disminución de riqueza y ahorro en la Eurozona, han podido afectar a los depósitos denominados en euros que, como se ha comentado, descienden en 2013. Por su parte, el dólar y el yen aumentan sus porcentajes sobre el total de depósitos (de 58,8% a 59,2% y de 1,3% a 1,8% entre 2012 y 2013, respectivamente).

Este mismo análisis extrapolado a los depósitos en euros fuera de la Eurozona, por depositantes de fuera de la Eurozona muestra un comportamiento distinto. Aunque a tipo de cambio corriente también se produce un incremento, en este caso, desde los 350 mil millones de dólares en 2012 hasta los 374 mil millones en 2013, a tipo de cambio constante y en porcentaje con respecto al total de depósitos, se observa que prácticamente no ha variado. En 2012 el 21% de los depósitos están en euros y en 2013 el 21,1% (ver gráfico 6). Esos avances en la unión bancaria, lentos pero al fin y al cabo avances, parecen tener una mejor acogida fuera del área euro.

GRÁFICO 6



Fuente: BIS y ECB (2014).

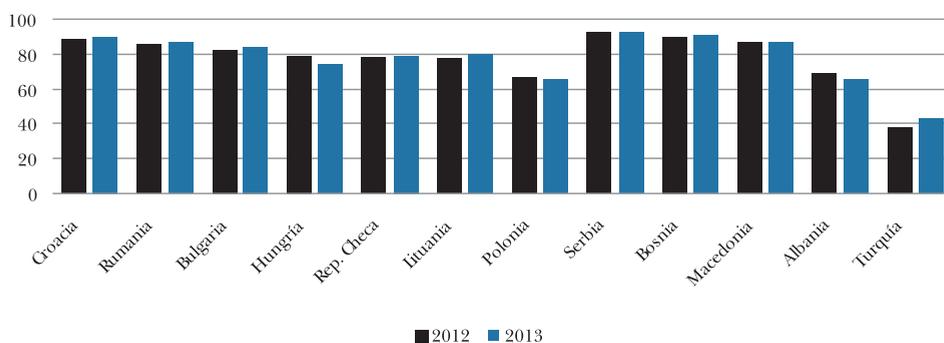


Asimismo, el gráfico 1.6 también compara la evolución del euro con respecto a otras monedas. El euro –solo 0,1 puntos porcentuales– y el yen ganan fuerza en 2013 frente al dólar y resto de monedas. Entre 2012 y 2013, el yen pasa de un 2,1% a un 2,8%, mientras que el dólar y el resto de monedas pasan del 65,4% al 64,8% y del 11,5% al 11,3%, respectivamente.

Es interesante, como hace el BCE, el análisis de esta información sobre depósitos en euros para las economías del este de Europa (ver gráfico 7). Serbia, Croacia, Bosnia, Rumanía y Macedonia son los países de este grupo con mayor porcentaje de depósitos en euros (como porcentaje de depósitos en moneda extranjera), con niveles del orden del 90%. En los casos de Bosnia y Bulgaria el dato era perfectamente esperable pues presentan una caja de convertibilidad con el euro, y también en el caso de Macedonia que presenta tipo de cambio fijo ligado a la moneda única con bandas de fluctuación. Serbia, por su parte, aunque mantiene un tipo de cambio flotante con objetivo de inflación (*free-floating regime with an inflation target*, según la definición del BCE, 2014), su historia común con Bosnia y Montenegro (antigua Yugoslavia) y sus importantes flujos comerciales con países de la UEM permiten explicar esa elevada proporción de depósitos en euros.

Al comparar las cifras de 2013 con las de 2012 se aprecia que la mayoría de países incrementa el porcentaje de depósitos en euros con respecto al total de divisas, excepto Hungría, Albania y Polonia, que lo reducen sensiblemente (-4,8%, -0,6% y -2,9%). En cualquier caso, más allá de la esperada incorporación a la UEM de algunos de estos países, lo que explicaría el aumento del peso del euro en sus economías, es indudable que esta tendencia alcista refleja también una relativa falta de confianza en la moneda local y un proceso de arbitraje de tipo de cambio ante la esperada sustitución de la moneda de curso legal.

GRÁFICO 7



Fuente: ECB (2014).

Por el contrario, el comportamiento de los depósitos en euros en España ha sido el opuesto al observado en la Europa del este. En 2013 se ha producido una caída de los depósitos en euros del orden del 3,5%, al tiempo que los depósitos en otras monedas han crecido un 6,3%



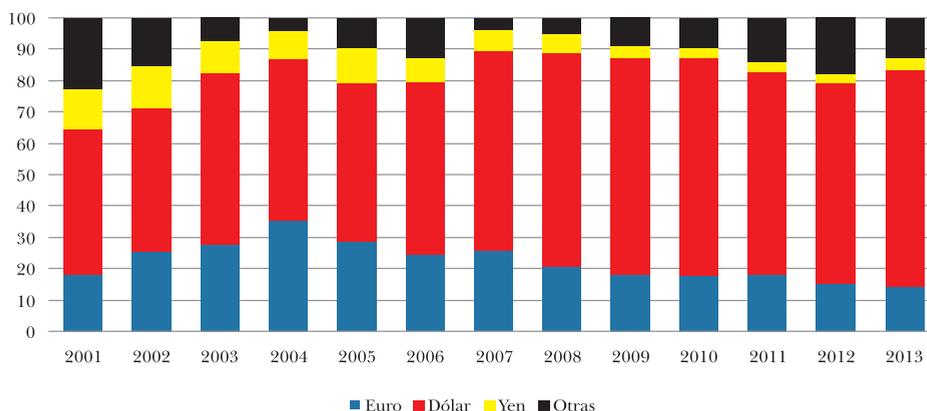
(BdE, 2014). Datos que podrían justificar parcialmente por qué los depósitos totales en euros han descendido y los depósitos en euros por países de fuera de la Eurozona aumentado.

1.2..3.2. Evolución de los préstamos en euros

El volumen total de préstamos en euros en el mundo ha aumentado entre 2012 y 2013, a precios corrientes, de los 6,04 billones de dólares a los 6,06 billones como consecuencia de la apreciación del euro en 2013. En porcentaje con respecto al total de préstamos y a precios constantes, desciende del 20,4% en 2012 al 18,9% en 2013, en respuesta a la caída del volumen de préstamos concedidos en la Eurozona a lo largo de 2013 (-3,2% en el caso de las empresas y -4,2% en el del Sector Público; los préstamos a los hogares crecieron un 0,2%). No obstante, el porcentaje de préstamos en dólares aumenta del 56,1% al 56,5% y en yenes del 2,2% al 3,2% en esos mismos años. Se podría afirmar, por tanto, que se ha producido un efecto sustitución en la denominación de préstamos en 2013 en contra del euro y a favor del dólar y el yen.

Este mismo análisis pero enfocado solo a la actividad fuera de la Eurozona alcanza el mismo resultado. El gráfico 8 muestra que el volumen de préstamos en euros con respecto al total de préstamos a prestatarios no pertenecientes a la Eurozona ha disminuido levemente entre 2012 y 2013 (15% y 14,4%), continuando con la tendencia decreciente tras el estallido de la Gran Recesión en 2007. El máximo histórico se alcanzó en 2004 con un 35% de los préstamos en euros. Por su parte, el dólar vuelve a mostrarse dominante como divisa vehículo en préstamos en moneda extranjera, con porcentajes muy superiores al resto de las divisas y con una senda creciente desde 2001. En 2013 vuelve a crecer frente a 2012, situándose el porcentaje en el 66,2, frente al 64% del ejercicio anterior. Esta mejoría notable del dólar también la ha experimentado el yen, que pasado del 2,9% en 2012 al 3,9% en 2013. Noticia positiva para la economía nipona que venía cediendo terreno como activo refugio entre los ahorradores de los países asiáticos.

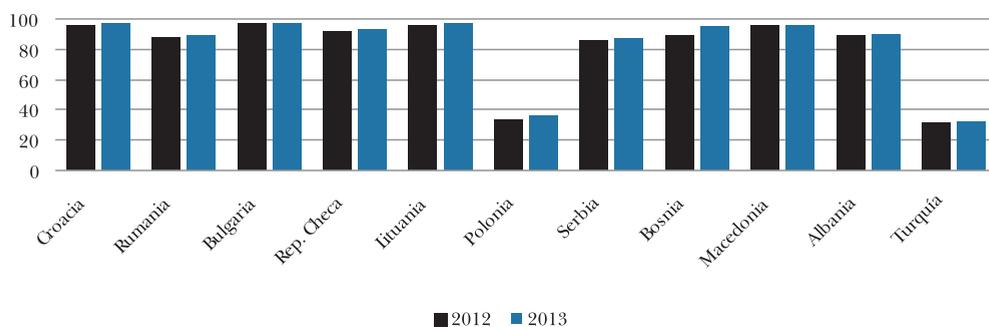
GRÁFICO 8



Fuente: ECB (2014).

Asimismo la distribución pormenorizada por países de Europa Oriental, representada en el gráfico 9, muestra, por un lado, que en todos estos países se ha incrementado el volumen de préstamos en euros con respecto al resto de divisas y, por otro, que existen intensas disparidades entre ellos, destacando por sus bajas ratios de préstamos en euros: Polonia, Turquía y Hungría¹⁶. Croacia, Bulgaria, República Checa, Lituania, Bosnia y Macedonia, por su parte, presentan niveles superiores al 90% en euros frente al resto de divisas, reforzándose el proceso de euroización de gran parte del este de Europa tras avanzar de manera natural la influencia de la Eurozona sobre su *hinterland*.

GRÁFICO 9



Fuente: ECB (2014).

Pero las disparidades entre estos países también se pueden observar desde la óptica del riesgo bancario relacionado con el euro. La tabla 4 muestra la ratio depósitos/préstamos, denominados en euros, en los países del Este. Lituania, Rumanía, Polonia y Bulgaria son los países con mayor riesgo bancario. Esto significa que un escenario brusco de depreciación de la moneda nacional puede provocar incrementos en la tasa de morosidad y desajustes macroeconómicos importantes, como ya ocurrió en Hungría en 2008. La economía húngara concedió excesivos préstamos en moneda extranjera que, junto a la depreciación del florín en un 20% con respecto al euro y los problemas de sostenibilidad en su balanza de pagos, terminó por acudir al FMI para establecer un *Stand-By Arrangement*.

¹⁶ Último dato disponible 2012.



TABLA 4

País	2012	2013
Lituania	0,2	0,3
Rumanía	0,5	0,5
Polonia	0,6	0,6
Bulgaria	0,5	0,6
Macedonia	0,9	0,9
Rep. Checa	1,1	0,9
Serbia	1,0	1,0
Albania	1,0	1,0
Turquía	1,9	2,1
Croacia	5,7	5,2

Fuente: Ruente: elaboración propia a partir de ECB (2014).

Nota: el riesgo bancario aquí mostrado se define como la ratio depósitos/préstamos, denominados en euros. Un nivel inferior a uno significa que los depósitos no cubren los préstamos, por lo que se produciría un descuadre entre el pasivo y el activo del balance sheet, que habría que compensar con otras partidas.

1.2.3.3. Otros indicadores de confianza en el euro

Puesto que la utilización de una divisa como moneda paralela está vinculada a la confianza que el mundo de la inversión y el ahorro confiere a dicha divisa, consciente de ello, el BCE publica dos indicadores que intentan medir esas expectativas. El primero se basa en la encuesta que realiza semestralmente el Banco Central austriaco (OeNB) sobre la confianza en el euro, en donde se ofrece además el detalle de los países del este de Europa, y el segundo se refiere a la evolución del envío de billetes de euros a destinos fuera de la Eurozona. Este indicador sirve como variable proxy de la cantidad de billetes que circulan en el exterior; puesto que según el BCE (2014) es muy complicado conocer los datos con precisión.

Encuesta OeNB

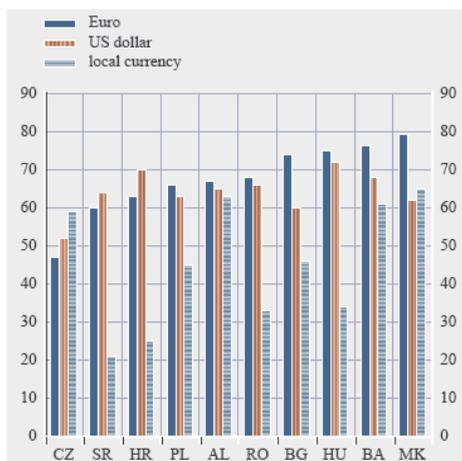
El gráfico 10 muestra la confianza que tienen los países de la Europa del este en el euro, en comparación con el dólar y la moneda local. Se aprecia que Macedonia, Bosnia, Hungría, Bulgaria, Rumanía, Albania y Polonia piensan que el euro será una moneda más estable y confiable, en los próximos 5 años, que su moneda local e incluso el dólar; al tiempo que la República Checa muestra más confianza en la corona, y Croacia y Serbia en el dólar. Estos dos países además son los que peores expectativas muestran sobre su moneda local.

Envíos netos en barco de billetes de euros a destinos fuera de la zona del euro

El gráfico 11 indica que el envío neto de billetes de euros al exterior de la Eurozona no ha parado de crecer desde principios de 2011 (especialmente a Rusia). Hecho que se observa con más claridad en la línea del gráfico que representa los envíos acumulados y que sigue una tendencia creciente desde la puesta en circulación de la moneda única, con un pico en 2008 –como consecuencia del colapso de *Lehman Brothers*– y con una leve caída en el segundo semestre de 2010 –en respuesta a los riesgos de cola del euro. La

razón es la utilización del euro como divisa útil y como moneda de curso legal o cuasi-legal.

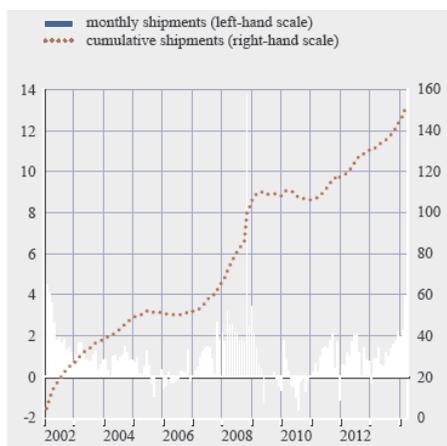
GRÁFICO 10. CONFIANZA EN EL EURO FRENTE A LAS MONEDAS LOCALES Y EL DÓLAR



Fuente: OeNB (2014).

Nota: Porcentaje de encuestados que están de acuerdo con la afirmación: «En los próximos 5 años la moneda respectiva será una moneda estable y confiable».

GRÁFICO 11 ENVÍOS NETOS EN BARCO DE BILLETES DE EUROS A DESTINOS FUERA DE LA ZONA DEL EURO (Cifras en miles de millones de euros, corregidas estacionalmente)



Fuente: ECB (2014).



Pero este envío de billetes al exterior también se asocia a la utilización del euro como depósito de valor y riqueza de origen dudoso. La existencia de billetes de €500 permite acumular la divisa en efectivo con mayor facilidad que por ejemplo en dólares, cuyo billete de mayor valor es de \$100.

En definitiva, el aumento de la demanda de euros fuera de la UEM responde a un proceso de restauración paulatina de la confianza en la moneda única y se correlaciona con la mejora de las cifras de depósitos en euros mantenidos por depositantes de fuera de la Eurozona en bancos de fuera del área euro.

1.3. EL EURO EN LOS MERCADOS FINANCIEROS

Para analizar la importancia del euro en los mercados financieros se va a realizar una síntesis de su utilización en la renta variable, renta fija, mercado monetario, mercado de divisas y mercado de derivados. Aunque no se analizan todos los tipos existentes sí se recoge una parte substancial de las operaciones financieras en euros a nivel internacional.

Renta variable

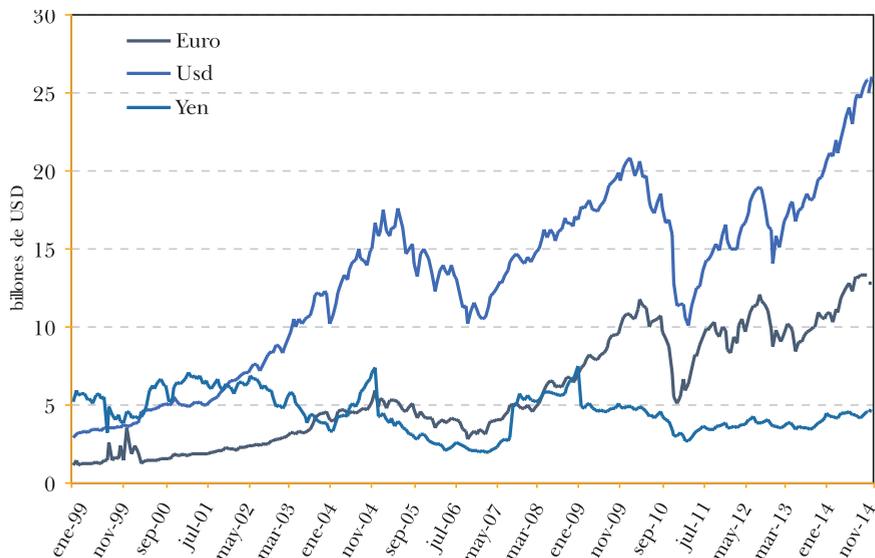
Los datos de este mercado proceden del *World Federation of Exchange*, que es una asociación que agrupa a 57 mercados financieros de acciones, futuros y opciones y que publica numerosas estadísticas sobre la bolsa, entre las que se encuentra la capitalización bursátil por monedas. Este indicador es muy interesante porque ayuda a conocer la importancia del euro en los mercados de valores internacionales. El gráfico 12 muestra que la capitalización bursátil de las acciones que cotizan en dólares en 2014 supera los 25 billones de dólares americanos y representa el doble de la capitalización bursátil en euros, que no llega a los 13 billones de dólares. En tercer lugar, se sitúa la capitalización en yenes, que ronda los 5 billones de dólares. Como sucedía en el análisis del euro como medio de pago y como moneda de reserva, el dólar sigue jugando un papel predominante en el mundo, pero el euro se consolida como segunda divisa.

Renta fija

Los datos del BCE (2014) indican que la proporción de deuda internacional en euros en 2013, a tipo de cambio constante y atendiendo a la medida restrictiva, que comprende solo la emisión en una moneda distinta a la del país en el que reside el prestatario, es del 25,4% del total de deuda, 1,3 puntos porcentuales menos que en 2012 (gráfico 13). Descenso que está correlacionado con las menores necesidades de financiación externas de la Eurozona en comparación con los años anteriores. El dólar, por su parte, ha aumentado su proporción notablemente en el último lustro como consecuencia de su política fiscal expansiva. El porcentaje en 2008 era del 44,3% y en 2013 del 54,1%. La deuda denominada en yenes supone el 3,6% del total –y en descenso por la necesidad de controlar la deuda pública bruta, que supera el 225% del PIB– y el resto de monedas el 17%, en 2013.

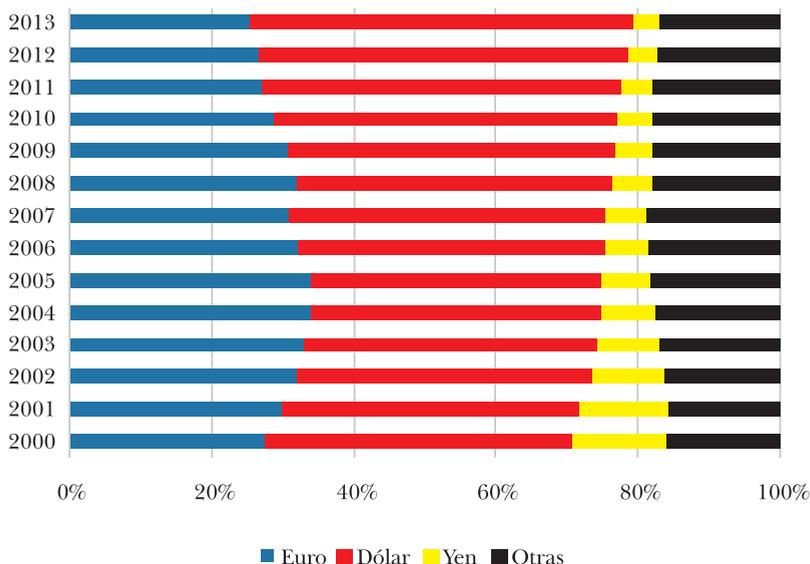


GRÁFICO 12. CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL POR DIVISAS



Fuente: Dirección de Estudios y Análisis del Entorno de Repsol y World Federation of Exchange.

GRÁFICO 13. PROPORCIÓN DE LA DEUDA INTERNACIONAL POR DIVISAS (Medida restrictiva, a tipo de cambio constante)



Fuente: ECB (2014).

Nota: Según el BCE (2014), la medida restrictiva comprende solo la emisión en una moneda distinta a la del país en el que reside el prestatario.

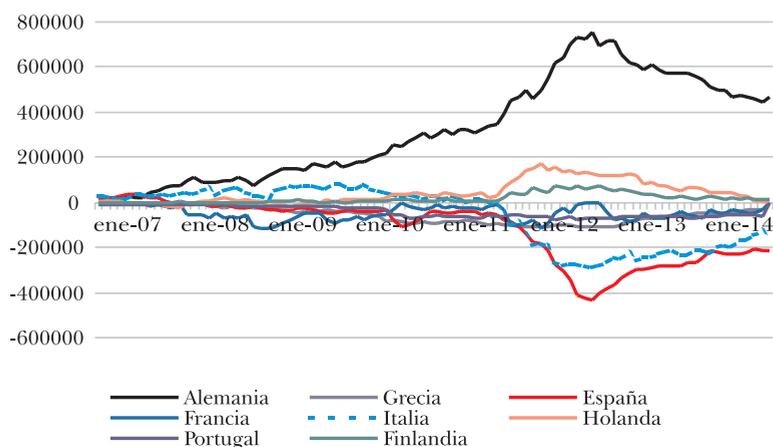
Mercado monetario

El sistema de pagos TARGET2 se sitúa como el segundo sistema con mayor actividad del mundo, con un volumen medio diario de unos 2 billones de euros, y en crecimiento. TARGET2 se coloca por detrás del sistema americano CLS que mueve más de 3,5 billones de euros diarios (*Target Annual Report*, 2014: 11).

Este sistema de pagos europeo permite, además, la reasignación automática de liquidez entre los bancos comerciales de la Eurozona, lo que supone que el ahorro de aquellas regiones con exceso de liquidez (como Alemania y en menor medida Holanda) financien a los países con mayores necesidades (fundamentalmente España e Italia), que es lo que sucede por definición en una unión monetaria puesto que es uno de sus objetivos. El gráfico 14 recoge la posición acreedora o deudora de algunos de los países de la zona euro. El pico de la serie se alcanza a finales de 2012, cuando la fragmentación de la Eurozona tocó máximos y donde se puso en duda la continuidad del euro. A partir de ese momento, tras los mayores compromisos adoptados por las autoridades europeas, los desequilibrios internos en el Eurosistema comenzaron a disminuir.

Sin embargo, se observa cierta contradicción entre los deseos de reducir el balance neto con el Eurosistema y el anuncio de Draghi en Jackson-Hole en el verano de 2014. Dicha intervención anunciaba una mayor expansión monetaria (nuevas TLTRO) en la Eurozona para superar los riesgos de deflación, en línea con las expectativas del mercado, pero provocará nuevos desequilibrios en el balance neto con el Eurosistema.

GRÁFICO 14
BALANCE NETO CON EL EUROSISTEMA – TARGET2
(Miles de millones de euros)



Fuente: ECB (2014).

Mercado de divisas

Los datos del BIS sobre la participación de las divisas como contrapartida en las transacciones internacionales indican que el dólar es la moneda que más interviene en cada ope-

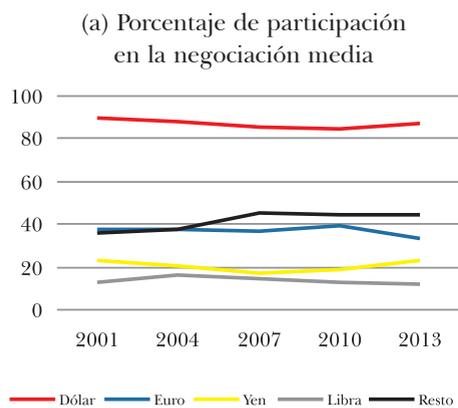


ración. En el gráfico 15a se puede ver que el porcentaje de participación en la negociación media diaria en 2013 asciende al 87%, mientras el euro alcanza el 33,4%, el yen el 23%, la libra el 11,8% y el resto de monedas el 44,8% (puesto que en cada transacción intervienen dos monedas, la suma de las participaciones individuales cada año será de 200%).

Pero lo que más llama la atención es cómo el peso del dólar es tan elevado en relación a la proporción del PIB de Estados Unidos en el mundo (gráfico 15b). El dólar se utiliza en casi el 90% de las transacciones (sobre 200%) mientras que el PIB estadounidense supone el 22% del PIB mundial (sobre 100%). Además, el dólar prácticamente se mantiene constante a lo largo del periodo 2001-2013, sin embargo, el PIB americano pierde peso continuamente durante esos años. Es lo que se ha venido a llamar el exorbitante privilegio del dólar.

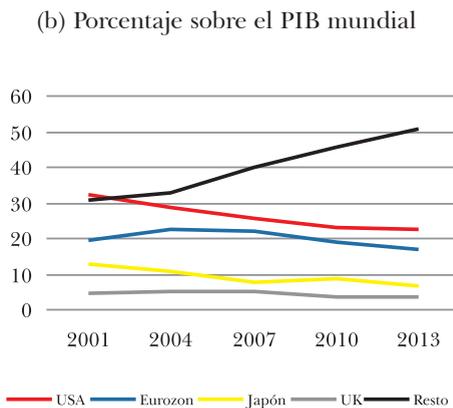
La libra, por su parte, se sigue manteniendo sólida (11,8% de las transacciones) a pesar de que el peso del Reino Unido sobre el PIB mundial únicamente supone el 3,4%. En los casos de la participación del euro y del yen se correlacionan más con el peso de sus economías en el mundo, lo que significa que son divisas nacionales o regionales en el mejor de los casos, pero aún hoy escasa e insuficientemente globales. Por último, el elevado crecimiento económico de los mercados emergentes ha situado al resto de divisas en segunda posición en lo que se refiere a la participación como contrapartida en las transacciones internacionales.

GRÁFICOS 15A Y 15B. PARTICIPACIÓN COMO CONTRAPARTIDA EN LAS TRANSACCIONES VS PESO DEL PIB DEL PAÍS EN EL MUNDO



Fuente: BIS (2013).

Nota: Puesto que en cada transacción intervienen dos monedas, la suma de las participaciones individuales cada año será de 200%.



Fuente: FMI (2014).

Nota: PIB a precios corrientes.

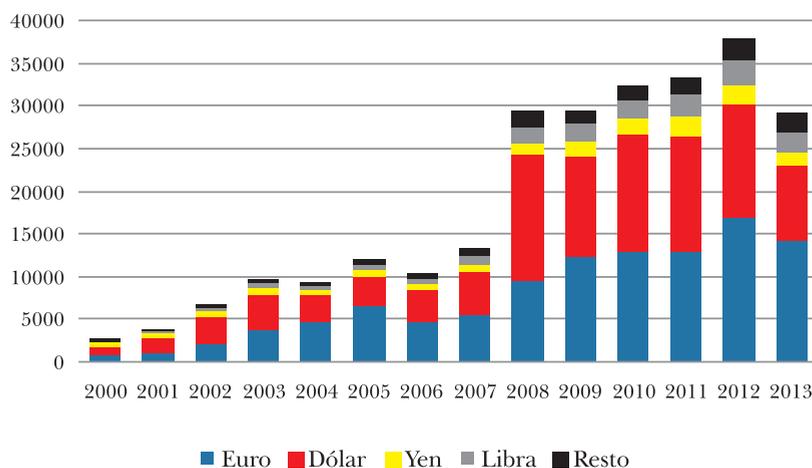
Mercado de derivados

Según los datos del BIS, el volumen de negociación en los mercados no organizados de derivados de tipos de interés ha caído un 23,3% entre 2012 y 2013, especialmente en

los contratos en dólares y yenes, que se contraen un 32% y 28% respectivamente. No obstante, la caída ha sido generalizada. El volumen de negociación de los derivados de tipos de interés denominados en euros también ha descendido (17%) así como el de libras (22%). Esta reducción del volumen de negociación responde a la menor necesidad de cubrir riesgos ligados a las fluctuaciones de tipos de interés.

En cualquier caso, los contratos en euros son los que presentan un mayor volumen de negociación en el mercado OTC de tipos de interés: casi uno de cada dos contratos se realizan en euros (gráfico 16).

GRÁFICO 16. VOLUMEN DE NEGOCIACIÓN EN MERCADOS OTC DE DERIVADOS DE TIPOS DE INTERÉS
(Miles de millones de dólares, valor de mercado bruto)



Fuente: BIS (2014).

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- AREAER (2013): «Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions». International Monetary Fund.
- AREAER (2014): «Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions». International Monetary Fund.
- Bank for International Settlements (2013): «Triennial Central Bank Survey». Monetary and Economic Department, BIS.
- Bank for International Settlements (2014): «OTC Derivatives statistics at the end-December 2013». Monetary and Economic Department, BIS.
- BBVA Research (2014): «China: What happens when the free greenbacks dry up?» Mayo de 2014.



- European Central Bank (2013): «The international role of the euro». July 2013. ECB, Eurosystem.
- European Central Bank (2014): «Target Annual Report 2013». May 2014. ECB, Eurosystem.
- European Central Bank (2014): «The international role of the euro». July 2014. ECB, Eurosystem.
- European Commission (2014): «Latvia: benefiting from the euro, facing new challenges». ECFIN Country Focus, Volume 11, Issue 12, November 2014.



2. LA FRAGMENTACIÓN FINANCIERA EN LA EUROZONA

JOSÉ RAMÓN DIEZ¹

As the ECB frequently reminds us, the eurozone is suffering from financial fragmentation. Having said that, it should also be recognised that considerable progress has been made in the last 12 months off the back of the new steps taken to construct a European Banking Union (SSM and SRM), more transparency and higher quality of financial system information (AQR and stress testing), and the new measures put in place by the ECB. The most noteworthy advances made are: a less pronounced spread between interest rates in EMU money markets, greater investment flows between countries in the region, a sharp fall in risk premiums in sovereign debt markets, and better access to the private sector fixed-income market which has driven up trading volumes and cut issuance costs, even for debutants.

It is envisaged that these advances will continue to a greater or lesser extent during 2015, although we should be realistic and accept that it will be difficult to return to a similar position as before the crisis.

A quick review of the ECB's efforts and the effectiveness thereof, a practically limitless supply of liquidity and interest rates close to 0%, moving in the right direction, shows that the problem of financial market fragmentation has not been resolved. What has had a greater impact has been its willingness, demonstrated by its actions, to protect the euro and the EMU, leading to a clear upturn in the financial markets. However, it appears this positive effect will soon wane. The decision to convert the surplus liquidity accumulated at the ECB into an expense for banks by introducing a negative deposit facility interest rate is also not sufficient, as evidenced by the fact that liquidity surpluses still stand at around 100 billion euros. This money is gradually flowing through the money market, but progress is slow. Targeted longer-term refinancing operations (TLTROs), meanwhile – with the supply of new liquidity dependent on the growth in credit in the real economy – look good on paper but the jury is still out on their actual effectiveness. Lastly, the programmes to buy up securitisations and mortgage-covered bonds are held back by having to operate in such a fragmented market for these products in the EMU.

It seems obvious that given its foreseeable effectiveness, the ECB's efforts do not end with the aforesaid measures. Indeed, investors still expect more and in this sense, the ECB appears to be increasingly disposed to launch a programme to buy assets including public debt and perhaps other assets such as corporate bonds. Nonetheless, if this deci-

¹ José Ramón Díez es director del Servicio de Estudios de Bankia.



sion is taken in response to a worsening economic climate in the Eurozone (higher deflation risk), the potential gains might not be as significant as initially envisaged because they may be overshadowed by the return of uncertainty and, therefore, a return to domestic saving.

What all of the above highlights is that the ECB sees it as fundamental to move forward with financial integration as the most effective way to enhance the transmission mechanism of monetary policy. It should therefore be underlined that its ability to reduce fragmentation in the region has been boosted after recently taking up the reigns of banking supervision. This is a crucial step because the advances made in integrating money and fixed-income markets have not been as pronounced in eurozone banking markets. The level of retail banking fragmentation continues to be pronounced, with a persistent disparity in borrowing costs for households and businesses in the EMU. Furthermore, cross-border banking activity continues to be residual in the main eurozone economies. A proposal tabled as being more effective at eliminating this fragmentation is to move forward with the aim of building a Banking Union. This would break the interrelationship between banking risk and sovereign risk, and should lay the foundations for true and sustainable integration of banking markets in the eurozone.

Consequently, still more steps need to be taken, some by the ECB and others by policymakers in the eurozone. Despite this, given current parameters, it appears unlikely that when markets finally stabilise, they will look like they did before 2008.

2.1. INTRODUCCIÓN

La integración financiera en la zona euro ha seguido evolucionando positivamente en los últimos doce meses, reflejando: los avances en el proceso de construcción europea (MUR y MUS), el aumento de la transparencia y de la calidad de la información del sistema financiero (AQR y «stress test») y la efectividad de las nuevas medidas puestas en marcha por el BCE (tipo de la facilidad de depósito en negativo, TLTRO, etc). El impacto de todos estos factores va a ser muy importante en 2015, lo que hace pensar en una mejora sustancial de la fragmentación financiera en los próximos meses. Evidentemente, en términos teóricos, la normalización final del mercado, teniendo en cuenta parámetros actuales (nunca se volverá a la situación previa a 2008), vendría de la mano de un QE del BCE pero, si esa decisión se lleva a cabo por un marcado empeoramiento del escenario económico en la zona euro (elevado riesgo de deflación), las mejoras potenciales no serían tan importantes, pues se verían compensadas por un retorno de la incertidumbre y, por tanto, por una renacionalización del ahorro.

Lo que se ha puesto de manifiesto en el último año es que para el BCE es fundamental avanzar en la integración financiera como vía más efectiva para mejorar el mecanismo de transmisión de la política monetaria y, ahora, al asumir la supervisión de las entidades financieras aumenta su capacidad para reducir la fragmentación en la región. Ese objetivo se ha puesto de manifiesto en el último año, tanto implícitamente (medidas), como explícitamente (declaraciones de Draghi en las ruedas de prensa tras el Consejo). En ese sentido, probablemente, sólo la amenaza de un aumento de la frag-



mentación financiera en la zona euro o, el aumento del riesgo de deflación en la región, conseguiría el suficiente consenso en el Consejo para poner en marcha un programa de compra de bonos públicos y/o privados.

El esquema para valorar la evolución de la fragmentación en la zona euro en los últimos doce meses es partir de los mercados mayoristas de financiación, proseguir con los de deuda pública y terminar con los mercados minoristas bancarios. En los mercados mayoristas es dónde sigue detectándose mayores avances en la integración, como reflejan el importante descenso del exceso de liquidez en la zona euro o la reducción de la dispersión entre los tipos de interés monetarios, en este último caso, con niveles cercanos a los existentes antes de la crisis. Menos importante ha sido la reducción de la fragmentación a nivel «retail», aunque es ahí donde se pueden ver más mejoras en los próximos meses a raíz de la implementación total del TLTRO. Finalmente, por la importancia que puede tener para incrementar la integración financiera en los próximos meses se repasan las principales medidas puestas en marcha por el BCE en 2014.

2.2. INDICADORES DE LOS MERCADOS MONETARIOS

En 2013 y en la primera mitad de 2014 se ha producido una mejora en el grado de integración de los mercados monetarios de la UEM, tanto en el interbancario (*unsecured interbank lending*) como en el de repos (*secured interbank lending*).

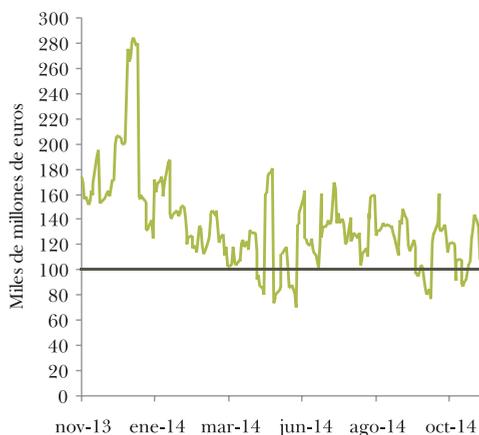
Dicha mejora se observa tanto en la reducción del exceso de liquidez que atesoraban los bancos como en una serie de indicadores basados en aspectos cualitativos y cuantitativos que seguidamente revisaremos.

2.2.1. LOS BANCOS DISMINUYEN EL EXCESO DE LIQUIDEZ QUE ACUMULABAN

Por lo que respecta a la liquidez, después de acumularse un exceso que llegó a superar los 800.000 millones de euros en los momentos de mayor tensión del mercado, se ha ido reduciendo paulatinamente en los dos últimos años hasta situarse recientemente en torno a los 100.000 millones (ver gráfico 1).

Son varios los factores que han impulsado este comportamiento pero, hay que destacar, especialmente, la mejora del acceso por parte de las entidades financieras a los mercados de capitales. Esto les brindó la oportunidad de, por un lado, reducir su dependencia de la financiación del BCE y, por otro, enviar una potente señal al mercado de mejora de su situación financiera.

Lo que es evidente es que si no se hubiera producido una mejora en la percepción global del riesgo, las entidades no habrían mantenido durante todo este tiempo la tendencia descrita en cuanto a la disminución de su colchón de liquidez de seguridad.

GRÁFICO 1. EXCESO DE LIQUIDEZ EN LA UEM

Fuente: Bloomberg.

2.2.2. SE REDUCE LA DISPERSIÓN ENTRE LOS TIPOS DE INTERÉS MONETARIOS

El grado de dispersión de los tipos de interés del mercado interbancario y del mercado de repos mantuvo la tendencia a la baja ya observada desde 2012. Tan sólo se aprecia un repunte transitorio en mayo de 2013 cuando surgió cierto temor entre los inversores respecto al inicio de la reducción de estímulos monetarios (*tapering*) por parte de la Reserva Federal de EEUU (ver gráfico 2).

La mayor dispersión que se observa en el tipo Eonia respecto a los tipos Euribor a 1 mes y a 12 meses se debe a que el primero es un tipo de interés efectivamente negociado en el mercado cada día, mientras que los otros son referencias que se obtienen de un panel de bancos que contribuyen informando sobre los tipos de interés a los que estarían dispuestos a prestar, en los diferentes plazos, a bancos de primer nivel (*prime bank*).

Es importante resaltar, en el mercado de repos, que los niveles de dispersión en los tipos de interés a ambos plazos han caído hasta situarse en niveles previos al inicio de la crisis (ver gráfico 3). La utilización de activos que garantizan el buen fin de la operación (colaterales), unida a la mejora de la confianza de los inversores en la calidad de esas garantías, sobre todo cuando pertenecen a alguno de los países que habían estado sujetos a presiones², han sido determinantes para que se produzca esta vuelta a la normalidad.

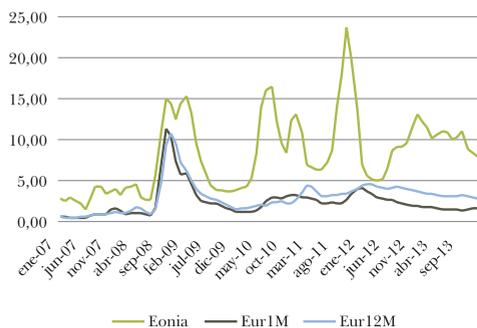
Finalmente, un aspecto que sin duda también ha ayudado a una mayor confianza entre las entidades y a la comentada mejora de la actividad en repos ha sido la potenciación de la operativa a través de Cámaras de Contrapartida Central (CCC). Un dato lo dice todo: mientras en 2012 un 56% de los repos bilaterales se compensaban a través de una CCC, en 2013 dicha operativa llegaba al 71%.

² Este grupo está formado por Portugal, Italia, Grecia, Irlanda y España.



GRÁFICO 2. TIPOS INTERBANCARIOS

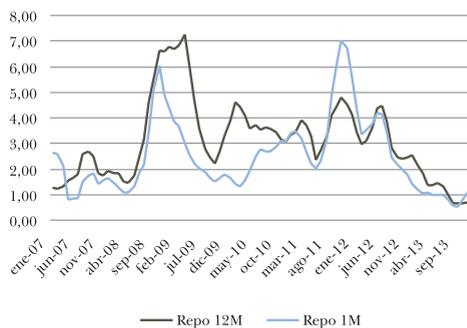
Desviación estándar de tipos diarios entre bancos de diferentes países de la EUM



Fuente: BCE.

GRÁFICO 3. TIPOS DE MERCADO DE REPOS DE REPOS

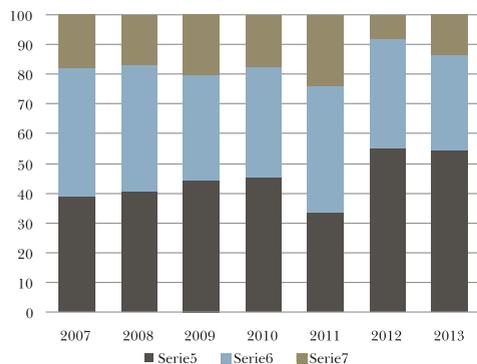
Desviación estándar de tipos diarios entre bancos de diferentes países de la EUM



2.2.3. PROGRESOS, AUNQUE LENTOS, EN LA ACTIVIDAD TRANSFRONTERIZA

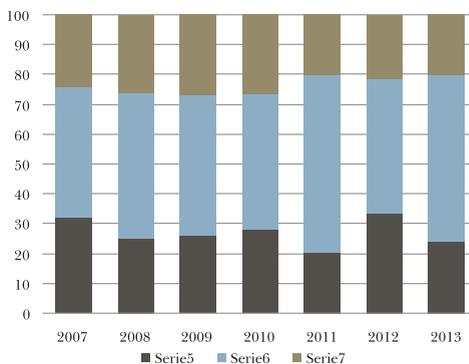
Atendiendo a las contrapartidas geográficas en la operativa que se realiza en los mercados monetarios y distinguiendo entre los países que han experimentado tensiones y los que no, se aprecia una mejora en ambos casos, escasa en los primeros y más clara en los segundos.

GRÁFICO 4. PAÍSES CON TENSIONES: CONTRAPARTIDA GEOGRÁFICA Operativa en mercado interbancario y de repos



Fuente: BCE.

GRÁFICO 5. PAÍSES SIN TENSIONES: CONTRAPARTIDA GEOGRÁFICA Operativa en mercado interbancario y de repos





En el grupo de países que han protagonizado tensiones en los mercados, se observa que en los dos últimos años se ha mantenido bastante estable la descomposición por contrapartidas, sobre todo en el caso de las que tienen una naturaleza doméstica (por encima del 50%), mientras que, en las contrapartidas no domésticas, aumentan ligeramente las de fuera de la UEM a la par que se reducen estas últimas (ver gráfico 4). Hay que advertir, no obstante, que los datos de 2013 pueden tener un cierto sesgo al alza, ya que la operativa que se realiza a través de CCC se atribuye al segmento doméstico aun cuando las contrapartidas pueden ser entidades no domésticas.

Por lo que respecta a los países sin tensiones, la distribución geográfica de las contrapartidas ha mejorado desde la perspectiva de la integración. Las contrapartidas de fuera de la UEM se mantienen en niveles bastante estables los tres últimos años (alrededor del 20%), las de la UEM alcanzan su mayor cuota de la serie (casi el 56%) y descienden las domésticas (ver gráfico 5).

En suma, hay una mejora evidente en el caso de los países sin tensiones, hasta el punto de que la distribución geográfica de sus contrapartidas evidencia, incluso, una mayor operativa con entidades no domésticas que antes del inicio de la crisis. Por el contrario, en los países que sí sufrieron tensiones, se aprecia que aún deberían lograr reducir más de 10 puntos porcentuales el peso de su operativa con entidades domésticas y aumentar las de la UEM y no UEM.

2.3. INDICADORES DEL MERCADO DE BONOS SOBERANO

El mercado de bonos soberanos ha sido protagonista, también, de una mejora muy importante en términos de reducción de la fragmentación tan elevada que llegó a registrar en plena crisis de la deuda soberana. A ello ha contribuido la moderación de las diferencias en cuanto al sentimiento económico entre países de la UEM por la mejora de la actividad y las reformas estructurales acometidas por las naciones más castigadas, los avances en la construcción europea, la influencia del programa OMT aprobado en 2012, el mantenimiento de políticas monetarias muy expansivas por parte de los principales bancos centrales y la búsqueda de rentabilidad por los inversores en un contexto de tipos de interés muy bajos. No obstante, aún persiste un cierto grado de fragmentación.

2.3.1. SE REDUCE LA DIVERGENCIA ENTRE LAS RENTABILIDADES DE LA DEUDA DE LOS PAÍSES DE LA ZONA

Se evidencia una clara moderación de la dispersión desde el anuncio del programa OMT por parte del BCE en 2012 (ver gráfico 6). En el último año se ha mantenido esta tendencia, aunque las diferencias entre las tires de los bonos soberanos de la UEM aún se mantienen por encima de las que se registraban antes de la crisis, especialmente en los plazos más largos. Sin embargo, ello puede deberse no sólo al mantenimiento de cierta fragmentación en el mercado, sino también a diferencias en las perspectivas económicas y sobre el déficit público de los distintos países, a la mayor divergencia en

los niveles de rating y a que, con anterioridad a 2009, se infravaloraba el riesgo soberano. Especialmente interesante es la reducción de la desviación estándar del rating de los países de la UEM, sobre todo, si como parece, viene ligada a mejoras en el rating medio de la zona (ver gráfico 7). Esa tendencia hacia una mayor homogeneidad en la valoración de la solvencia por parte de las agencias apoyaría la reducción de la fragmentación en el medio plazo.

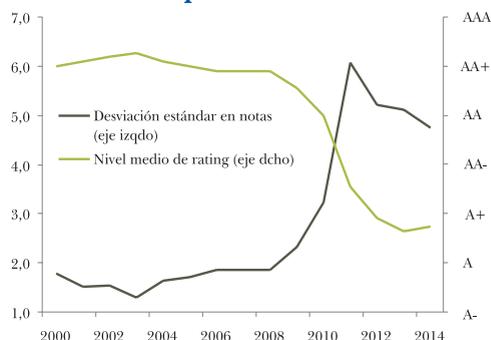
GRÁFICO 6. DISPERSIÓN RENTABILIDADES DEUDA DE PAÍSES DE LA UEM



(*) Con el fin de eliminar los valores extremos de la muestra.

Fuente: Bloomberg y Servicio de Estudios de Bankia.

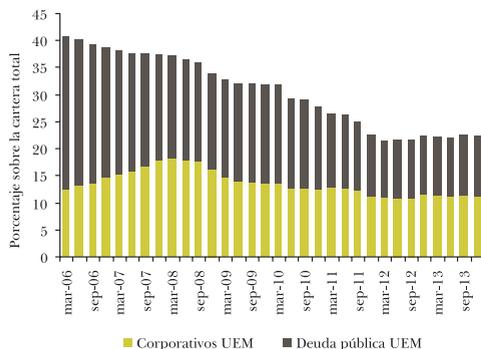
GRÁFICO 7. EVOLUCIÓN DEL RATING Deuda pública en la UEM



2.3.2. SE FRENA LA CAÍDA EN LAS TENENCIAS DE LAS ENTIDADES FINANCIERAS DE DEUDA DE OTROS PAÍSES DE LA UEM

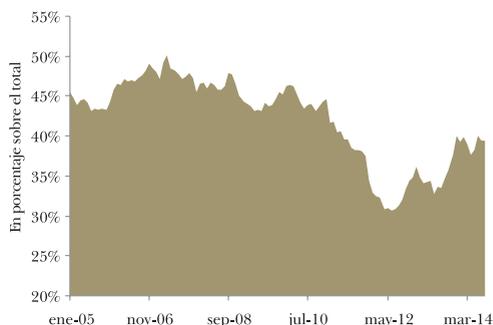
En los años en los que la crisis financiera se extendió a la deuda soberana, se observó una clara redistribución en las carteras de las entidades financieras, aumentando el peso de los títulos de deuda pública doméstica en detrimento de la emitida por el resto de países de la UEM (ver gráfico 8). En unos casos, con el fin de evitar riesgos asociados a la fuerte vulnerabilidad que registraban los títulos emitidos por los países más cuestionados y, en otros, para facilitar la financiación de algunos gobiernos cuya pérdida de confianza les había situado en una posición comprometida. En el último año, este proceso parece haberse estabilizado, lo que podría indicar que se ha iniciado una tendencia hacia una menor fragmentación del mercado, bien por un cambio en las valoraciones, bien por la búsqueda de una mayor diversificación en las carteras (ver gráfico 9). Esta tendencia se intensificará en los próximos años, sobre todo, si el Mecanismo Único de Supervisión termina exigiendo mayor diversificación en las exposiciones de las carteras de bonos.

GRÁFICO 8. TENENCIAS DE DEUDA DE EMISORES DE OTROS PAÍSES DE LA UEM



Fuente: BCE.

GRÁFICO 9. INVERSIÓN DE NO RESIDENTES EN DEUDA ESPAÑOLA
Peso de sus tenencias sobre el total de bonos

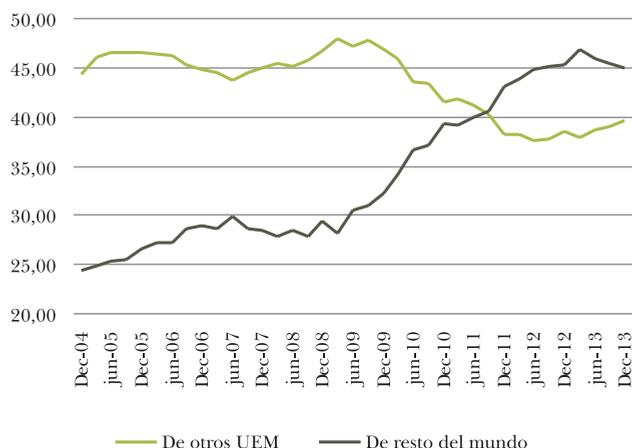


Fuente: Banco de España.

2.3.3. SE RECUPERA LA INVERSIÓN DE LAS INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA EN DEUDA DE OTROS PAÍSES DE LA UEM

En los peores momentos de la crisis financiera, los activos emitidos por entidades de otros países de la UEM pasaron de representar cerca del 50% del total a tan sólo el 37%. Sin embargo, desde finales de 2012 se ha empezado a invertir la tendencia por la disminución del sesgo local entre los gestores de activos en la UEM (ver gráfico 10). No obstante, aún queda un margen de mejora importante antes de alcanzar niveles previos a la crisis.

GRÁFICO 10. RENTA FIJA EN FONDOS DE INVERSIÓN
Peso en las carteras (%)



Fuente: BCE.

2.4. INDICADORES DEL MERCADO DE BONOS CORPORATIVOS

En la medida en que el mercado de bonos corporativos está muy ligado al de bonos soberanos, también ha sido protagonista de una visible mejora. Si tomamos como referencia el grado de dispersión de las primas de riesgo negociadas en el mercado de CDS (*Credit Default Swap*) se observa perfectamente la mejora que experimentan desde los máximos de 2012 hasta mediados de 2013, momento a partir del cual pasan a oscilar en un rango que representa menos de la mitad de aquellos (ver gráfico 11).

En el caso concreto de los CDS de dos grandes sectores de la UEM, como son el bancario y el de telecomunicaciones, vemos que la dispersión se ha reducido hasta niveles de 2011 y que, aunque la mejoría es muy notable, aún tendrían que verse nuevos descensos hasta el entorno de los 50 puntos básicos que eran habituales antes del inicio de la crisis y, en 2010, antes de que se agudizara la segunda parte de la crisis (ver gráfico 12).

GRÁFICO 11. DISPERSIÓN CDS SOBERANOS A 5A PAÍSES UEM (excluidos Grecia e Irlanda)

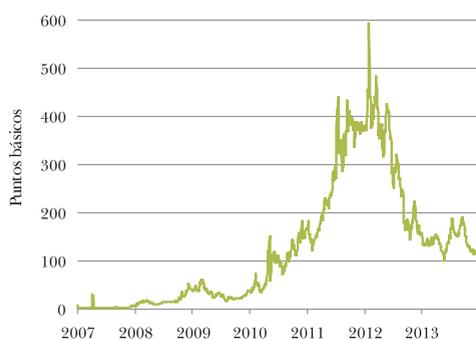
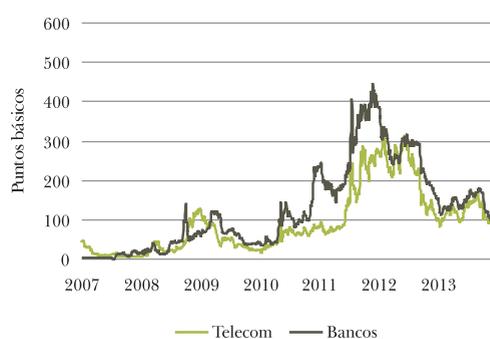


GRÁFICO 12. DISPERSIÓN CDS 5A UEM TELECOM Y BANCOS (excluidos los de Grecia e Irlanda)



Fuente: BCE y Servicio de Estudios de Bankia.

La apertura del mercado a la actividad emisora del sector privado empresarial es otro síntoma de la menor aversión al riesgo. Desde septiembre de 2012 han mejorado los volúmenes de emisión y también las condiciones de precio, pero no sólo para las entidades no financieras, sino también para las financieras (ver gráfico 13). Igualmente, el contexto se hace más benigno para los emisores de los países que previamente se habían situado en el centro de la crisis. En 2014, de manera más concreta y refiriéndonos a nuestro país, observamos una participación mucho más alta de inversores no residentes en las diferentes colocaciones privadas de deuda que se han efectuado (no es raro ver que su peso alcance el 70% del total). También se aprecia un mayor apetito por títulos con más riesgo (y con mayor rentabilidad, como es lógico) que antes no encontraban demanda, como es el caso de las emisiones con estructuras más complejas (subordinadas, CoCos, convertibles), que hasta octubre de 2014 han supuesto el 29% del total emitido (ver gráfico 14).

GRÁFICO 13. EMISIONES CORPORATIVAS EN ESPAÑA

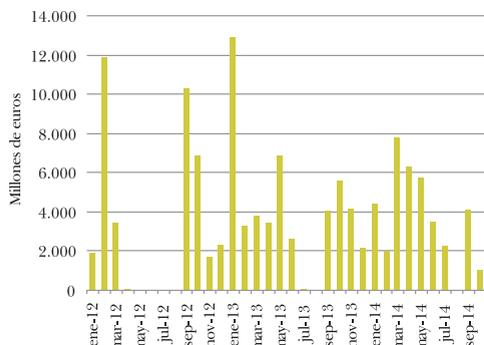
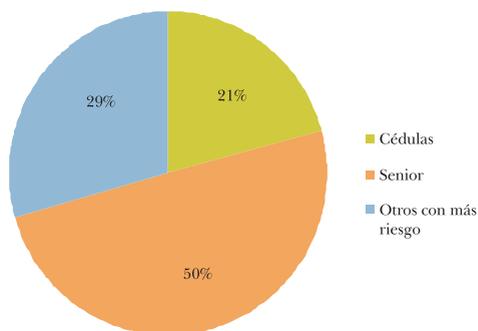


GRÁFICO 14. EMISIONES CORPORATIVAS EN ESPAÑA 2014



Fuente: Bloomberg y Servicio de Estudios de Bankia.

Siguiendo con nuestro país y con el fin de resaltar la mejora de las condiciones de precio y accesibilidad a plazos más largos, se ha elaborado una comparativa de los dos últimos años (tomando los diez primeros meses en ambos casos). En los gráficos 15 y 16 se recogen las emisiones realizadas para las que se dispone de información sobre plazos y, principalmente, sobre su coste (puntos básicos sobre *midswap*). No se ha diferenciado por calidad crediticia, ni si se trata de un emisor habitual o un debutante (éstos han proliferado por las aún difíciles condiciones para acceder al clásico canal del crédito bancario). El único propósito es visualizar la rebaja de costes (el coste medio ponderado por plazo se recoge en un recuadro pequeño en cada gráfico; 147 puntos básicos en 2014 *vs* 223 puntos básicos en 2013) y la mayor amplitud de plazos de emisión en 2014 frente a 2013 (plazo medio de 7 años en 2014 *vs* 6 en 2013).

GRÁFICO 15. 2013

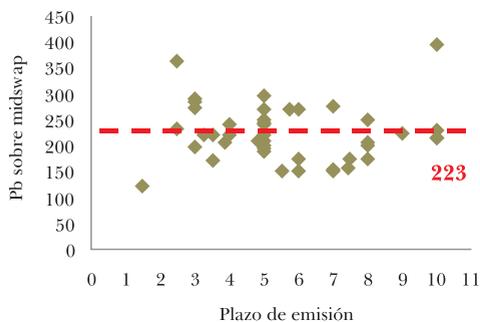
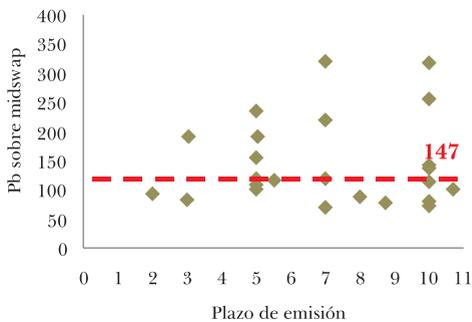


GRÁFICO 16. 2014



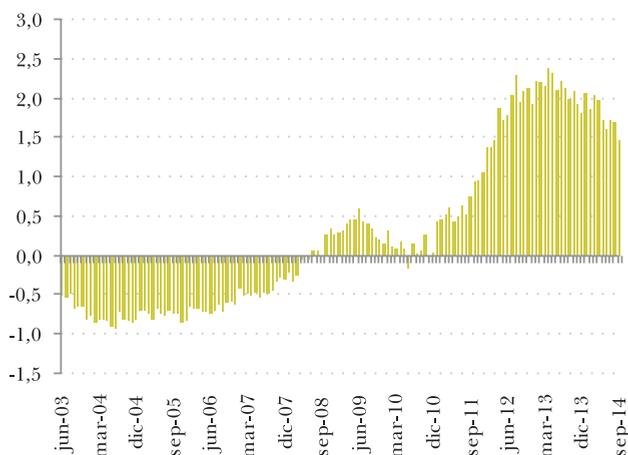
Fuente: Bloomberg y Servicio de Estudios de Bankia.

2.5. INDICADORES DE LOS MERCADOS DE FINANCIACIÓN MINORISTAS

Las mejoras logradas en la integración de los mercados monetarios y de deuda no se han trasladado con la misma intensidad a los mercados bancarios del euro. Estos, a pesar de haber evolucionado de forma positiva en 2014, siguen mostrando un grado de fragmentación elevado a nivel *retail*, como refleja la persistente disparidad de los costes de financiación a los que se enfrentan las familias y las empresas del euro.

En España, por ejemplo, las nuevas operaciones de préstamos a empresas por importe inferior a un millón de euros, asociadas principalmente a pymes, han mejorado las condiciones de tipos de interés a lo largo de 2014 de manera importante, pero éstos siguen siendo superiores (+146 puntos básicos en septiembre de 2014, ver gráfico 17) a los costes que soportan sus homólogas alemanas. Las grandes empresas, por su parte, afrontan préstamos de más de un millón de euros +100 puntos básicos más caros, en media, que sus comparables germanas.

GRÁFICO 17. TIPO MEDIO PONDERADO DE NUEVAS OPERACIONES DE CRÉDITO A EMPRESAS DE HASTA 1 MLL. €. DIFERENCIAL S/ ALEMANIA (PP)



Fuente: BCE y Servicio de Estudios de Bankia.

Existen factores fundamentales que explican la desigual evolución de los mercados bancarios europeos durante la crisis. Entre ellos, son determinantes la distinta posición cíclica de las economías que incide en la demanda y en la calidad del crédito o las crisis bancarias y soberanas sufridas en algunos países que impactan en la oferta crediticia. Sin embargo, los niveles de dispersión alcanzados, como señaló el FMI en su informe sobre la estabilidad financiera global (GFSR) de octubre de 2013 y, su persistencia, resultan menos razonables desde el punto de vista de los fundamentos económicos y ponen en evidencia la interrelación entre riesgo bancario y soberano que ha estado latente en los mercados financieros tras la introducción del euro. El resulta-

do ha sido una integración financiera frágil y reversible que ha restringido la efectividad de las medidas de política monetaria.

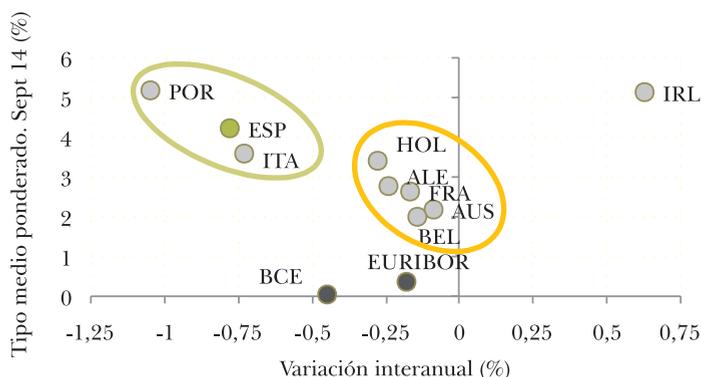
La Unión Bancaria se plantea como la fórmula para asegurar una integración completa de los mercados bancarios del euro. Los mecanismos que forman parte de este proyecto –el Mecanismo Único de Supervisión, el Mecanismo Único de Resolución, los seguros de depósitos armonizados y un cuerpo normativo común (*single rule book*)— garantizarán una supervisión fuerte que vigile la aplicación de unas normas homogéneas para todos los países, con acuerdos más eficientes en el reparto de los riesgos a nivel europeo. Con ello, se debería romper el nexo bancario y soberano y se deberían sentar las bases de una integración auténtica y perdurable en los mercados bancarios del euro. Además, con el TLTRO y tras los «stress-test», la búsqueda de rentabilidad en un entorno de tipos de interés cero debería ir reduciéndose la fragmentación.

2.5.1. LOS INDICADORES DE PRECIOS HAN EVOLUCIONADO DE FORMA FAVORABLE

En 2014 los indicadores de integración de los mercados bancarios basados en precios han evolucionado favorablemente, pero continúan reflejando síntomas de fragmentación.

Los tipos de interés de nuevas operaciones de crédito a empresas por importe inferior a un millón de euros, los más afectados por los problemas de fragmentación, han continuado la tendencia de descenso iniciada en 2013, acompañando las reducciones del tipo de interés oficial del BCE. En los doce últimos meses, la caída de las referencias ha sido general, excepto en Irlanda que atípicamente aumenta, siendo los países de las economías más afectadas por la crisis, que partían con tipos de interés más altos, los que mayores caídas han experimentado (ver gráfico 18). En España, la financiación nueva a pymes se ha abaratado en casi –80 puntos básicos en el último año (último dato septiembre de 2014), recorte sólo superado por Portugal (más de –100 puntos básicos).

GRÁFICO 18. TIPO MEDIO PONDERADO DE NUEVAS OP. DE CRÉDITO A EMPRESAS HASTA 1 MLL. € (%) Y VARIACIÓN INTERANUAL (%). SEPT. 14



Fuente: BCE y Servicio de Estudios de Bankia.

A pesar del esfuerzo en el ajuste de los precios, la dispersión sigue sin corregirse, manteniéndose sistemáticamente alta y vinculada a factores geográficos. Las empresas de las economías periféricas como España e Italia continúan enfrentándose a tipos de interés más elevados que sus homólogos de países *core* como Francia y Alemania (ver gráfico 19).

Por su parte, las familias también han sufrido diferenciación de precios en la financiación de vivienda, si bien, la evolución reciente de los tipos de interés ha permitido cierto grado de normalización (ver gráfico 20). Con todo, el promedio de los tipos de interés de nuevas operaciones para vivienda en los principales países periféricos es en torno a +40 puntos básicos superior al equivalente de los *core*.

GRÁFICO 19. TIPO MEDIO PONDERADO DE NUEVAS OPERACIONES DE CRÉDITO A EMPRESAS HASTA 1 MLL. € (%)

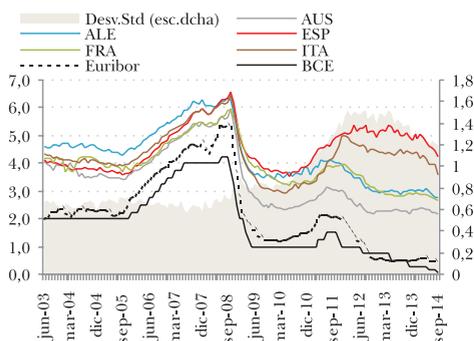
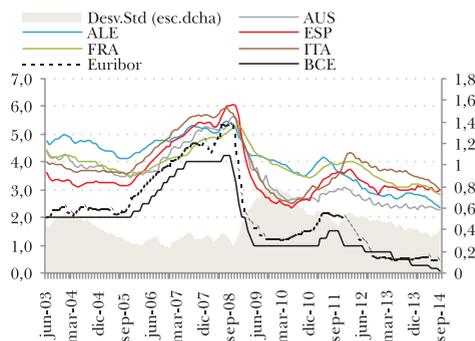


GRÁFICO 20. TIPO MEDIO PONDERADO DE NUEVAS OPERACIONES DE CRÉDITO A FAMILIAS PARA VIVIENDA (%)



Fuente: BCE y Servicio de Estudios de Bankia.

En la actividad de captación se ha producido una mayor corrección de la disparidad de precios. A lo largo del último año, la remuneración del ahorro ha descendido en la mayor parte de los países del euro trasladándose a los precios de las nuevas operaciones las sucesivas bajadas del tipo de intervención del BCE.

Al mismo tiempo, ha disminuido la dispersión observada en los peores momentos de la crisis soberana, cuando el cierre de los mercados para algunas economías y sus bancos alimentó fuertes presiones competitivas por los fondos *retail*. La mejora significativa de las condiciones de financiación mayoristas a las que se enfrentan las entidades bancarias durante el último año ha contribuido a una mayor convergencia en los precios del ahorro minorista en torno a niveles históricamente bajos (ver gráficos 21 y 22).

GRÁFICO 21. TIPO MEDIO PONDERADO DE NUEVAS OPERACIONES DE DEPÓSITO DE FAMILIAS (%)

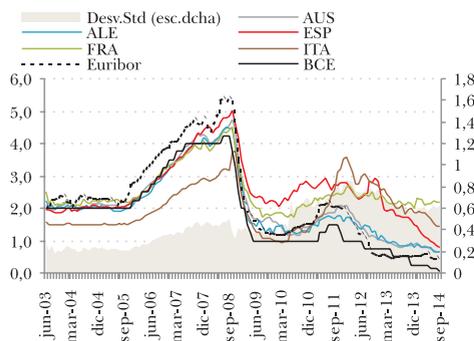
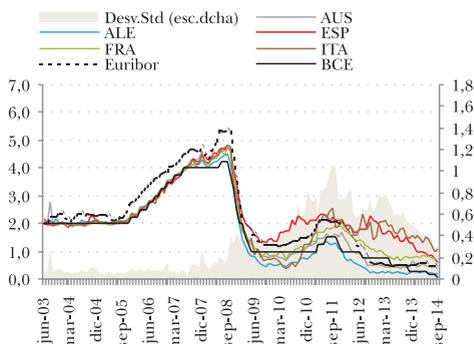


GRÁFICO 22. TIPO MEDIO PONDERADO DE NUEVAS OPERACIONES DE DEPÓSITO DE EMPRESAS (%)



Fuente: BCE y Servicio de Estudios de Bankia.

2.5.2. LOS VOLÚMENES SIGUEN DANDO SEÑALES DE FRAGMENTACIÓN

Los indicadores de cantidad confirman la dispar evolución de los mercados bancarios de financiación, mientras que en ahorro las tendencias nacionales vuelven a converger.

En las economías periféricas más afectadas por la crisis continúa el proceso de necesario desapalancamiento de empresas y familias que se evidencia en tasas de variación del saldo vivo del crédito del orden de -5% en 2014, que se mantienen en terreno negativo desde hace cuatro años. Por su parte, en los países *core* la financiación bancaria refleja un relativo estancamiento, con crecimientos prácticamente nulos desde la segunda mitad de 2013 (ver gráfico 23).

Por el contrario, la evolución reciente de los depósitos minoristas ha sido bastante homogénea en el área euro. Las tasas de variación interanual se mantienen positivas desde 2013, estables en el entorno del $+3\%$ en la agrupación de países *core* y ligeramente inferiores en el agregado periférico ($+2\%$) (ver gráfico 24).

La actividad bancaria transfronteriza a nivel *retail* continúa siendo residual en las principales economías del euro, lo que es un claro síntoma de la escasa integración geográfica del negocio bancario. La proporción de crédito a residentes nacionales sobre el total de financiación al sector no financiero (público y privado) se sitúa por encima del 90% , si bien en los países periféricos la exposición doméstica es todavía mayor (98%) (ver gráfico 25). En depósitos, la concentración geográfica de los fondos minoristas se repite de forma similar (ver gráfico 26). En general, se mantiene el sesgo doméstico de los balances bancarios, difícilmente diversificable en el activo, cuya principal consecuencia es la alta sensibilidad de los sectores bancarios del euro a los shocks domésticos.

GRÁFICO 23. EVOLUCIÓN DEL SALDO VIVO DE CRÉDITO A EMPRESAS Y HOGARES. VARIACIÓN INTERANUAL (%)

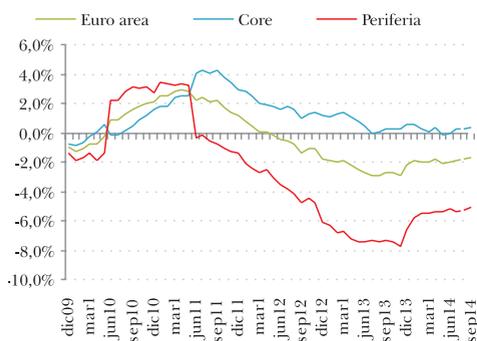
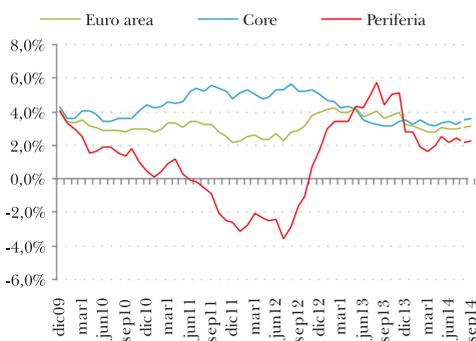


GRÁFICO 24. EVOLUCIÓN DEL SALDO VIVO DE DEPÓSITOS DE EMPRESAS Y HOGARES. VARIACIÓN INTERANUAL (%)



Fuente: BCE y Servicio de Estudios de Bankia.

GRÁFICO 25. ESTRUCTURA DE ACTIVO (%) SEP. 14

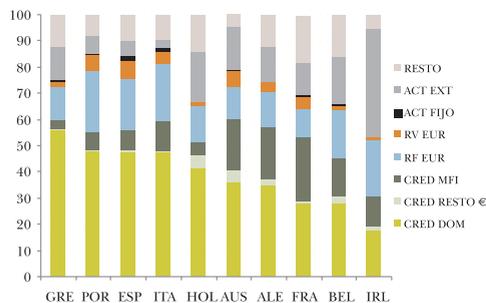
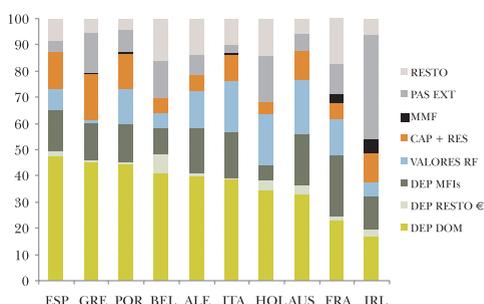


GRÁFICO 26. ESTRUCTURA DE PASIVO (%) SEP. 14



Fuente: BCE y Servicio de Estudios de Bankia.

2.6. MEDIDAS ADOPTADAS POR EL BCE

La debilidad económica sufrida por la Eurozona en el tercer trimestre de 2014, unida a un aumento de los riesgos deflacionistas, han sido los detonantes para que el BCE diera un impulso adicional a su línea de actuación, implementando nuevas medidas tanto convencionales como no convencionales.

En las reuniones que la institución monetaria ha celebrado entre junio y noviembre, se han sucedido los anuncios de nuevas medidas (o ampliación de detalles de otras ya adoptadas) que han puesto de manifiesto la voluntad del BCE de alcanzar los siguientes objetivos:

1. Estimular el crédito al sector privado no financiero.



2. Mejorar el mecanismo de transmisión de la política monetaria, reduciendo la fragmentación de los mercados financieros.
3. Debilitar el tipo de cambio del euro.
4. Relajar los tipos de interés monetarios.

Para ello, ha ido desplegando el siguiente amplio repertorio de medidas:

- Ha bajado el tipo de intervención en dos ocasiones, hasta un nuevo mínimo histórico del 0,05%.
- Igualmente, tras dos rebajas, ha situado en el -0,20% el tipo de las facilidades de depósito y en el 0,30% el tipo de las facilidades de crédito. Esto supone que ahora las entidades tienen que pagar al BCE un tipo de interés del 0,2% por el exceso de liquidez que dejan en él.
- Dejó de esterilizar las compras de deuda realizadas al amparo de su programa SMP (*Securities Market Programme*), lo cual supuso un aumento de liquidez en el sistema de 164.500 millones de euros.
- Extendió, al menos, hasta septiembre de 2018, la lista ampliada de activos admitidos actualmente como garantía en sus operaciones de inyección de liquidez.
- Ha alargado el horizonte temporal de las operaciones principales de financiación (MRO – *Main Refinancing Operations*) con adjudicación plena a tipo fijo, al menos hasta finales de 2016. Otro tanto hizo con las subastas de liquidez a plazo de 3 meses.
- Ha puesto en marcha un nuevo tipo de operaciones de inyección de liquidez denominadas TLTRO (*Targeted Longer-Term Refinancing Operations*, es decir, operaciones de refinanciación a largo plazo con objetivos). No hay que confundir con las LTRO, en las que se suministró liquidez a plazo de tres años sin condicionalidad en cuanto a su utilización. En éstas, la financiación es hasta 2018 y condicionada a un aumento del crédito a la economía real.
- Ha diseñado un programa de compra de activos de renta fija privada que incluye ABS (*asset backed securities*) y cédulas hipotecarias (*covered bonds*).

En los dos siguientes apartados, nos vamos a centrar en estos últimos programas porque consideramos que son los que más pueden contribuir, no sólo a aumentar la liquidez y el crédito, sino también a que se siga reduciendo el grado de fragmentación que aún persiste en los mercados financieros.

2.6.1. OPERACIONES TLTRO (TARGETED LONGER-TERM REFINANCING OPERATIONS)

En primer lugar, hay que distinguir entre las previstas para 2014 y las previstas desde 2015 hasta mediados de 2016. En 2014 se contemplan dos operaciones, una en



septiembre y otra en diciembre, con un volumen total de inyección de liquidez estimado de 400.000 millones de euros. Esta cifra resulta de calcular el 7% sobre el volumen total de préstamos al sector privado no financiero, excluyendo aquellos cuya finalidad sea la compra de vivienda, del conjunto de entidades de crédito de la UEM a 30 de abril de 2014.

En las seis operaciones que se van a celebrar trimestralmente, desde marzo de 2015 hasta junio de 2016, las entidades podrán pedir financiación por un importe de hasta tres veces el incremento del préstamo neto concedido.

Los TLTRO tendrán vencimiento en septiembre de 2018, aunque se podrán amortizar anticipadamente después de dos años. Por otra parte, las entidades que no cumplan determinadas condiciones en términos de volumen de préstamo neto a la economía real tendrán que devolver la financiación obtenida en septiembre de 2016.

El coste de estas operaciones es de un 0,10% adicional al tipo de interés de intervención, es decir, actualmente es el 0,15%. El volumen máximo estimado de liquidez, según el BCE, se acercará al billón de euros, cifra que algunos ponen en duda a tenor de las bajas peticiones que las entidades efectuaron en las dos primeras subastas realizadas en septiembre y diciembre (poco más de la mitad de su objetivo de 400.000 millones).

2.6.2. PROGRAMA DE COMPRA DE ACTIVOS DE RENTA FIJA PRIVADA

Las dificultades para implementar este programa se pueden apreciar, incluso, en la forma en la que se ha ido dando a conocer. Primero, se anunció su futura puesta en marcha en la reunión del Consejo de Gobierno del BCE celebrada en septiembre; posteriormente, en la reunión de octubre, se dieron detalles más concretos sobre su diseño, aunque no todos, omitiendo uno tan importante como el volumen total de las compras; en cuanto a su ejecución, la compra de cédulas hipotecarias (*covered bonds*) se dijo que empezaría a mediados de octubre, mientras que la adquisición de ABS se situó en el impreciso horizonte del último trimestre del año.

El programa consiste en la compra de titulizaciones de activos o ABS por sus siglas en inglés (*Asset Backed Securities*), así como de *covered bonds*, lo que en España conocemos por cédulas hipotecarias.

Las principales características de esta herramienta son:

- a) Consta de un programa de compra de cédulas hipotecarias, conocido como *Covered Bonds Purchase Programm* (CBPP3, según sus siglas en inglés). Y un programa de compra de ABS (*Asset Backed Securities Purchase Program* o ABSPP).
- b) Incluirá tanto titulizaciones nuevas (mercado primario) como las que ya estén en circulación (mercado secundario).
- c) En cuanto al volumen, no se ha precisado, pero el BCE estima que los títulos que cumplen las condiciones exigidas alcanzan los 600.000 millones de euros en las cédulas hipotecarias (el volumen de mercado es de 1,2 billones) y unos 400.000



millones en ABS (el volumen de mercado es de 690.000 millones). De momento, con las compras que ha realizado de cédulas y ABS puede extrapolarse un volumen agregado mensual inferior a los 15.000 millones (180.000 millones en términos anuales).

- d) Su duración será de, al menos, dos años.
- e) Algunas de las características que deben cumplir los activos susceptibles de compra son:
 - i. Tienen que estar denominados en euros y emitidos por residentes de la UEM.
 - ii. Tienen que ser activos que actualmente sean elegibles como colateral en las operaciones de política monetaria. En las cédulas, los activos que las respaldan podrán ser de entidades privadas y públicas, mientras que en los ABS serán de entidades privadas no financieras.
 - iii. El rating de referencia será BBB-/Baa3/BBB-. En el caso de los ABS, el segundo mejor rating de cada emisión tiene que ser éste, mientras que en el caso de las cédulas hipotecarias tiene que ser el primer mejor rating.
 - iv. Contempla algunas excepciones para Grecia y Chipre puesto que no alcanzan el rating mínimo que se exige para el caso general, aunque sí se les requiere el resto de criterios. En su caso se pide que, como mínimo, tengan el rating del país de referencia y medidas de mejora de crédito o sobrecolateralización del 25%.
 - v. En los ABS comprará los tramos senior de las titulizaciones (los de menos riesgo) y los tramos *mezzanine* (tienen más riesgo) sólo si cuentan con garantías gubernamentales (algo que queda en manos de cada gobierno y añade nuevas incertidumbres sobre su instrumentación en cada caso).

2.6.3. VALORACIÓN DE LAS MEDIDAS DEL BCE DESDE LA PERSPECTIVA DE LA FRAGMENTACIÓN DE MERCADOS

El suministro de liquidez prácticamente ilimitada y a tipos de interés de prácticamente el 0%, siendo medidas que apuntan en la dirección correcta, ha quedado demostrado que por sí solas no han resuelto el problema de la fragmentación de los mercados financieros.

Más determinante ha sido la voluntad del BCE, demostrada con hechos, de salvaguardar el euro y la UEM la que ha producido una mejora muy visible en los mercados financieros (véanse las primas de riesgo en el mercado de bonos soberanos), pero también en esto su margen de influencia está próximo a agotarse.

La decisión de convertir en un coste para las entidades los excesos de liquidez que atesoran en el BCE, situando el tipo de las facilidades de depósito en territorio negativo, sí que es un estímulo ciertamente apreciable para que esos saldos se reduzcan y se movilicen al mercado y de éste a los distintos agentes económicos. Sin embargo, a la vista de que el exceso de liquidez aún se sitúa cerca de los 100.000 millones de



euros, es obvio que tampoco con esta medida es suficiente. El primer paso, consistente en que ese dinero fluya a través del mercado monetario, está en vías de mejora, pero progresa con lentitud. Los volúmenes negociados están mejorando, pero las primas de riesgo no tanto.

Las operaciones TLTRO, condicionando el suministro de nueva liquidez, a tipos de interés ultra-reducidos, a crecimientos en el crédito a la economía real (sin incluir la financiación para compra de vivienda) tiene un magnífico diseño sobre el papel, pero aún falta por ver su contraste con la realidad. En esta ocasión, el BCE parece que ha aprendido en experiencia ajena (caso del Banco de Inglaterra) y mejora el diseño del programa tratando de prevenir el riesgo de formación de burbujas en el precio de otros activos (bonos, vivienda).

En cuanto al programa de compra de ABS y *covered bonds*, se observa en el BCE más voluntad que eficacia en su diseño, lo cual seguramente no es ajeno, tampoco, a la dificultad intrínseca para llevar a cabo esta operativa en un mercado tan heterogéneo como es el de estos productos en la UEM. Tal vez ello explique, incluso, los errores que, aparentemente, se cometieron en su anuncio al mercado de forma «escalonada». Aunque también es evidente que la operativa poco a poco irá mejorando y liberando espacio en el activo de las entidades financieras que se puede utilizar para prestar. Pero todos somos conscientes de que los objetivos de ampliación de balance del BCE difícilmente se pueden conseguir sólo con la compra de ABS y *covered bonds*, lo que deja abierta la posibilidad de que se ponga en marcha el manido programa de compra de deuda pública, al estilo o semejanza de lo hecho por otros grandes bancos centrales. Cierto es que no se puede descartar si el escenario empeora aún más, pero no está de más tener en cuenta que puede enfrentar y superar algunas dificultades o argumentos contrarios como los siguientes:

- ✓ La oposición de Alemania y sus socios.
- ✓ El hecho de que las rentabilidades de la deuda ya están en niveles mínimos o próximos a ellos, lo que reduce su eficacia potencial.
- ✓ Relacionado con lo anterior, comprar deuda a los precios a los que cotiza no cabe duda de que incrementa el riesgo del balance del BCE.
- ✓ El temor a que cuanto más siga haciendo el BCE menos van a ser los incentivos para que los gobiernos implementen las reformas pendientes.
- ✓ Las dificultades técnicas no son despreciables: se trata de 18 países, diferentes mercados de deuda, se plantea la cuestión de a qué plazos comprar, etc.
- ✓ Finalmente, como algunos organismos internacionales no dejan de advertir, se pueden crear o acentuar desajustes valorativos en otros mercados, hacer ineficiente la asignación de recursos, alimentar un clima de exceso de complacencia, propiciar una inadecuada valoración de los riesgos, etc.

Indudablemente, un QE en la UEM con compra de deuda pública, teóricamente debería favorecer un descenso adicional de la fragmentación en la zona euro, pero todo



dependerá de cómo evolucione la incertidumbre ante el deterioro de la actividad y de las expectativas de inflación que propiciaría esta decisión.

BIBLIOGRAFÍA

- Andreas Dombret – Member of the Executive Board of the Deutsche Bundesbank (nov-2013): «How to overcome fragmentation in the European financial market».
- Banco Central Europeo (2014): «Euro Money Market Survey».
- Banco Central Europeo (abr-14): «Financial Integration in Europe».
- Banco Central Europeo (oct-14): «ECB announces operational details of asset-backed securities and covered bond purchase programmes».
- Banco Central Europeo (jul-14): «Targeted Longer-Term Refinancing Operations».
- Banco de España (2014): «Integración financiera y modelos de financiación de los bancos globales».
- Banco de España (dic-13): «La fragmentación financiera en la zona del euro durante la crisis».
- Comisión Europea (abr-2014): «European Financial Stability and Integration».
- Fondo Monetario Internacional (2014): «From Fragmentation to Financial Integration in Europe».
- Mario Draghi – President of the European Central Bank (feb-14): «Financial integration and banking union», Speech at the conference for the 20th anniversary of the establishment of the European Monetary Institute, Brussels.
- Praet, Peter – Member of the Executive Board of the ECB (may-12). «European financial integration in times of crisis».



3. EL BANCO CENTRAL EUROPEO EN 2014: DE LAS PALABRAS A LOS HECHOS

JOSÉ M. ABAD¹

*«Las palabras que no van seguidas de hechos no valen nada»
Esopo. Fabulista griego. S. VII a.C.*

2013 was a year of transition in which the measures adopted by the European Central Bank (ECB) in the summer of 2012 (above all its Outright Monetary Transactions program, or OMT) took effect, slashing borrowing costs for Euro Area governments and banks. Meanwhile, 2014 has been a year of renewed challenges for the ECB and its common monetary policy.

Broadly speaking, 2014 can be divided into three periods. The first ran from January to April. During that time, the ECB kept up its «do-nothing approach» of 2013. It allowed the financial fragmentation reduction process to follow its course and did little more than maintain its highly accommodative monetary policy stance over a long period of time. The second began around the end of April and went through September. In this period, the challenges prompted the ECB to not only map out a new reaction function, but to also unveil a package of conventional and unconventional measures with the overriding aim of expanding its balance sheet considerably, probably over a two-year horizon. The third is from October until now. Here, we are beginning to see a certain degree of consensus emerge over the limitations of monetary policy alone to tackle the economic challenges facing the Euro Area and, accordingly, the need for governments to complement ECB actions by adopting both supply- and demand-side measures.

In the early part of this year, the ECB hoped that the improved funding situations of governments, banks and large enterprises in 2013 would feed through gradually to households and smaller firms. Although the wide and persistent output gaps seen in much of the Euro Area would keep inflation low or extremely low for a prolonged period of time, the monetary authority expected the gradual recovery in economic activity begun around mid 2013 to slowly absorb idle capacity, thereby keeping new disinflationary pressures at bay. Moreover, as activity in the interbank market would begin picking back up steadily, the ECB would be more willing to tolerate some degree of volatility in the EONIA.

However, as the months went by, the funding situation of the real economy failed to show any meaningful improvement. Inflation took an unexpected and sudden dip, while activity remained sluggish and volatility in the interbank market became excessive.

¹ José María Abad es director de Estudios del ICO.



Rising real short-term interest rates in a context of further economic downturn, coupled with a still impaired transmission mechanism for monetary policy, contravened the ECB's commitment to protracted monetary accommodation.

The second period in which we divide 2014 began in early April, when the ECB embraced a more complex reaction function linked to the use of specific conventional and unconventional instruments to address three main types of contingencies: unwarranted tightening in the interbank market, further impairment in the transmission of its stance -in particular via the bank lending channel- and a worsening of the medium-term outlook for inflation that could make it miss its inflation target.

By clarifying its reaction function towards the end of April, the ECB was hinting at the raft of measures it would announce in June. With a dual objective of mitigating interbank market volatility and repairing its monetary policy transmission mechanism, these included both cuts to the three policy rates -including taking the deposit policy rate into negative territory- and measures to inject immediate liquidity, such as stopping the sterilisation of its Securities Market Programme (SMP), the launch of eight targeted longer-term refinancing operations (TLTROs) between September 2014 and mid 2016 with September 2018 maturities and maintenance of the three-month longer-term refinancing operations (LTROs) as fixed rate tender with full allotment until at least December 2016.

However, after the inflation outlook in August worsened, not to mention the scant take-up expected for the first TLTRO, in early September the ECB was forced to announce an asset purchase programme. This programme would initially include both covered bonds and asset-backed securities. This was part of a drive to expand its balance sheet from €2 trillion back up to the €3 trillion it had back in March 2012; i.e. a net increase of around €1 trillion over a roughly two-year horizon.

At the time of writing (mid November), we estimate the announced measures should translate into a net increase in the ECB's balance sheet of around €370-650 billion in two years, well below the announced target. If so, it would force the ECB to broaden the range of assets it would be willing to purchase. That said, a decision on the type or types of additional assets the ECB could buy (private, public or a combination of both) will depend on the outlook for growth and inflation in the Euro Area in the coming months.

Considering the abundance of liquidity and historically low nominal interest rates, we doubt this package of measures will have that great an impact on financing conditions. In fact, since none of the measures announced to date has the potential to free up a huge amount of capital for banks, it is unlikely they can get European banks to increase lending to the real economy any more than they would have otherwise.

That said, the measures should have two visible effects: one on the composition of banks' and institutional investors' securities portfolios, and one on the exchange rate. Regarding the first, to the extent that the ECB continues (as it probably will) to step up its asset purchases, banks and, more so, institutional investors, will pare down their portfolios. This will give them greater room to make new acquisitions and, most likely, encourage both businesses and banks to make new primary issues. However, until there is an «effective risk transfer» (from banks to investors) in these transactions, there will not be an incremental improvement in global lending. Rather, we will simply see a certain substitution of sources, from bank to non-bank lending to the real economy. For the second,



that the ECB began expanding its balance sheet at the same time the Federal Reserve was reducing its indicates that, more than directly affecting lending volume, the impact of this package of measures could come in the form of depreciation by the euro against the US dollar. Accordingly, this would provide an indirect boost to activity via exports and to inflation via import prices.

Lastly, while the ECB package of measures is ambitious, evidence would appear to suggest that the weakness of lending to businesses and, in general, corporate investment in the Euro Area is not so much a problem of supply but rather one of demand. This is probably due to the Area's lower potential growth and competitiveness. The third period of 2014, from October until now, is featuring a certain degree of consensus over the limitations of monetary policy alone to tackle the economic challenges facing the Euro Area and, accordingly, the need for governments to complement ECB actions by adopting both supply-side (structural) and demand-side (public investment) measures.

* * *

Tras un 2013 de transición que sirvió para que las medidas adoptadas por el Banco Central Europeo (BCE) en el verano de 2012, muy especialmente el programa de Compras Monetarias al Contado (*Outright Monetary Transactions* u OMT), desplegaran todos sus efectos y se tradujeran en una mejora sustancial de los costes de financiación de Gobiernos y bancos en la Eurozona, el 2014 ha vuelto a ser un año de profundos retos para el BCE y la conducción de la política monetaria común.

En general, el año 2014 puede dividirse en tres grandes partes. Una primera parte, que abarcaría los primeros cuatro meses del año y en la que el BCE habría continuado la política que desarrolló en 2013 de «no hacer nada», dejando que el proceso de reducción de la fragmentación financiera siguiera su curso y limitándose a reforzar el compromiso de mantener el tono de la política monetaria en terreno muy acomodaticio durante un período prolongado de tiempo. Una segunda parte, que se iniciaría a finales de abril y que llegaría hasta el mes de septiembre, en la que los retos anteriormente comentados obligarían al BCE no sólo a definir una nueva función de reacción sino también a anunciar un paquete de acciones convencionales y no convencionales con el objetivo último de incrementar sustancialmente su balance en un horizonte de unos dos años. Y, finalmente, una tercera parte, que se iniciaría a partir del mes de octubre y en la que ahora nos encontramos, en la que empezaría a emerger cierto consenso acerca de los límites de la política monetaria para resolver por sí sola los retos económicos de la Eurozona y, en consecuencia, de la necesidad de que los Gobiernos complementen las acciones del BCE mediante la adopción de medidas tanto de oferta como de demanda.

Durante la primera parte del año, el BCE esperaba que la mejora de las condiciones de financiación que habían experimentado Gobiernos, bancos y grandes empresas en 2013 fuera trasladándose gradualmente a familias y empresas de menor tamaño. Asimismo, si bien amplias y persistentes brechas de producción en buena parte de la Eurozona mantendrían la inflación en niveles bajos o muy bajos durante un largo período de tiempo, la recuperación gradual de la actividad iniciada a mediados de 2013 iría reduciendo lentamente la capacidad ociosa de la economía, limitando así nuevas presiones desinflacionistas. Además, a medida que la actividad en el mercado interbancario



fuera reactivándose progresivamente, el BCE estaría dispuesto a tolerar cierta volatilidad en el EONIA.

Sin embargo, a medida que pasaron los meses, las condiciones de financiación de la economía real seguían sin experimentar mejoras sustanciales, la inflación sorprendía repetidamente a la baja, la actividad parecía estancarse y la volatilidad observada en el mercado interbancario resultaba excesiva. El incremento de los tipos reales a corto plazo en un entorno de creciente debilidad económica y un mecanismo de transmisión de las decisiones de política monetaria todavía disfuncional resultaba inconsistente con el compromiso del BCE de mantener las condiciones monetarias en terreno muy acomodaticio durante un largo período de tiempo.

Así, la segunda parte en la que hemos dividido el año 2014 daría comienzo a finales del mes de abril, momento en el que el BCE elevaría la complejidad de su función de reacción, ligando el uso de instrumentos convencionales y no convencionales específicos a la materialización de tres riesgos principales: tensiones injustificadas en el mercado interbancario, una prolongación de las deficiencias en el funcionamiento del mecanismo de transmisión de las decisiones de política monetaria, particularmente en lo relativo al funcionamiento del canal crediticio, y un deterioro adicional en las expectativas de inflación de medio plazo que pudiera poner en riesgo el objetivo de inflación.

Al clarificar su función de reacción a finales del mes de abril, el BCE estaría anticipando el paquete de medidas que anunciaría en junio y que, con el doble objetivo de mitigar la volatilidad en el mercado interbancario y reactivar el mecanismo de transmisión de las decisiones de política monetaria, incluiría tanto recortes en los tres tipos de intervención, de entre los que destacaría la introducción de un tipo negativo en la facilidad de depósito, como medidas de inyección de liquidez, tales como la suspensión inmediata de la esterilización de las compras de bonos soberanos realizada bajo el *Securities Market Program* (SMP), el lanzamiento de ocho Operaciones de Financiación a Largo Plazo con Objetivo Específico (*targeted longer-term refinancing operations* o TLTROs) entre septiembre de 2014 y mediados de 2016 con vencimiento en septiembre de 2018, y el mantenimiento de las Operaciones de Financiación a Largo Plazo (*longer-term refinancing operations* o LTROs) a tipo fijo y adjudicación plena a un plazo de tres meses hasta, al menos, diciembre de 2016.

Sin embargo, el deterioro que las expectativas de inflación registrado a lo largo del mes de agosto, así como la baja participación prevista en la primera TLTRO, obligaron al BCE a anunciar a principios de septiembre un programa de compras de activos, que incluiría inicialmente tanto cédulas hipotecarias como titulizaciones, asociado a un compromiso de incrementar el tamaño de su balance de los 2 billones de euros actuales hasta el entorno de los 3 billones que tenía en marzo de 2012, lo que supondría un incremento neto de alrededor de 1 billón en un horizonte de unos dos años.

Estimamos que las medidas anunciadas hasta el momento de escribir estas líneas (mediados de noviembre) deberían traducirse en un incremento neto del balance del BCE de unos 370-560.000 millones de euros en dos años, lo que quedaría lejos del objetivo anunciado y obligaría al BCE a ampliar el abanico de activos que estaría dispuesto a comprar. Sin embargo, la decisión acerca del tipo de activos en concreto (privados, públicos o una combinación de estos) dependerá de la evolución de las perspectivas de crecimiento y de inflación de la Eurozona en los próximos meses.



Respecto a los efectos que podría tener este paquete de medidas, no parece que, en un entorno de abundante liquidez y tipos nominales históricamente bajos, dichas medidas vayan a tener un impacto diferencial sobre las condiciones de financiación de la economía. De hecho, en la medida en que ninguna de las acciones anunciadas hasta la fecha tiene el potencial de generar una liberación sustancial de capital para la banca, no parece que dicho paquete vaya a ser capaz de hacer que los bancos europeos concedan más préstamos a la economía real de los que habrían concedido de todas formas.

Dicho esto, estas medidas sí tendrán dos efectos visibles: uno sobre la composición de las carteras de títulos de bancos e inversores institucionales; y otro sobre el tipo de cambio. En el primero de los casos, a medida que el BCE continúe, o (como probablemente ocurrirá) intensifique su programa de compras de activos, tanto bancos como, sobre todo, inversores institucionales irán reduciendo el tamaño de sus carteras, lo que, en el margen, mejorará la capacidad de estos para hacer nuevas compras e incentivará, muy probablemente, nuevas emisiones de títulos en el mercado primario. Sin embargo, mientras no haya una ‘transferencia efectiva del riesgo’ para la banca en estas transacciones, este efecto no se traducirá en una mejora incremental de la oferta global de financiación sino, simplemente, en cierta sustitución de fuentes bancarias por fuentes no bancarias de financiación para la economía real. Por su parte, en el segundo de los casos, el hecho de que el BCE haya empezado a incrementar su balance a la vez que la Reserva Federal está empezando a reducir el suyo, sugiere que más que directamente sobre el volumen de crédito, el impacto de este paquete de medidas podría venir en forma de una depreciación del tipo de cambio y, en consecuencia, de un impulso indirecto tanto de la actividad, vía exportaciones, como de la inflación, vía precios importados.

Finalmente, y pese a lo ambicioso del paquete de medidas del BCE, la realidad es que la evidencia parece sugerir que la debilidad de la evolución del crédito a empresas y, más en general, de la inversión empresarial en la Eurozona no deriva tanto de posibles problemas de oferta, a los que se restringe –por definición– la capacidad de actuación del BCE, sino sobre problemas de demanda probablemente asociados a un menor potencial de crecimiento y competitividad en la región. Es por ello que en la tercera parte en que hemos dividido al año 2014, y en la que nos encontraríamos desde el mes de octubre, estaría emergiendo un cierto consenso acerca de los límites de la política monetaria para resolver por sí sola los retos económicos de la Eurozona y, en consecuencia, de la necesidad de que los Gobiernos complementen las acciones del BCE mediante la adopción de medidas tanto de oferta (reformas estructurales) como de demanda (inversión pública).

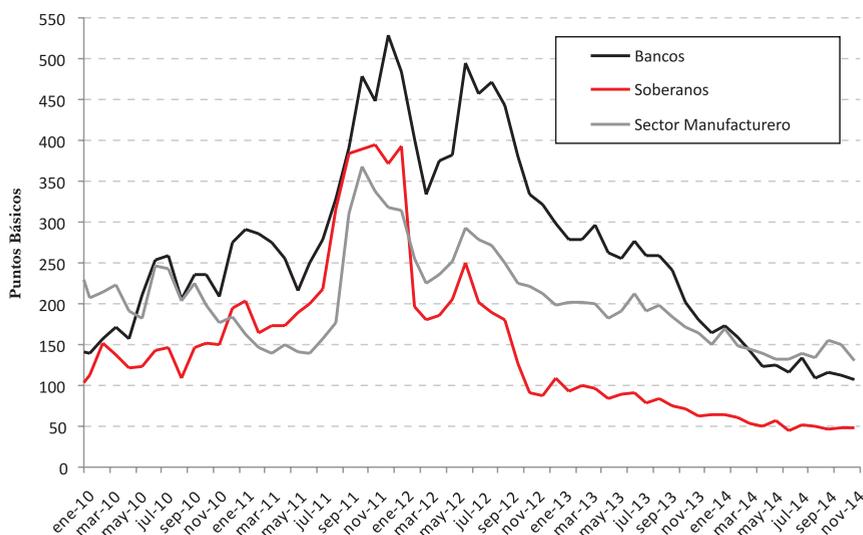
3.1. NORMALIZACIÓN FINANCIERA Y ORIENTACIÓN DE EXPECTATIVAS: ENERO - ABRIL

3.1.1. «NO HACER NADA»

Durante los primeros cuatro meses del año, el BCE esperaba que la mejora de las condiciones de financiación que habían experimentado Gobiernos, bancos y grandes empresas en 2013 (Gráfico 1) fuera trasladándose gradualmente a familias y empresas de menor tamaño. Asimismo, si bien amplias y persistentes brechas de producción en

buena parte de la Eurozona mantendrían la inflación en niveles bajos o muy bajos durante un largo período de tiempo, la recuperación gradual de la actividad iniciada a mediados de 2013 iría reduciendo lentamente la capacidad ociosa de la economía, limitando así nuevas presiones desinflacionistas. Además, a medida que la actividad en el mercado interbancario fuera reactivándose progresivamente, el BCE estaría dispuesto a tolerar cierta volatilidad en el EONIA.

GRÁFICO 1. COSTES DE FINANCIACIÓN DE GOBIERNOS, BANCOS Y GRANDES EMPRESAS DEL SECTOR MANUFACTURERO EN LA UE, 2010-14



Fuente: Datastream; Reuters.

Por ello, la estrategia del BCE en estos primeros meses fue la de «no hacer nada» nuevo, limitándose a reforzar la política de «orientación de expectativas» (*forward guidance*) iniciada en julio de 2013. Así, además de reiterar y enfatizar su compromiso de mantener el tono acomodaticio de la política monetaria mientras fuera necesario, también condicionó –por primera vez– la posibilidad de nuevas acciones futuras a la ocurrencia de cualquiera de los dos eventos siguientes: bien un deterioro de las perspectivas de la inflación en el medio plazo, bien un tensionamiento injustificado del mercado interbancario (Draghi, 2014a).

3.1.2. INFLACIÓN (MUY) BAJA DURANTE UN LARGO PERÍODO DE TIEMPO

No es raro que el BCE ya anticipara, a principios de año, «un período prolongado de baja inflación» (Draghi, 2014a). Al fin y al cabo, la evidencia empírica disponible mues-



tra que este es precisamente el caso de aquellas economías que, como buena parte de la Eurozona, experimentan amplias y persistentes brechas de producción (*Persistent Large Output Gaps* o PLOGs).

Meier (2010) y Daily (2014) proporcionan evidencia de que, en estos casos, la sensibilidad de la inflación a cambios en la capacidad ociosa se va reduciendo a medida que la inflación se acerca al 0%, lo que es consistente, por otra parte, con la observación de que la curva de Philips se está aplanando (Bayoumi et al, 2014). Es más, estos autores también muestran que las economías con amplias y persistentes brechas de producción tienden a registrar tasas muy bajas de inflación incluso años después de que hayan iniciado el proceso de recuperación económica posterior a la crisis, lo que les permite crecer a tasas superiores a su potencial antes incluso de que la sensibilidad de la inflación a cambios en la capacidad ociosa se recupere.

Respecto a los factores que explican el aplanamiento de la curva de Philips, la literatura destaca tres: en primer lugar, la mayor capacidad de respuesta a los cambios en la situación económica local por parte de la política monetaria en economías con bancos centrales independientes; en segundo lugar, el hecho de que las expectativas de inflación se encuentren firmemente ancladas en terreno positivo, lo cual está íntimamente relacionado con el punto anterior; y en tercer y último lugar, por las rigideces nominales a la baja de precios y salarios, particularmente en las economías europeas².

Sin embargo, el hecho que estos factores expliquen el aplanamiento de la curva de Philips a medida que la inflación se acerca al 0% sugiere, también, que las presiones desinflacionistas reales son (muy) superiores a las efectivamente observadas. Esto obliga a que, mientras una economía experimente una amplia y persistente brecha de la producción, el tono de la política monetaria deba ser (mucho) más expansivo de lo que *a priori* debería ser si sólo nos fijásemos en el diferencial entre el objetivo de inflación y la inflación observada.

3.1.3. RELACIÓN ENTRE EXCESO DE LIQUIDEZ Y EONIA

En esta primera parte del año, además de un potencial deterioro de las perspectivas de inflación de medio plazo, el BCE también condicionó la posibilidad de nuevas acciones a un tensionamiento injustificado del mercado interbancario. Sin embargo, para entender a qué se refería el BCE cuando hablaba de «justificado» o «injustificado» en el contexto de posibles tensiones en el mercado interbancario, no sólo debe entenderse el marco operacional del BCE (Cuadro 1) sino también cuál es la relación entre el exceso de liquidez actual del sistema y el EONIA.

² Respecto a este último punto, es posible que las reformas estructurales implementadas en algunos países europeos durante los últimos años, como es el caso de la reforma del mercado de trabajo aprobada en España en el 2012, hayan contribuido a reducir dichas rigideces y, en consecuencia, a incrementar las presiones desinflacionistas.

Cuadro 1: el Mercado de Dinero³

El marco operacional del BCE consta de dos facilidades principales: la facilidad de depósito y la facilidad marginal de crédito. A través de la primera, el BCE acepta depósitos de los bancos a un plazo de un día y los remunera a una tasa preanunciada. A través de la segunda, el BCE presta a un plazo de un día cantidades potencialmente ilimitadas de liquidez a los bancos que lo soliciten a cambio de un tipo de interés determinado y contra colateral que sea elegible. El diferencial entre el tipo de la facilidad marginal de crédito y el de la facilidad de depósito, siendo siempre mayor el primero que el segundo, es lo que se conoce habitualmente como el pasillo de tipos. Además de estas dos facilidades, el BCE también realiza inyecciones semanales de liquidez, conocidas como operaciones principales de refinanciación.

Por otra parte, los bancos están obligados a mantener depositado en el BCE un volumen mínimo de reservas como porcentaje de sus pasivos elegibles⁴. Dicha obligación debe cumplirse *en media* a lo largo del llamado período de mantenimiento de reservas de aproximadamente un mes de duración⁵. Esto permite que los bancos puedan gestionar su liquidez de forma más flexible y evita que haya picos de volatilidad en el EONIA al final de cada día.

A través de las subastas semanales, el BCE inyecta un volumen de liquidez equivalente al volumen mínimo de reservas del sistema, dejando que sean los propios bancos quienes asignen dicha liquidez a través del mercado interbancario⁶. Además, el BCE remunera las reservas mínimas obligatorias al mismo tipo que cobra en las subastas semanales, de modo que el coste neto sea cero para el sistema en su conjunto.

En condiciones de normalidad, como las anteriores al estallido de la crisis financiera, el tipo de interés del mercado interbancario a un día (EONIA) tendía a fluctuar, por razones de arbitraje, alrededor del tipo de referencia y, siempre y cuando los bancos tuvieran colateral elegible suficiente, también dentro del pasillo de tipos⁷. Esto, sin embargo, no era impedimento para que pudiera haber cierta volatilidad, con el EONIA bien repuntando hasta el tipo de la facilidad marginal de crédito cuando algún banco tuviera necesidades puntuales de liquidez,

³ Véase Pill (2014).

⁴ A principios de 2012, el BCE redujo el coeficiente mínimo de reservas del 2% al 1% de los pasivos elegibles.

⁵ A partir de enero de 2015, la duración será de seis semanas, tal y como anunció el BCE en julio de 2014 (Draghi, 2014g).

⁶ En las subastas semanales, el BCE anuncia la cantidad que va a adjudicarse, que coincide con su estimación de las necesidades de liquidez netas del sistema, y fija el tipo mínimo, que es el llamado tipo de referencia. A partir de ahí, son las entidades quienes van pujando hasta que se agota la cantidad total que ha de adjudicarse. El tipo de estas operaciones dependerá de las pujas y, por tanto, es variable, aunque situándose siempre ligeramente por encima del tipo mínimo fijado por el BCE.

⁷ En la medida en que los cambios en los tipos a corto se transmiten a lo largo de toda la curva de tipos, el objetivo del BCE es el de controlar el EONIA a través de variaciones en los tres tipos de intervención.



bien cayendo hasta el tipo de la facilidad de depósito cuando, por el contrario, algún banco tuviera un exceso de liquidez. Sin embargo, en condiciones de normalidad, la combinación de inyecciones semanales de liquidez con el colchón proporcionado por el hecho de tener que cumplir el coeficiente mínimo de reservas en media a lo largo del período y no al final de cada día hacía que la volatilidad del EONIA se mantuviera relativamente baja. Era sólo al final de cada periodo de mantenimiento, momento en el que los bancos tenían que ajustar sus posiciones de liquidez para cumplir con el coeficiente mínimo de reservas, cuando se observaba una volatilidad algo más acusada que en el resto del período.

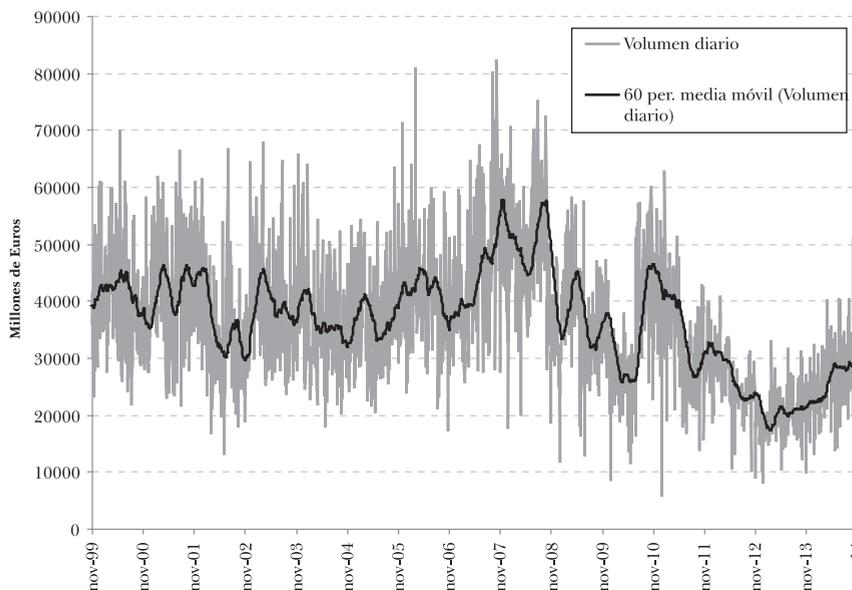
Sin embargo, estas dinámicas empezaron a variar con las primeras tensiones registradas en 2007. Los bancos empezaron a desconfiar los unos de los otros y empezaron a acumular liquidez al principio del período de reserva, lo que hizo que el mercado interbancario dejase de funcionar adecuadamente y se incrementase la volatilidad en el EONIA. Ante esta situación, el BCE reaccionó acomodándose al nuevo patrón de comportamiento de la banca, proporcionando más liquidez de la necesaria al principio del período de mantenimiento.

Posteriormente, con la quiebra del banco de inversión Lehman Brothers en septiembre de 2008, el mercado interbancario dejó de funcionar prácticamente por completo mientras los bancos acumulaban liquidez en lugar de prestarla (Gráfico 1.1). En este contexto, el BCE empezó a utilizar su propio balance a modo de 'cámara de contrapartida central' mediante la que reemplazar al desaparecido mercado interbancario. Para ello, en octubre de ese mismo año anunció el inicio de todas sus operaciones de inyección de liquidez a tipo fijo y con adjudicación plena (*Fixed Rate and Full Allotment* o FRFA), es decir, proporcionando toda la liquidez demandada por los bancos al tipo de referencia pre-anunciado⁸. Esto permitió que el BCE pudiera canalizar la liquidez existente en la Eurozona desde los bancos con exceso de liquidez depositada en la facilidad de depósito hacia aquellos otros bancos con necesidades de liquidez que acudían a las subastas semanales de inyección de liquidez⁹.

⁸ Para hacer efectiva esta medida, el BCE ha tenido que acomodar la lista de colateral elegible en sucesivas ocasiones, pasando de aceptar un volumen de activos por valor de unos 9 billones de euros en 2007 hasta el entorno de los 14 billones actualmente.

⁹ El hecho de que aquellos bancos que tenían exceso de liquidez y aquellos otros que tenían necesidades de liquidez estuvieran concentrados, respectivamente, en los países del núcleo y de la periferia de la Eurozona, generó desequilibrios en las balanzas del Target2. Véase Abad et al (2011).

GRÁFICO 1.1. EVOLUCIÓN DE LOS VOLÚMENES DIARIOS NEGOCIADOS EN EL MERCADO INTERBANCARIO EONIA: VOLUMEN DE NEGOCIACIÓN, 1999-2014

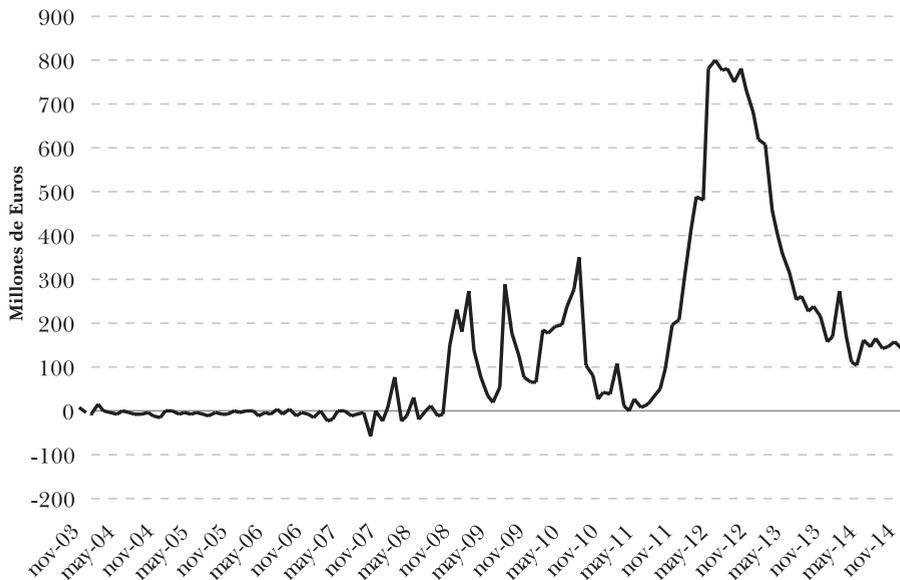


Fuente: BCE.

La introducción del FRFA, que ha sido clave a la hora de estabilizar las condiciones de financiación de los sistemas bancarios nacionales de la Eurozona durante la crisis en un entorno de fragmentación financiera, supuso tres cambios muy importantes para el marco operacional del BCE.

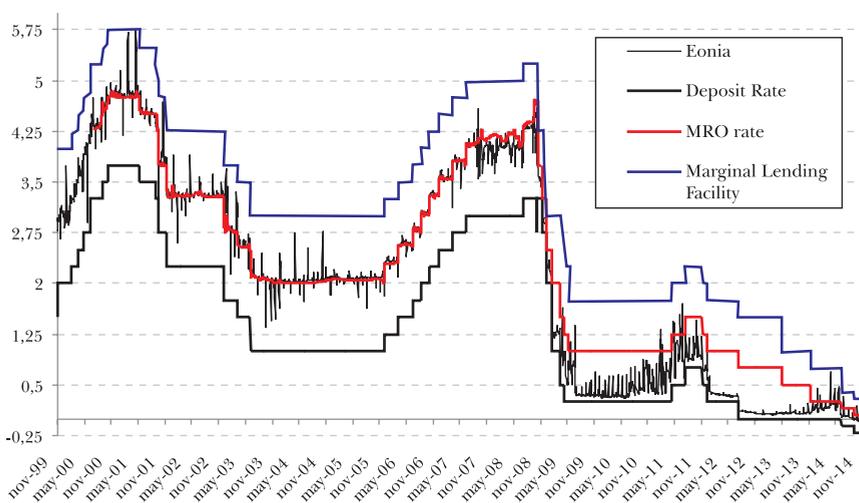
El primero de los cambios afectó al funcionamiento del mercado interbancario. Así, mientras que en un entorno de condiciones de liquidez equilibradas, como las anteriores a la crisis, el EONIA tendía a negociarse ligeramente por encima del tipo de referencia, la introducción del FRFA incrementó notablemente el exceso de liquidez del sistema (Gráfico 1.2.), lo que presionó el EONIA a la baja hasta negociarse ligeramente por encima del tipo de la facilidad de depósito (Gráfico 1.3.).

**GRÁFICO 1.2. EVOLUCIÓN DEL EXCESO DE LIQUIDEZ
EN EL EUROSISTEMA**
EUROSISTEMA: EXCESO DE LIQUIDEZ, 2003-14



Fuente: BCE.

**GRÁFICO 1.3. RELACIÓN ENTRE LOS TIPOS DE INTERVENCIÓN
DEL BCE Y EL EONIA, 1999-2014**



Fuente: BCE.



El segundo de los cambios afectó al tipo de instrumento utilizado por el BCE para gobernar las condiciones de financiación a corto plazo de los bancos. Así, se pasó de un sistema con un mismo tipo referencia para todos los países de la Eurozona a uno en el que había instrumentos distintos dependiendo del país. En aquellos países cuyos sistemas bancarios nacionales eran muy dependientes de la financiación del BCE, como España o Italia, el instrumento clave seguía siendo el tipo al que el BCE realizaba sus operaciones semanales de inyección de liquidez. Por el contrario, en aquellos otros países cuyos sistemas bancarios nacionales tenían exceso de liquidez, como Alemania, el instrumento clave pasó de ser el tipo de la facilidad de depósito.

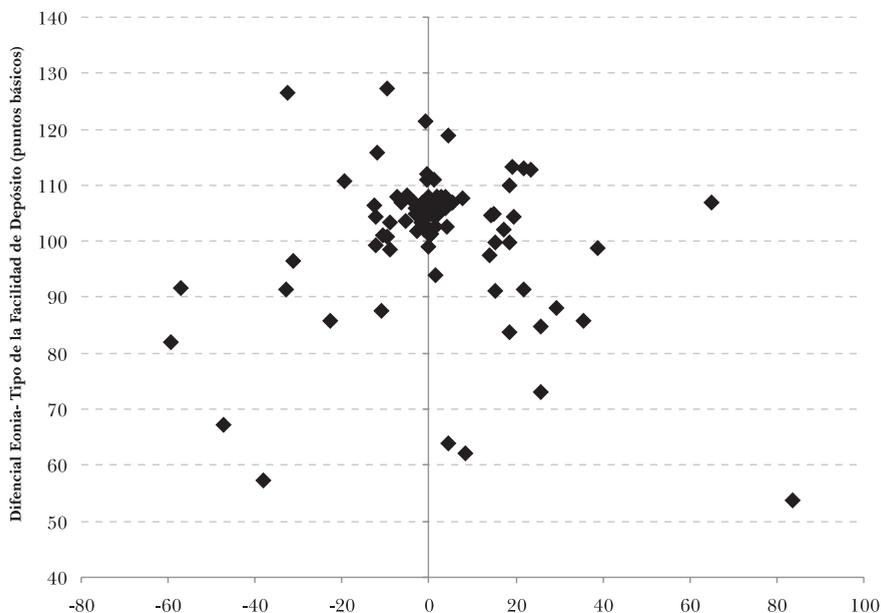
Por último, el tercero de los cambios afectó al pasillo de tipos. Así, si bien antes de la crisis el techo del pasillo era el tipo de la facilidad marginal de crédito, la introducción del FRFA hizo que, *de facto*, el techo del pasillo pasara a ser el tipo de referencia.

La evidencia empírica muestra que la relación entre exceso de liquidez y EONIA no sólo no es lineal sino que tiene forma de «L» (Nielsen, 2014a). Así, en tiempos normales, la existencia de cualquier exceso de liquidez hace que, por cuestiones de arbitraje, el último banco de la cadena, que es el que atesora el exceso de liquidez, tenga que depositar dicha liquidez en el BCE, ejerciendo presión a la baja sobre el EONIA. Por el contrario, cuando las condiciones de liquidez del sistema están equilibradas, es decir, el exceso de liquidez es cero, el EONIA salta hasta situarse a un nivel ligeramente por encima del tipo de referencia, de modo que la función que relaciona exceso de liquidez y el nivel de equilibrio del EONIA resulta ser una «L» perfecta.

Sin embargo, además de no lineal, la función que relaciona el exceso de liquidez y el EONIA tampoco es estable (Draghi, 2014a). Así, mientras que cambios en el exceso de liquidez hacen que el EONIA se mueva «a lo largo de la curva», cambios en el funcionamiento del mercado interbancario provocan desplazamientos «en la curva». En concreto, a medida que la fragmentación financiera va reduciéndose (incrementándose), la curva va desplazándose hacia la izquierda (derecha), reduciéndose (incrementándose) el nivel de exceso de liquidez necesario como para mantener el EONIA en un nivel cercano al tipo de la facilidad de depósito.

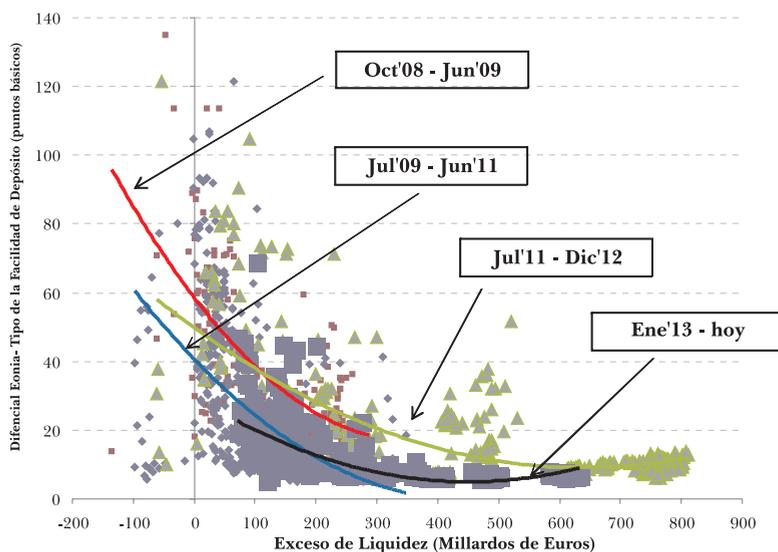
Nótese, sin embargo, que el hecho de que el exceso de liquidez mínimo necesario para mantener el EONIA en un nivel cercano al tipo de la facilidad de depósito vaya reduciéndose a medida que se va reduciendo la fragmentación financiera no evita que, en última instancia (es decir, en el extremo, cuando el exceso de liquidez sea cero), el EONIA tenga que converger con el tipo de referencia. En ese sentido, en el Gráfico 2b puede verse como la curva que relaciona el exceso de liquidez y el EONIA, estimada a través de una función polinomial, se desplaza hacia la derecha precisamente en los momentos de mayor stress (octubre 2008 - junio 2009 y julio 2011- diciembre 2012) y hacia la izquierda a medida que la situación se va normalizando (julio 2009 - junio 2011 y enero 2013 - hoy).

**GRÁFICO 2A. RELACIÓN ENTRE EXCESO DE LIQUIDEZ Y EONIA: 2007-08
PRE-LEHMAN**



Fuente: BCE; GS; cálculos propios.

**GRÁFICO 2B. RELACIÓN ENTRE EXCESO DE LIQUIDEZ Y EONIA,
2008-14 (POST-LEHMAN)**



Fuente: BCE; GS; cálculos propios.



Con estas dinámicas en mente, lo interesante del proceso de normalización financiera es que reduce el coste de intermediación de la banca. Así, mientras el banco que toma prestado lo hace a un tipo (EONIA) inferior al tipo al que se endeudaba antes (tipo de referencia), el banco que presta incrementa el retorno que obtiene en sus préstamos en el interbancario (EONIA) si lo comparamos con la alternativa de depositar esos fondos en el BCE a un tipo que actualmente está en terreno negativo (tipo de la facilidad de depósito). Sin embargo, un efecto colateral de este proceso es que presiona el EONIA al alza, endureciendo las condiciones de financiación de la economía real.

El incremento en el EONIA, desde niveles cercanos al tipo de la facilidad de depósito hasta niveles cercanos al tipo de referencia, en la medida en que venga impulsado por el proceso de normalización financiera, es a lo que el BCE se refiere cuando habla de un tensionamiento «justificado»¹⁰. Por el contrario, cualquier incremento o episodio de volatilidad en el EONIA que no viniera explicado por este proceso (sino por otros factores distintos como, por ejemplo, un contagio procedente del incremento de tipos en los EE.UU., tal y como ocurrió en la primavera del 2013) sería considerado como «injustificado» y obligaría al BCE a actuar.

3.1.4. ORIENTACIÓN DE EXPECTATIVAS

La «orientación de expectativas» (*forward guidance*) fue una de las principales innovaciones en materia de conducción de la política monetaria de 2013. Supuso una clara desviación respecto del principio de «no comprometerse nunca» (*to never pre-commit*) vigente hasta ese momento en las comunicaciones del BCE, y consistió en anunciar que esperaba que los tipos de interés se mantuvieran en los niveles de ese momento o inferiores «durante un prolongado período de tiempo».

Esta medida pretendía ser una forma mejorada de comunicación en un entorno en el que existía poco margen para acometer nuevas rebajas de tipos de interés (*Zero Lower Bound* o ZLB) y, además, la curva de Philips se estaba aplanando. El entorno descrito justificaba, por tanto, la adopción de un tono de política monetaria muy expansivo durante un período más largo del que habría sido el caso con una curva de Philips lineal y con pendiente negativa similar a la anterior a la crisis. Así, mediante el uso de esta medida, el BCE buscaba adaptar las expectativas de los mercados a la nueva coyuntura, evitando que los tipos subieran inmediatamente tras iniciarse el proceso de recuperación.

¹⁰ A medida que los bancos aceleraron el proceso de repago de las LTROs a 3 años desde finales de 2013, se observaron diversos episodios de elevada volatilidad. Especialmente llamativos fueron los episodios registrados en los meses de diciembre de 2013 y, posteriormente, enero, marzo y abril de 2014.

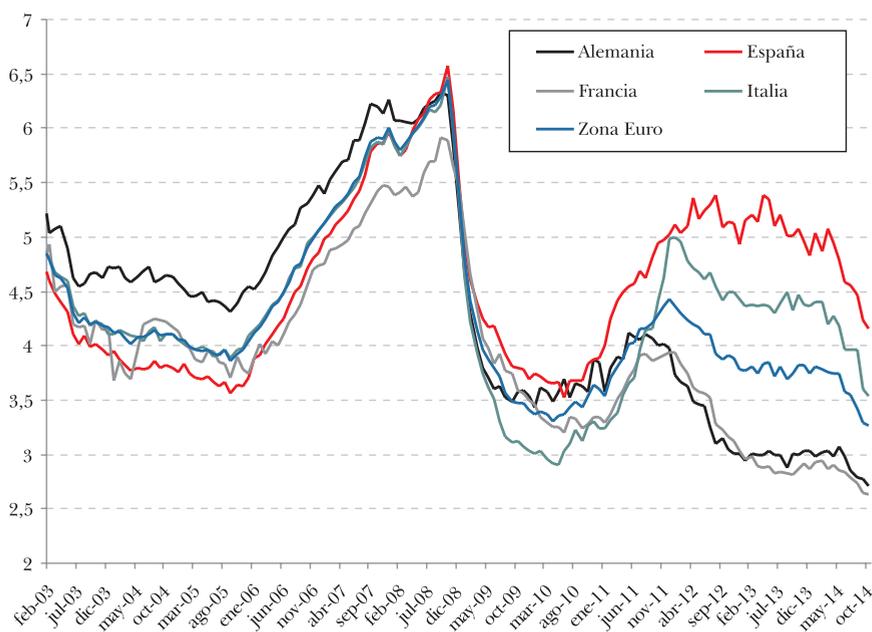


3.2. «BETTER DEEDS THAN WORDS»: ABRIL – SEPTIEMBRE

3.2.1. UNA NUEVA FUNCIÓN DE REACCIÓN

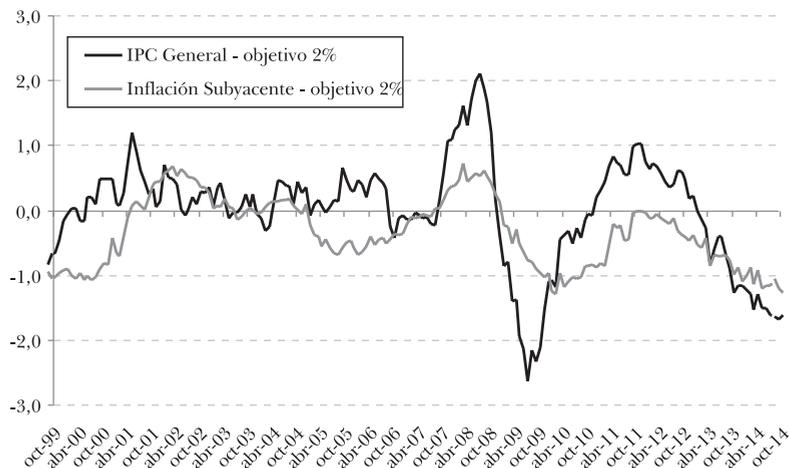
A medida que pasaron los meses, las condiciones de financiación de la economía real seguían sin experimentar grandes mejoras (Gráfico 3), la inflación sorprendía repetidamente a la baja (Gráfico 4), la actividad parecía estancarse (Gráfico 5) y la volatilidad observada en el mercado interbancario resultaba excesiva (Gráfico 6). El incremento de los tipos reales a corto plazo en un entorno de creciente debilidad económica y un mecanismo de transmisión de las decisiones de política monetaria todavía disfuncional resultaba inconsistente con el compromiso del BCE de mantener las condiciones monetarias en terreno (muy) acomodaticio durante un largo período de tiempo.

**GRÁFICO 3. TIPOS DE INTERÉS DE LOS NUEVOS PRÉSTAMOS
A EMPRESAS DE MENOS DE 1 MILL. EUR. (%), 2003-14**



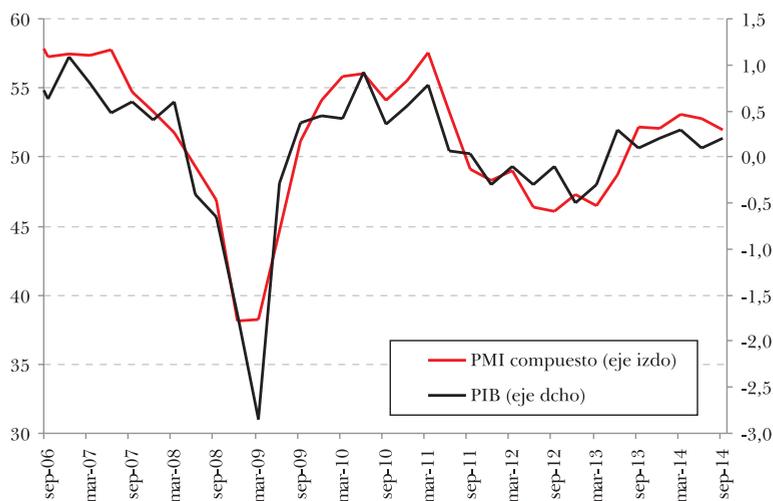
Fuente: BCE.

GRÁFICO 4. DESVIACIÓN RESPECTO DEL OBJETIVO DE INFLACIÓN DIFERENCIAL ENTRE LA INFLACIÓN DE LA EUROZONA Y EL OBJETIVO DE INFLACIÓN DEL BCE (%), 1999-2014



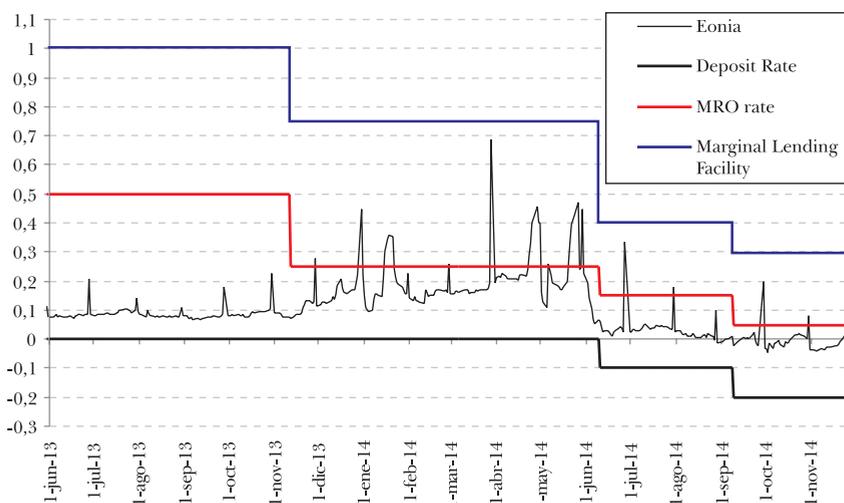
Fuente: Datastream.

GRÁFICO 5. RALENTIZACIÓN DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA ZONA EURO: VARIACIÓN INTERTRIMESTRAL DEL PIB Y EVOLUCIÓN DEL PMI COMPUESTO, 2006-14



Fuente: INE; Markit.

GRÁFICO 6. VOLATILIDAD EN EL EONIA EN LOS PRIMEROS MESES DEL AÑO Y TIPOS DE INTERVENCIÓN, JUN'13 - NOV'14



Fuente: BCE.

Este nuevo contexto, en el que la «orientación de expectativas» se mostraba claramente insuficiente incluso para mitigar la creciente volatilidad del mercado interbancario, obligó al BCE a abandonar la política de «no hacer nada» y empezar a actuar. Al fin y al cabo, los mercados, como las personas en general, tienden a reaccionar más ante los hechos que ante las palabras («*better deeds than words*»). Así, la segunda parte en la que hemos dividido el año 2014 daría comienzo el 24 de abril, momento en el que el BCE elevaría la complejidad de su función de reacción, ligando el uso de instrumentos convencionales y no convencionales específicos a la materialización de tres riesgos principales (Draghi, 2014e):

- En el caso de observarse tensiones injustificadas («*unwarranted tightening*») en el mercado interbancario, el BCE podría intervenir mediante medidas más convencionales, es decir, mediante cambios en el pasillo de tipos.
- En el caso de que se produjera un deterioro adicional («*further impairment*») en el funcionamiento del mecanismo de transmisión de las decisiones de política monetaria a la economía real, particularmente en el canal crediticio, el BCE podría intervenir mediante el lanzamiento de un programa de compras de titulizaciones (ABS) o/y de una o varias Operaciones de Financiación a Largo Plazo con Objetivo Específico (*targeted longer-term refinancing operations* o TLTROs).
- Finalmente, en el caso de que se observara un deterioro en las perspectivas de inflación a medio plazo que pudiera poner en riesgo el objetivo de inflación, el BCE podría lanzar un programa más amplio de compras de activos.

3.2.2. PAQUETE DE MEDIDAS: JUNIO - SEPTIEMBRE

Tras detallar la función de reacción en abril y anunciar en mayo que estaba preparado para actuar, el BCE anunciaría en junio la primera parte de un paquete de medidas tanto convencionales como no convencionales que iría desgranando y complementando en los meses posteriores. El objetivo de dicho paquete de medidas era doble: por una parte, mitigar de forma efectiva la volatilidad en el mercado interbancario, evitando que las tensiones observadas en el EONIA en los primeros meses del año pudieran acabar traducándose en un endurecimiento de las condiciones de financiación de la economía real; y por otra, incentivando la concesión de nuevos préstamos a la economía real como forma de mejorar el mecanismo de transmisión de las decisiones de política monetaria (Cuadro 2).

Cuadro 2: Paquete de Medidas Adoptado entre Junio y Septiembre

1) Cambios en el pasillo de tipos:

- Recorte en el tipo de referencia, del 0,25% de noviembre de 2013 al 0,15% en junio y al 0,05% en septiembre.
- Recorte del tipo de la facilidad de depósito, del 0% de julio 2012 al -0,1% en junio y al -0,2% en septiembre.
- Recorte en el tipo de la facilidad marginal de crédito, del 0,75% de noviembre de 2013 hasta el 0,40% en junio y al 0,30% en septiembre.
- Como resultado implícito de estos tres cambios, mientras que el diferencial entre el tipo de referencia y el tipo de la facilidad de depósito se ha mantenido en los 25 puntos básicos, el diferencial entre el tipo de la facilidad marginal de crédito y el tipo de la facilidad de depósito se ha estrechado de los 75 puntos básicos de noviembre de 2013 a los 50 puntos básicos en junio, haciéndolo simétrico (+/- 25 puntos básicos) alrededor del tipo de referencia.

2) Nuevas inyecciones brutas de liquidez:

- Con efecto inmediato:
 - ✓ Suspensión del programa de esterilización de las compras de títulos de deuda pública realizadas bajo el *Securities Market Program* (SMP) entre mayo de 2010 y febrero de 2012.
- Con efecto diferido, aunque con el objetivo de incrementar el tamaño del balance del BCE en 1 billón de euros hasta los niveles que tenía en marzo de 2012:
 - ✓ Ocho Operaciones de Financiación a Largo Plazo con Objetivo Específico (*targeted longer-term refinancing operations* o TLTROs), las dos



primeras en septiembre y diciembre de 2014, y las seis siguientes con periodicidad trimestral desde el primer trimestre de 2015 hasta el segundo de 2016.

- ✓ Un Programa de compras de activos, incluyendo cédulas hipotecarias (*Covered Bond Purchase Program 3* o CBPP3) y titulizaciones (*Asset-Backed Securities Purchase Program* o ABSPP).

- Con efecto contingente:
 - ✓ Extensión de las Operaciones de Financiación a Largo Plazo (*longer-term refinancing operations* o LTROs) a un plazo de 3 meses hasta diciembre de 2016 lo que, de forma encadenada, podría utilizarse potencialmente como una única LTRO *sin* objetivo específico a 2,5 años o 30 meses.

3.2.2.1. Cambios en el Pasillo de Tipos:

A. Recorte en el tipo de referencia, del 0,25% de noviembre de 2013 al 0,15% en junio y al 0,05% en septiembre

A través de esta medida, se ha reducido no sólo el coste *marginal* de los bancos, facilitándoles la posibilidad de generar capital a lo largo del tiempo, sino también el coste *medio* de aquellos bancos con saldos vivos de las dos LTROs a 3 años de noviembre de 2011 y febrero de 2012. Asimismo, como el tipo de referencia actúa como techo efectivo del pasillo de tipos en un entorno de FRFA, este recorte también ha ayudado a reducir la volatilidad en el EONIA¹¹.

B. Recorte del tipo de la facilidad de depósito hasta terreno negativo, del 0% de julio 2012 al -0,1% en junio y al -0,2% en septiembre

Aunque adoptada con anterioridad por otros bancos centrales, como el danés o el sueco, el BCE ha sido el primer gran banco central que ha introducido el uso de tipos negativos. Sin embargo, a diferencia de los casos anteriores, el objetivo último de esta medida ha sido la de ayudar a reducir la fragmentación del mercado interbancario, incentivando que los bancos con exceso de liquidez, mayoritariamente residentes en los países del núcleo, reduzcan sus depósitos en el BCE e incrementen los préstamos a los bancos con necesidades de liquidez, mayoritariamente residentes en los países de la periferia. En este sentido, el impacto de esta medida, que será mayor (menor) cuanto mayor (menor) sea el exceso de liquidez del sistema, está siendo doble: de una parte, se

¹¹ Nótese que, aunque no se estrecha el pasillo efectivo de tipos, existen rigideces importantes a la posibilidad de que el EONIA pueda negociarse permanentemente muy por debajo del 0%.



ha reducido el volumen de fondos depositados en el BCE; y de otra, se está incrementado la velocidad del dinero e, indirectamente, ejerciendo una presión adicional a la baja sobre el tipo de cambio.

En todo caso, el recorte del tipo de referencia obligaba ya al BCE a efectuar un recorte de, al menos, la misma magnitud en el tipo de la facilidad de depósito. Al fin y al cabo, el diferencial entre ambos tipos representa el coste de intermediación (*bid-ask spread*) del BCE y, por tanto, una reducción del mismo habría ejercido un efecto expulsión sobre la actividad privada, consiguiendo el efecto contrario al que realmente se quería alcanzar.

Es cierto, sin embargo, que los bancos podrían arbitrar esta medida y dejarla sin efecto si optaran por acumular monedas y billetes en metálico en lugar de pagar el «impuesto» asociado a dejar el dinero depositado en el BCE. Sin embargo, para que esto fuera posible, el coste de tener monedas y billetes en metálico debería ser cero, lo que, en realidad, no ocurre. Según cálculos de Nielsen y Pill (2014), dicho coste variará entre el 1% y el 0,5% dependiendo de si el exceso de liquidez es mucho o poco, por lo que no sólo no parece que esta medida vaya a incentivar la acumulación de dinero en metálico por parte de la banca europea sino que, de hecho, podría existir cierto margen (teórico) para que el BCE anunciara nuevos recortes en este tipo.

C. Recorte del tipo de la facilidad marginal de crédito, del 0,75% de noviembre de 2013 hasta el 0,40% en junio y al 0,30% en septiembre

La introducción del FRFA ha reducido la importancia práctica de la facilidad marginal de crédito en la medida en que los bancos son capaces de captar toda la liquidez que necesitan a través de las operaciones principales de refinanciación. De ahí que, sólo en contadas excepciones que probablemente reflejen problemas de liquidez en determinadas instituciones, veamos el EONIA llegar hasta el tipo de esta facilidad.

Dicho esto, el recorte de este tipo ha sido mayor que los de los otros, estrechándose, como resultado, el pasillo «clásico» de tipos desde los 75 puntos básicos que había desde noviembre de 2013 hasta los 50 puntos básicos que hay desde el mes de junio. Sin embargo, más importante que el estrechamiento del pasillo *per se* es, quizás, el hecho de que este haya vuelto a ser simétrico (+/- 25 puntos básicos alrededor del tipo de referencia), lo que prepara el terreno para la progresiva normalización del marco operacional del BCE.

3.2.2.2. Nuevas Inyecciones Brutas de Liquidez

A. Suspensión de las Operaciones de Esterilización del SMP

En el momento en el que fue anunciada esta medida, la cartera de títulos de deuda pública europea que el BCE había adquirido entre 2010 y 2012 en el marco de este programa ascendía a los 164.000 millones de euros y tenía un vencimiento medio ligera-



mente por debajo de los 3 años. Así, aunque no supuso un incremento en el balance del BCE, la suspensión de las operaciones de esterilización de dichas compras de activos sirvieron para incrementar inmediatamente el exceso de liquidez del sistema en unos 120.000 millones de euros¹², contribuyendo así, junto con el resto de medidas adoptadas, a mitigar la volatilidad en el mercado interbancario y a devolver al EONIA a niveles cercanos al 0%.

B. Operaciones de Financiación a Largo Plazo con Objetivo Específico (TLTROs)

Aunque el impacto del lanzamiento del programa de Compras Monetarias al Contado (OMT) en el verano de 2012 ha permitido la eliminación del riesgo de redenominación en la Eurozona y, en consecuencia, ha impulsado la reducción sustancial de los costes de financiación de Gobiernos, bancos y grandes empresas, estas mejoras no han acabado de trasladarse totalmente a la economía real ni se han traducido, por tanto, en nuevas decisiones de consumo por parte de las familias ni de inversión productiva por parte de las empresas.

Por ello, como forma de incentivar que los bancos incrementen el volumen de crédito concedido a la economía real, principalmente a familias y a empresas de menor tamaño, el BCE anunció también el lanzamiento de ocho subastas de liquidez a lo largo de los próximos dos años en las que facilitará financiación a plazo, potencialmente hasta 4 años, y muy barata, al tipo de referencia más 10 puntos básicos, a cambio de que los bancos que quieran beneficiarse de dichas condiciones incrementen el volumen de préstamos concedidos a la economía real.

Detalles de Funcionamiento:

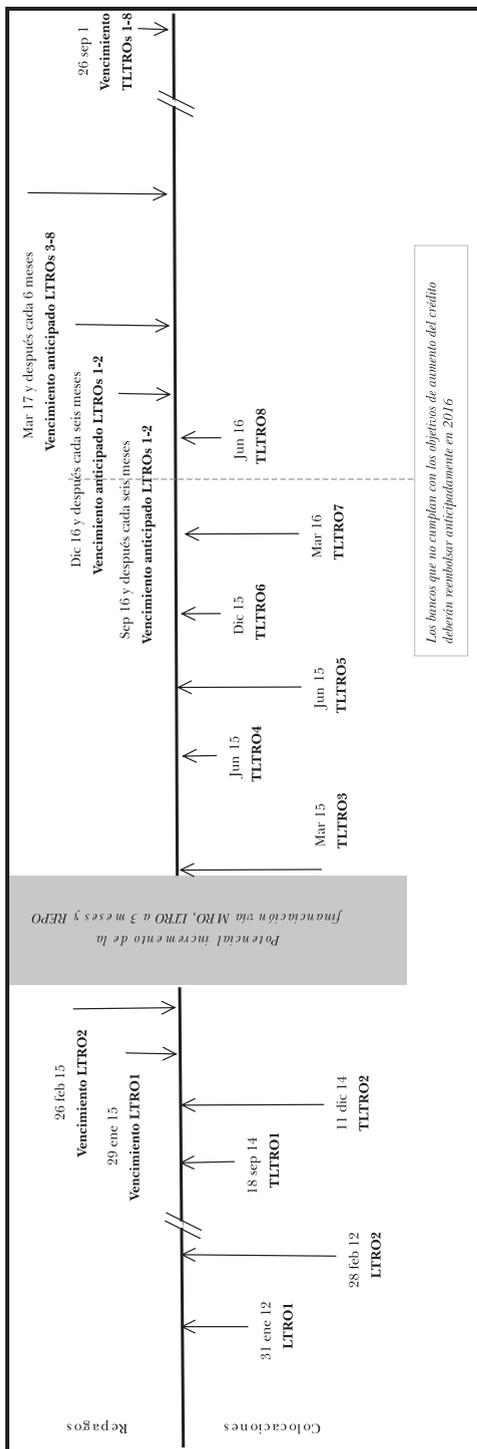
- Inicialmente se celebrarán dos subastas, una en septiembre y otra en diciembre de 2014, en las que las entidades podrán solicitar hasta un 7% del saldo vivo de crédito a sociedades no financieras y familias que tenían a finales del mes de abril, excluido el crédito para la adquisición de vivienda. Con datos del BCE, el volumen máximo que los bancos de la Eurozona podrían solicitar en estas dos subastas ascendería a los 400.000 millones de euros.
- Después, habrá seis subastas trimestrales, empezando en el primer trimestre de 2015 y finalizando en el segundo trimestre de 2016, en las que las entidades podrán solicitar cantidades equivalentes al triple del incremento del crédito respecto de su valor de referencia. A estos efectos, se establecen dos referencias, dependiendo de si la entidad en cuestión venía reduciendo el crédito o lo estaba incrementando.
 - a) Para las entidades que incrementaron el crédito al sector privado, excluyendo el crédito para la adquisición de vivienda, en los doce meses anteriores a abril

¹² La razón por la que el incremento del exceso de liquidez difiere del tamaño de la cartera es debido a que en las semanas inmediatamente anteriores al anuncio de esta medida, el BCE había sido incapaz de absorber toda la liquidez que quería.



- de 2014, la referencia es cero, es decir, cualquier incremento del crédito será computado y por lo tanto susceptible de solicitarse dicha cantidad multiplicada por tres.
- b) Para las que lo disminuyeron en ese mismo período, el primer año la referencia será el ritmo de disminución que registraron en ese período, de modo que si disminuyen el crédito en menor cuantía (o si lo aumentan) la cifra a multiplicar por tres será la diferencia entre el nivel de crédito que hubiera existido de continuar el mismo ritmo de desapalancamiento y el saldo efectivamente observado; por el contrario, el segundo año ya no habrá este tratamiento diferencial y la referencia será cero al igual que en el primer caso.
- En principio todas las operaciones vencerán en septiembre de 2018. Sin embargo, y para que el incentivo a prestar sea todavía mayor, se establece la devolución anticipada de todas las cantidades en septiembre de 2016 en el caso de que el saldo a abril de ese año sea inferior al saldo registrado dos años antes. Por tanto, las TLTROs pueden entenderse como, *de facto*, LTROs a 2 años sin objetivo específico con el potencial de renovarse por otros 2 años si se cumplen con los criterios especificados de concesión de préstamos al sector privado.
 - El tipo de interés es fijo y se calcula como el tipo de interés de las operaciones principales de refinanciación en el momento de la subasta más 10 puntos básicos.

GRÁFICO 7. TLTROS 2014-18: CALENDARIO



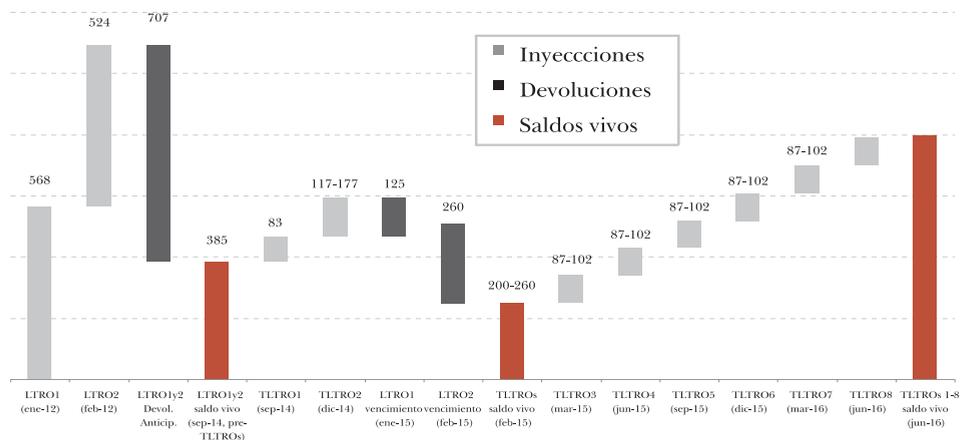
Fuente: GS.

Impacto potencial:

De acuerdo a cálculos de Goldman Sachs para el conjunto de la Eurozona¹³:

- En las dos primeras subastas de septiembre y diciembre de 2014, asumiendo una participación del 90% entre los bancos de los países de la periferia y de un 25-50% entre los bancos de los países del núcleo, se estima que el volumen finalmente captado por los bancos europeos se encuentre en un rango de unos 200-260.000 millones de euros, lo que representaría un 50-65% de los 400.000 millones de euros posibles.
- En las seis subastas trimestrales que tendrán lugar entre el primer trimestre de 2015 y el segundo de 2016, con las mismas hipótesis de participación que en el caso anterior y un crecimiento de la cartera de préstamos elegibles del 0-1% anual, se estima que el volumen finalmente captado por los bancos europeos se encuentre en un rango de 520-610.000 millones de euros.
- En total, por tanto, teniendo en cuenta las ocho subastas, desde septiembre de 2014 hasta el segundo trimestre de 2016, la inyección bruta que realizará el BCE se estima en unos 720-870.000 millones de euros.

**GRÁFICO 8. TLTROS 2014-18: PREVISIONES DE GS
TLTROS 2014-16: INYECCIÓN BRUTA DE LIQUIDEZ**



Fuente: GS.

Comentarios Adicionales:

Tal y como está diseñado, y teniendo en cuenta la situación de liquidez actual en los mercados financieros, lo más probable es que las TLTROs tengan tres efectos principales: en primer lugar, una reducción del coste marginal de financiación de los bancos participantes¹⁴; en

¹³ Véase Neuez et al (2014).

¹⁴ Pero también de los que no participen, a la vista del impacto que las medidas adoptadas por el BCE están teniendo sobre las condiciones de financiación del mercado (el CDS a 5 años de la banca europea se ha reducido en unos 20 puntos básicos entre junio y noviembre).



segundo lugar, un efecto sustitución de pasivos en la medida en que las TLTROs reemplacen a otras fuentes de financiación (de mercado) de la banca sin necesariamente tener impacto alguno sobre el activo¹⁵; y en tercer lugar, menores tipos de interés en los nuevos préstamos que se concedan¹⁶.

Existe, sin embargo, un riesgo no desdeñable de que la utilización de las TLTROs sea inferior a lo esperado. De hecho, la baja utilización observada en la primera subasta de septiembre apuntaría en ese mismo sentido¹⁷. Hay cuatro razones principales por las que esto podría pasar: en primer lugar, porque las condiciones de financiación de mercado ya son muy favorables y, a diferencia de lo que ocurría a finales de 2011, los bancos no tienen problemas de liquidez; en segundo lugar, porque, a excepción de España y Portugal, no se observan crecimientos importantes en la demanda de crédito en la Eurozona; en tercer lugar, por la posibilidad de que, al igual que ya ocurrió con los bancos que acudieron a las LTROs a 3 años de 2011 y 2012¹⁸, se acabe estigmatizando en algún momento futuro a los que acudan a estas nuevas subastas; y en cuarto lugar, porque, tal y como ha ocurrido con el programa de Financiación para Préstamos (*Funding for Lending* o FLS) del Reino Unido, es probable que los bancos utilicen esta medida como un seguro, es decir, acudiendo a él sólo si las condiciones de financiación del mercado se deteriorasen.

C. Programa de Compras de Activos – Cédulas Hipotecarias y Titulizaciones:

El deterioro que las expectativas de inflación registraron a lo largo del mes de agosto de 2014 (Gráfico 9), así como la baja participación que se esperaba en la primera TLTRO, obligó al BCE a complementar las medidas anunciadas en junio con un programa de compras de activos privados, incluyendo inicialmente cédulas hipotecarias y titulizaciones.

¹⁵ Según Ángel Cano (BBVA), las TLTROs no serán un revulsivo para estimular el crédito y «en el corto plazo, serán sustitución de otras fuentes de financiación» (Expansión, 2014).

¹⁶ No en vano, los tipos de interés de los nuevos préstamos de menos de 1 millón de euros, proxy habitual de nuevos préstamos a PYMEs, se han reducido en unos 30 puntos básicos desde el mes de junio, siendo la reducción algo menor (unos 20 puntos básicos) en Francia y Alemania, y algo mayor (unos 40 puntos básicos) en España e Italia. De hecho, esta reducción es más intensa en los préstamos con un plazo de entre 1 y 5 años, lo que coincide con el plazo de las TLTROs, observándose una inversión de la curva que ha sido especialmente acusada a partir del mes de junio.

¹⁷ En la primera TLTRO (septiembre) se adjudicaron fondos por valor de unos 82.600 millones de euros, lo que apenas llegaba al 31% de la demanda esperada de fondos por parte del mercado.

¹⁸ Véase, por ejemplo, FT (2013c).

GRÁFICO 9. DETERIORO DE LAS EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN DE LA ZONA EURO, 2011-14



Fuente: Datastream; Reuters.

Detalles de Funcionamiento:

- La determinación de los activos elegibles a efectos de este programa se rige por el sistema de activos de garantía (*collateral framework*) del Eurosistema. Además, para poder dar cabida a los activos de Grecia y Chipre, que hasta el momento no se admitían, se han introducido algunos ajustes con medidas específicas de mitigación del riesgo.
- Las primeras compras de cédulas hipotecarias se iniciaron a mediados del mes de octubre, mientras que las compras de titulizaciones no comenzaron hasta finales del mes de noviembre. La duración del programa de compra de activos durará hasta, al menos, junio de 2016.
- Las compras podrán llevarse a cabo tanto en el mercado primario como en el secundario, lo que abre la puerta a que sean inversores institucionales los principales beneficiados por esta medida, ya que podrían venderle al BCE parte de los activos que tuvieran en cartera, lo que les permitiría incrementar su capacidad para absorber nuevas emisiones futuras en esos dos mercados.
- Las compras no podrán representar más del 70% de cada emisión (30% en el caso de Grecia y Chipre). En todo caso, el BCE ha anunciado que, para evitar que pueda haber distorsiones en las valoraciones de estos activos así como problemas de liquidez y funcionamiento en los mercados donde estos se negocian, las compras no será agresivas (Global Capital, 2014), por lo que deberíamos esperar cuotas mucho más bajas, probablemente en el entorno del 20% observado en los programas de compras de activos anteriores (CBPP1 y CBPP2).



- En el caso de las titulizaciones, además de comprar el tramo senior, el BCE también podrá comprar el tramo *mezzanine* siempre y cuando este cuente con garantías estatales¹⁹. De todas las medidas anunciadas desde junio, probablemente esta, en la medida en que es la única que ofrece la posibilidad de que la banca pueda liberar capital, podría traducirse en un incremento de la oferta de crédito por encima del que de todas formas se habría producido. Sin embargo, la falta de acuerdo dentro del mismo Consejo de Gobierno del BCE, así como la oposición explícita de algunos Gobiernos²⁰, está aplazando la publicación de los detalles de dicha medida. En todo caso, y en ausencia de garantías estatales, el único vehículo que podría jugar un papel aquí sería el Fondo Europeo de Inversiones (FEI), especialmente en el marco de la llamada «Iniciativa PYME», pero su pequeño tamaño hace que esta medida sea irrelevante a efectos macroeconómicos para la economía europea en su conjunto.
- En general, el programa de compras de activos privados es más ambicioso que los dos anteriores por tres razones principales: es ilimitado, mientras que los anteriores estaban limitados *ex ante*; el abanico de activos elegibles es más amplio que en los casos anteriores, entre otras razones porque no se impone plazo residual mínimo a los activos que se vayan a comprar; y tiene una mayor duración, de dos años, frente a un año de duración en los casos anteriores.

¹⁹ Algunos miembros del Consejo de Gobierno del BCE han sugerido que dichas garantías sean proporcionadas por los Gobiernos nacionales (véase, por ejemplo, Constancio, 2014a). Sin embargo, también se ha sugerido la posibilidad de que dichas garantías puedan ser concedidas por bancos nacionales o supranacionales de desarrollo (Couré, 2014).

²⁰ Véase Reuters (2014b).



TABLA 1. COMPARATIVA CON LOS PROGRAMAS DE COMPRA DE ACTIVOS ANTERIORES

	CBP1	CBP2	CBPP3	ABSP3
Anuncio	Mayo 2009	Octubre 2011	Junio-octubre 2014	Junio-octubre 2014
Duración	12 meses (Julio 09-Julio 10)	12 meses (Nov-11-Oct 12)	Como mínimo 2 años	Como mínimo 2 años
Volumen objetivo	60.000 mill. €	40.000 mill. €		
Compras efectivas	60.000 mill. €	16.400 mill. €		
Mercado primario /secundario	Mercado primario: 27%	Mercado primario: 37%		
	Mercado secundario: 73%	Mercado secundario: 63%		
Tipo de compras	Compra directa	Compra directa	Compra directa por el BCE y los Bancos Centrales Nacionales	Compra directa
Divisa	EUR	EUR	EUR	EUR
Países	Zona Euro	Zona Euro	Emitidas por entidades de crédito del área euro (o vehículos de la zona euro para cédulas con varios emisores)	Residencia del emisor en zona euro
Elegible como repo BCE	Sí	Sí	Sí, requerido	Sí, requerido
Cumplimiento UCITS	Sí	Sí	Sí	n/a
Tamaño mínimo	Como norma general, 500.000€(en cualquier caso no por debajo de 100.000€)	300.000 €	No especificado	No especificado
Rating mínimo	Como norma general, al menos AA de alguna de las 4 principales agencias (y en cualquier caso, nunca por debajo de BBB-/Baa3)	Al menos BBB- por una de las cuatro principales agencias	Al menos CQS3/BBB- como mejor rating	Al menos CQS3/BBB- como segundo mejor rating
Máximo vencimiento residual	10,5 años	10,5 años	No especificado	No especificado
Colateral	Exposiciones sobre el sector público y/o privado	Exposiciones sobre el sector público y/o privado	Exposiciones sobre el sector público y/o privado	Créditos sobre entidades del sector privado no financiero, existentes o originadas, de las que el 95% deberán ser en euros y el 95% sobre residentes en el área euro
Condiciones especiales para Grecia y Chipre donde el rating es inferior a CQS3	no aplica	no aplica	Rating mínimo el máximo alcanzable en la jurisdicción Reporte mensual del <i>pool</i> OC mínimo del 25% Mínimo 95% de créditos denominados en euros o coberturas de divisa con contraparte BBB- o mejor Créditos sobre deudores en el área euro	Segundo mejor rating alcanzable en la jurisdicción CE mínimo el 25% Modelos y formularios del inversor en herramientas de terceros (como para elegibilidad del BCE) Todas las contrapartes al menos BBB- Existencia de servicio de <i>back-up</i>
Límite sobre el total	no aplica	no aplica	Incluido	Incluido, con participación de otros inversores de mercado
Emisiones retenidas	No permitido	No permitido	Incluido	Estrechamiento de diferenciales desde el anuncio
Impacto	Estrechamiento de los diferenciales desde su anuncio	Impacto limitado en diferenciales, eclipsado por la crisis de deuda soberana; el BCE abandonó las compras varios meses antes del fin oficial del programa	Estrechamiento de diferenciales desde el anuncio	Estrechamiento de diferenciales desde el anuncio

Fuente: HSBC.



Impacto potencial:

De acuerdo a datos proporcionados por el BCE, el volumen total de activos elegibles efectos de las compras a efectuar en el marco del programa de compras de cédulas hipotecarias (CBPP3) y del de titulaciones (ABSPP) ascendería a 1 billón de euros, el 60% en cédulas hipotecarias y el 40% restante en titulaciones (Constancio, 2014b)²¹. De estos, Barclays estima un volumen máximo de compras de unos 50.000 millones en cédulas hipotecarias en un horizonte de 2 años²² y de unos 50-70.000 millones en titulaciones en un horizonte de 1 año²³, es decir, de unos 150-190.000 millones entre los dos programas hasta 2016²⁴.

D. Extensión de las LTROs a 3 meses hasta, al menos, diciembre de 2016:

Además de las medidas de inyección de liquidez anteriores, el BCE también anunció en junio que mantendría las Operaciones de Financiación a Largo Plazo (*longer-term refinancing operations* o LTROs) a un plazo de 3 meses hasta diciembre de 2016 lo que, de forma encadenada, podría utilizarse, *de facto*, como una única LTRO *sin* objetivo específico a un plazo máximo de 2,5 años.

Sin embargo, a diferencia de las anteriores medidas, la finalidad de esta no es la de mejorar el funcionamiento del canal crediticio sino la de proporcionar a los bancos un seguro al que puedan acudir para obtener liquidez a corto plazo, contra colateral que sea elegible, en caso de necesitarla.

3.2.2.3. Impacto Conjunto del Paquete de Medidas

Impacto sobre el Balance del BCE:

La combinación de las TLTROs 2014-16 (720-870.000 millones), de las compras de cédulas hipotecarias (50.000) y de las compras de titulaciones (100-140.000) debería traducirse en una inyección bruta de liquidez en el sistema que se situaría entre los 870.000 millones y el billón de euros en un horizonte de 2 años. Sin embargo, si le restamos determinados activos que el BCE tiene en balance y que irán venciendo a lo largo de este mismo período (unos 500.000 millones de las LTROs 2011-12, CBPP1, CBPP2 y SMP), la inyección de liquidez neta se quedaría en un rango de 370-560.000 millones, lo que se quedaría lejos del objetivo anunciado por el BCE.

²¹ Esta cantidad es significativamente inferior al stock de cédulas hipotecarias y titulaciones elegibles a efectos de las operaciones de refinanciación del BCE. Con datos del tercer trimestre de 2014, habría alrededor de 1,5 billones en cédulas hipotecarias elegibles y unos 700.000 millones en titulaciones elegibles, de los que estarían siendo utilizados actualmente como colateral unos 350.000 y 300.000 millones, respectivamente.

²² Engelhard y Haiju (2014a y 2014b).

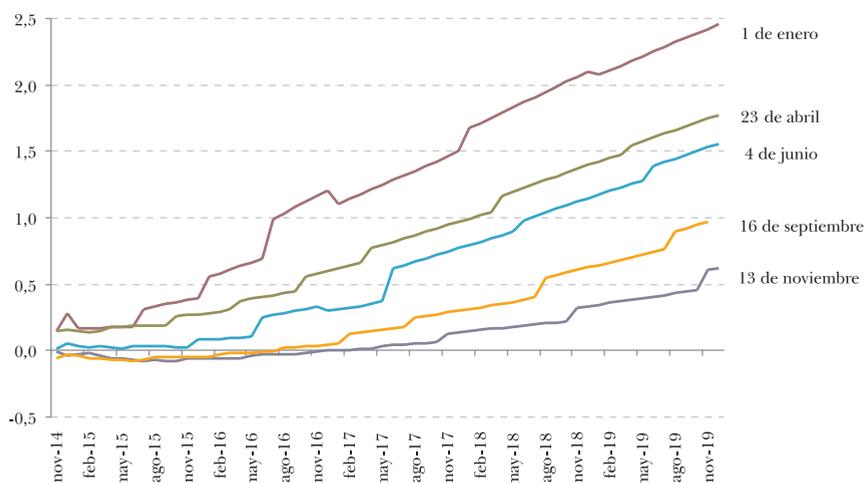
²³ Aufsatz y Mehta (2014) y Aufsatz et al (2014).

²⁴ A fecha de 28 de noviembre de 2014, el BCE habría comprado 17.800 millones en cédulas hipotecarias durante las primeras seis semanas de vigencia del CBPP3 (unos 3.000 millones por semana) y 368 millones en titulaciones durante la primera semana de vigencia del ABSPP.

Impacto sobre las Condiciones de Mercado:

En primer lugar, estas medidas aseguran que los tipos nominales se mantengan en niveles históricamente bajos tanto a corto plazo (por impacto del recorte en el tipo de referencia así como del tipo negativo en la facilidad de depósito) como también a medio plazo (por impacto de la menor volatilidad de los tipos a corto así como de las inyecciones inmediatas y esperadas de liquidez). El resultado está siendo un aplanamiento de la curva de tipos, hasta el punto de que las expectativas del mercado anticipan tipos negativos a 1 día hasta la segunda mitad de 2016 (Gráfico 10).

**GRÁFICO 10. CAÍDA SUSTANCIAL DE LAS EXPECTATIVAS DE TIPOS
EUROZONA: EXPECTATIVAS DE TIPOS A CORTO PLAZO**



Fuente: Bloomberg.

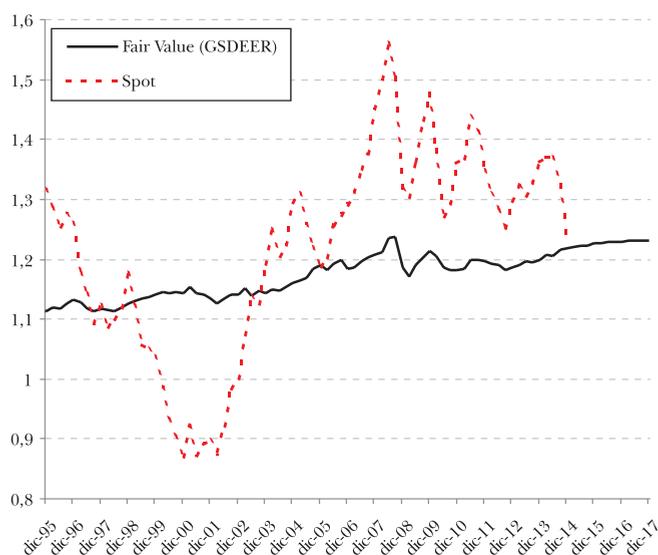
En segundo lugar, se reduce la fragmentación financiera dentro de la Eurozona, ya que el paquete introduce incentivos (especialmente el tipo negativo en la facilidad de depósito) para que los bancos residentes en los países del núcleo de la Eurozona incrementen los préstamos en el mercado interbancario a los bancos residentes en los países de la periferia.

En tercer lugar, al incorporar medidas de inyección de liquidez inmediatas (suspensión de la esterilización de las compras de deuda pública realizadas en el marco del SMP) y esperadas (TLTROs 2014-16 y compras de activos), el BCE cumple con el compromiso de mantener el tono muy acomodaticio de la política monetaria durante mucho tiempo, lo cual es especialmente importante en el caso de países que, como buena parte de la Eurozona, tienen una elevada capacidad ociosa. Asimismo, mediante el anuncio de medidas contingentes (mantenimiento del FRFA y de las LTROs a 3 meses hasta, al menos, diciembre de 2016, así como la disposición de adoptar nuevas medidas, convencionales y no convencionales, si fuera necesario), el BCE también estaría mitigando el posible impacto de shocks externos derivados tanto de la estrategia de salida de la Reserva Federal en los EE.UU. como de nuevas turbulencias en los mercados emergentes.

En cuarto lugar, el incremento en el balance del BCE debería traducirse también en un repunte de los precios. De hecho, parece que las simulaciones llevadas a cabo por el BCE sugerirían que un programa de compras de activos de 1 billón de euros, en línea con el objetivo de incremento de balance anunciado en septiembre, podría incrementar la inflación entre 3 y 8 décimas en un año, dependiendo del modelo utilizado²⁵.

En quinto lugar, se favorece también la depreciación del euro frente al Dólar (Gráfico 11). La creciente divergencia entre los tonos de política monetaria de los EE.UU. y de la Eurozona, impulsados a su vez por la creciente divergencia de los ciclos económicos en ambas regiones, debería traducirse en un euro mucho más débil no sólo en el corto sino también en el medio plazo.

**GRÁFICO 11. EL EURO SE APROXIMA A SU VALOR DE EQUILIBRIO
EUR/USD: SPOT VS 'FAIR VALUE' (GSDEER)**



Fuente: Datastream; GS.

Este último es, de hecho, el principal objetivo que parece perseguir el BCE. En este sentido, aunque el BCE ha justificado el lanzamiento de este paquete de medidas sobre la base de intentar impulsar la concesión de crédito a la economía real (*credit easing*), la realidad es que el hecho de que las condiciones de financiación en el mercado sean extremadamente favorables y de que el paquete de medidas no incluya ninguna acción orientada a proporcionar una liberación relevante de capital, hace que sea difícil esperar que los bancos vayan a incrementar el crédito a la economía real más allá del crédito que ya habrían concedido

²⁵ Reuters (2014a).



en todo caso. Sin embargo, el hecho de que, pese a ello, el BCE quiera, a través de las medidas anunciadas, incrementar el tamaño de su balance hasta los 3 billones de euros nos hace pensar que lo que realmente está persiguiendo es la depreciación del euro²⁶.

No en vano, la depreciación del euro debería tener efectos visibles positivos tanto sobre la actividad, vía exportaciones, como de la inflación, vía precios importados. Así, según los cálculos de la OCDE, una depreciación del euro de un 10% incrementaría la inflación en 3 décimas el primer año y hasta en 1 punto porcentual a partir del tercer año posterior shock, mientras que el impacto sobre el PIB sería mucho mayor, de 0,7 puntos porcentuales el primer año y hasta 1,5-2 puntos porcentuales a partir del tercer año posterior a shock²⁷.

3.3. RETOS PENDIENTES Y LOS LÍMITES DE LA POLÍTICA MONETARIA

Finalmente, la tercera parte en la que hemos dividido al año 2014, en las llevaríamos inmersos desde el mes de octubre, pivotaría sobre dos elementos principales. En primer lugar, por la incapacidad del BCE para incrementar el tamaño de su balance de forma sustancial con las medidas anunciadas hasta la fecha (mediados de noviembre), lo que muy probablemente le obligará a ampliar –entre finales de 2014 y principios de 2015- el número de activos que estará dispuesto a comprar. Y por otra, por la creciente evidencia de que la debilidad de la evolución del crédito a empresas y, más en general, de la inversión empresarial en la Eurozona no deriva tanto de posibles problemas de oferta, a los que se restringe –por definición- la capacidad de actuación del BCE, sino de problemas de demanda probablemente asociados a un menor potencial de crecimiento y competitividad en la región.

3.3.1. FUTURA AMPLIACIÓN DEL PROGRAMA DE COMPRAS DE ACTIVOS

Nuevos Activos:

A la vista del debilitamiento de la actividad en la Eurozona, de las nuevas presiones a la baja sobre la inflación como consecuencia de la caída de los precios de la energía y de las materias primas a escala global, y de las dificultades técnicas para que, mediante las medidas anunciadas hasta el momento, su balance pueda incrementarse en alrededor de un billón de euros en términos netos, es cada vez más probable que el BCE acabe adoptando nuevas medidas. De hecho, así ha anunciado que lo hará en el caso de que o bien las que están siendo implementadas no sean suficientes para alcanzar los objetivos anunciados o bien se produzca un deterioro adicional en las expectativas de inflación (Draghi, 2014l y 2014m).

²⁶ Evidentemente, este no es un objetivo que el BCE pueda anunciar pública ni explícitamente, ya no sólo por quedar las intervenciones sobre el tipo de cambio fuera de su mandato sino, más en general, por las reacciones que esto podría generar en otros bancos centrales y gobiernos, especialmente tras el acuerdo alcanzado recientemente en el marco del G-20 (FT, 2013a).

²⁷ Véase Hervé et al (2010).



Respecto a la primera de las contingencias, es decir, que las medidas anunciadas no sean suficientes, no sólo nuestras estimaciones apuntan en esa misma dirección sino que el propio BCE ya ha dicho que los riesgos están sesgados a la baja, razón por la que ya están trabajando en el diseño de las nuevas medidas no convencionales (Draghi, 2014l). En esta situación, las nuevas acciones del BCE pasarían bien por introducir incentivos que ayudaran a maximizar el impacto de las medidas ya lanzadas, bien por ampliar el abanico de activos de su programa de compras. En el primer caso, lo más fácil para el BCE sería eliminar la prima de 10 puntos básicos que, sobre el tipo de referencia, representa el coste de financiación de las TLTROs. Así, al reducir el coste marginal de financiación de los bancos que acudieran a dichas subastas (de los 15 puntos básicos actuales hasta los 5 puntos básicos), se podría incrementar el uso de esta facilidad en el futuro. En el segundo caso, el BCE podría incluir en su programa de compras otros activos tales como bonos corporativos o bonos emitidos por agencias europeas, tanto supranacionales como nacionales, lo que podría añadir otros 265-365.000 millones de euros²⁸, haciendo que el tamaño total del programa pudiera alcanzar los 635-925.000 millones en un horizonte de dos años.

Sin embargo, en el caso de la segunda de las contingencias comentadas, es decir, que se produjera un deterioro adicional de las expectativas de inflación, el BCE tendría que «incrementar la presión y ampliar los canales a través de los que intervenimos, alterando el tamaño, ritmo y composición de nuestras compras» (Draghi, 2014m). En esta situación, el único tipo de activo suficientemente líquido como para que el BCE pudiera incrementar el tamaño y la velocidad de sus compras sería la deuda pública.

De lanzar un programa de compras de deuda pública en la Eurozona, llamado de Flexibilización Cuantitativa (*Quantitative Easing* o QE), es probable que el tamaño del mismo fuera similar al de experiencias anteriores en los EE.UU., el Reino Unido y Japón, esto es, un 20% del stock en 3-4 años. Así, dado que el stock de deuda pública en la Eurozona ronda los 7 billones de euros²⁹, el BCE podría comprar unos 350-500.000 millones al año, es decir, entre 700.000 millones y 1 billón de euros en dos años. Conjuntamente con los 370-560.000 millones que estimamos será el impacto neto de las medidas anunciadas hasta la fecha, el lanzamiento de un programa de QE tendría el potencial de incrementar el balance del BCE en 1-1,5 billones de euros en dos años.

Si esto no fuera suficiente y el BCE quisiera alcanzar el objetivo anunciado de tamaño de balance en un solo año, en lugar de en dos, sería necesario que combinara las compras de deuda pública con compras de activos privados y cuasi-públicos. Así, a partir de los cálculos anteriores, incluyendo bonos corporativos, bonos emitidos por agencias europeas, tanto supranacionales como nacionales, y deuda soberana, lo que se sumaría a las medidas ya adoptadas, el BCE podría incrementar el tamaño de su balance en unos 700-900.000 millones en un solo año.

²⁸ Según datos del BCE, el stock de bonos corporativos elegibles a efectos de sus operaciones de refinanciación rondaría los 1,4 billones de euros a finales del tercer trimestre de 2014. Por su parte, ABN AMRO estima que el stock total de títulos a medio y largo plazo emitidos por organismos supranacionales (ESM, EFSF, EIB) y agencias nacionales (KfW, ICO, etc) estarían, respectivamente, en los 550.000 y los 750.000 millones (Liu, 2014). Si asumimos que el volumen y ritmo de compras de estos activos estaría en línea con los de los programas de *Quantitative Easing* de los EE.UU., el Reino Unido y Japón (20% del stock en 3-4 años), entonces el BCE podría comprar unos 265-365.000 millones en dos años.

²⁹ Garzarelli et al (2014).

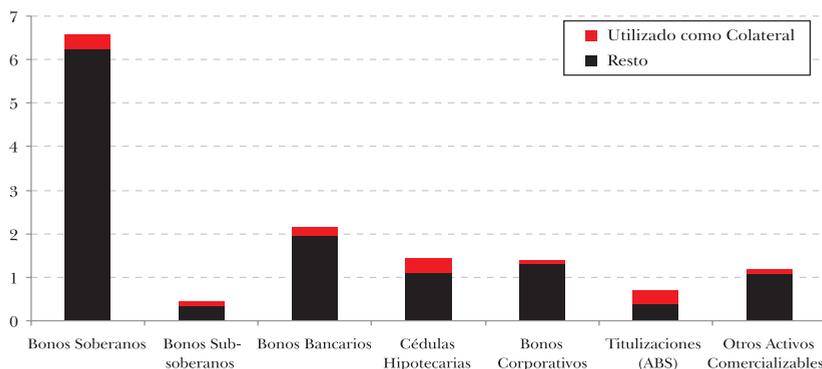
TABLA 2. COMPRAS DE ACTIVOS EN LA EUROZONA

(Millardos de euros)	Sept'2014	2014-15	2016	Total 2014-16
Inyecciones Brutas de Liquidez				
Medidas anunciadas (hasta med. noviembre)				
TLTROs 2014-16		550-670	170-200	720-870
CBPP3		25	25	50
ABSPP		50-70	50-70	100-140
Total		625-765	245-295	870-1060
Bonos Corporativos		70-95	70-95	140-190
Bonos de Agencias Supranacionales		25-37,5	25-37,5	50-75
Bonos de Agencias Nacionales		37,5-50	37,5-50	75-100
Deuda pública (QE)		350-460	350-460	700-935
Total (A)		1100-1400	730-940	1800-2350
Drenaje Esperado de Liquidez				
CBPP1 y CBPP2		25	25	50
LTROs 2011-12		360		360
SMP		45	45	90
Total (B)		430	70	500
Inyección Neta de Liquidez (A-B)		670-980	660-870	1300-1850
Tamaño del Balance (stock)	2000	2670-2980	3300-3900	

Fuente: ABN AMRO; Barclays; BCE; GS; cálculos propios.

Nótese, sin embargo, que en nuestras estimaciones hemos asumido que los activos que el BCE podría comprar no son activos que ya estuvieran siendo utilizados como colateral por parte de la banca en sus operaciones de refinanciación con el BCE. Por tanto, es importante reseñar que, dado que el valor del volumen total de activos utilizados como colateral a finales del tercer trimestre de 2014 ascendía a los 1,5 billones de euros (Gráfico 12), cualquier desviación respecto de nuestra hipótesis supondría una reducción potencialmente significativa del incremento neto estimado del tamaño del balance del BCE. Los riesgos, por tanto, están sesgados a la baja.

GRÁFICO 12. ACTIVOS UTILIZADOS COMO COLATERAL POR LA BANCA EN LAS OPERACIONES DE REFINANCIACIÓN CON EL BCE
BCE: TOTAL ACTIVOS ELEGIBLES (BILLONES DE EUROS; 3T DE 2014)



Fuente: BCE.



Flexibilización Cuantitativa:

Respecto a las posibles suspicacias que pudiera haber por parte de determinados miembros del Consejo de Gobierno del BCE en relación al lanzamiento de un programa de estas características, es importante tener presente que la discusión no es si poder o no lanzar un programa de QE, ya que existe consenso acerca de este es un instrumento más de los que debe disponer el BCE para cumplir con su mandato³⁰. La discusión es, sin embargo, la de si las condiciones económicas justifican efectivamente dicha acción y, en segundo lugar, la de si el diseño del programa respeta la prohibición de financiar déficits públicos contenida en el Art. 123 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea. Con estas dos limitaciones en mente, el programa de QE que lanzase el BCE podría tener las siguientes características³¹:

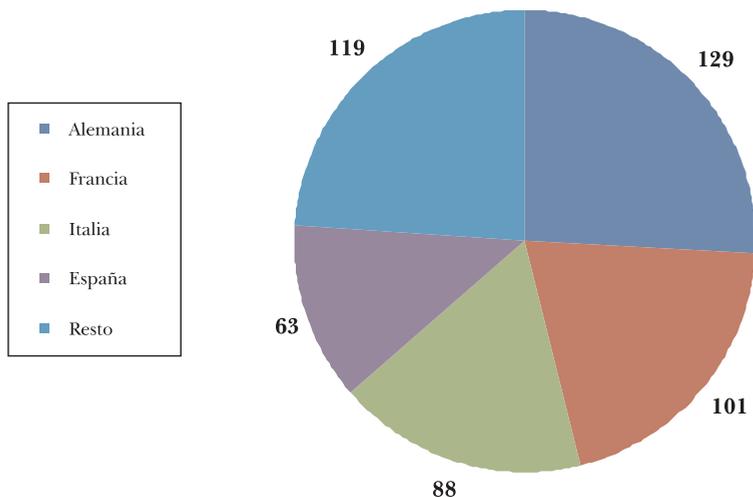
- Para que no haya financiación de déficits, sería necesario que las compras se hicieran en función de la participación de cada país en el capital del BCE como, en todo caso, ya ha anunciado el BCE que se hará (Constancio, 2014a). Ver Gráfico 13.
- El tamaño preciso del programa dependerá de dos variables: de un lado, del impacto que tengan las medidas ya anunciadas (TLTROs y compras de activos); y de otro lado, de la evolución de la situación económica, y de las expectativas de inflación en concreto, en los próximos meses.
- En cuanto al plazo de los títulos a comprar, esta decisión dependerá de si el BCE está dispuesto a mantener el tamaño de su balance elevado durante un prolongado período de tiempo o no. En todo caso, lo normal es que el programa no tenga preferencia por ningún plazo en concreto.
- Respecto al *status* del BCE en estas compras, algunos miembros del Consejo Ejecutivo del BCE han sugerido en el pasado que preferirían tener *status* de acreedor preferente o, al menos, que el BCE recibiera algún tipo de garantía³². Sin embargo, para que el programa fuera realmente efectivo y no generase reacciones adversas en los mercados ante la potencial subordinación de los tenedores privados de bonos, sería necesario que fuera *pari passu*.

³⁰ Véase FT (2014b).

³¹ Véase Aksu (2014).

³² WSJ (2014).

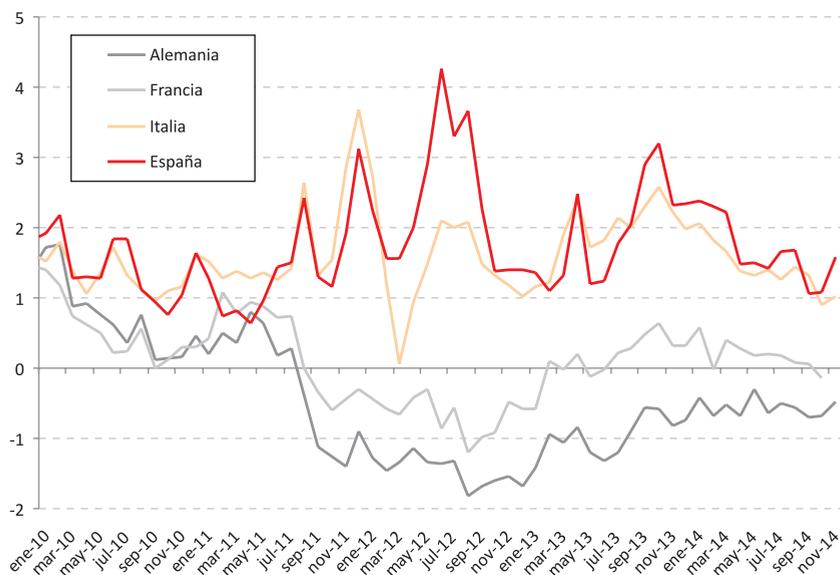
GRÁFICO 13. DISTRIBUCIÓN DE LAS COMPRAS ANUALES DE DEUDA PÚBLICA POR PAÍS
QE: COMPRAS DE DEUDA PÚBLICA POR PAÍS EN EL CASO DE UN PROGRAMA ANUAL DE COMPRAS DE 500.000



Fuente: GS.

Un programa de QE con estas características podría tener tres efectos principales. En primer lugar, se comprimirían las rentabilidades de los títulos de la parte larga de la curva, particularmente en la periferia, lo que permitiría una compresión de la prima a plazo, que sigue siendo mucho mayor en la periferia que en el núcleo (Gráfico 14). Así, dado que el plazo medio de la deuda pública de la Eurozona está en el entorno de los 6-7 años, lo normal es que un programa de QE tuviera la mayor parte del impacto en los precios de los títulos con un plazo de entre 5 y 10 años. En segundo lugar, se mejoraría tanto la confianza como las expectativas de inflación, lo que podría animar la demanda de crédito por parte de las empresas. Asimismo, en la medida en que los bancos e inversores institucionales utilizaran este programa para venderle al BCE parte de sus carteras de deuda pública, especialmente si tenemos en cuenta el reducido potencial al alza de los precios, se incrementaría su capacidad para conceder nuevos préstamos. En tercer lugar, no sólo mejoraría la capacidad de los Gobiernos de la Eurozona para financiar sus déficits sino que también contribuiría positivamente a seguir reduciendo la carga de intereses durante la vigencia del mismo. Esto podría traducirse, *ceteris paribus*, en mejoras en el rating soberano de los países de la Eurozona, con las implicaciones positivas que ello tendría para el resto de la economía a efectos tanto de atracción de la base inversora asiática, especialmente sensible a los cambios en las calificaciones crediticias soberanas, hacia los países de la periferia como de reducción de las ponderaciones de riesgo de los préstamos a PYMEs por parte de la banca. Y en cuarto y último lugar, aceleraría el proceso de depreciación del euro.

**GRÁFICO 14. SIGUE EXISTIENDO FRAGMENTACIÓN
EN LOS PLAZOS LARGOS
TIPOS REALES A 5 AÑOS EN VARIOS PAÍSES, 2010-14**



Fuente: Datastream.

Aunque, como hemos dicho antes, podría haber sinergias positivas entre un programa de QE y algunas de las iniciativas que están en marcha, como las TLTROs, estas sinergias son menos evidentes para otras medidas, como es el caso del tipo negativo en la facilidad de depósito. Al fin y al cabo, la liquidez generada por los bancos al venderle parte de sus carteras de deuda pública al BCE estaría sujeta a un tipo negativo durante el tiempo que dicha liquidez permaneciera ociosa. Esto, si bien podría incentivar que los bancos incrementaran la velocidad del dinero, también podría desincentivar que vendieran bonos soberanos al BCE en primer lugar, pudiendo limitar la efectividad del programa de QE³³. Sin embargo, la solución no es obvia ya que, de incrementar el tipo de la facilidad de depósito (desde el -0,2% actual hasta, digamos, el 0%) reduciría el coste de intermediación del BCE, ejerciendo un efecto expulsión sobre la actividad del mercado interbancario. Por tanto, con el lanzamiento de un programa de QE, el BCE se encuentra ante un *trade off*: incrementar el tipo de la facilidad de depósito hasta el 0% a costa de reducir la actividad del mercado interbancario o, por el contrario, dejar el tipo de la facilidad de depósito en terreno negativo y asumir el riesgo de defraudar expectativas³⁴.

³³ En este sentido, Nielsen (2014b) entiende que el lanzamiento de un programa de QE y nuevos recortes en el tipo negativo de la facilidad de depósito podrían ser «medidas sustitutivas».

³⁴ Lo que, quizás, no sería tan importante, ya que la evidencia empírica sugiere que el mayor impacto de los programas de QE se produce en el momento de su anuncio y no tanto durante el proceso de compras de activos. Véase D'Amico et al (2012).



3.3.2. LA FALTA DE DEMANDA DE CRÉDITO Y LOS LÍMITES DE LA POLÍTICA MONETARIA

Pese al tono marcadamente expansivo de la política monetaria en la actualidad, con los costes de financiación de Gobiernos, bancos y grandes empresas en niveles históricamente bajos, la demanda de crédito y, en consecuencia, la inversión empresarial, no acaban de repuntar.

Una de las explicaciones más extendidas acerca de la baja elasticidad de las decisiones de consumo e inversión a los tipos de interés sería aquella que define el proceso que está atravesando la Eurozona como una «recesión de balance» (*balance sheet recession*)³⁵. Según esta explicación, inspirada en la teoría de la deuda-deflación (*debt-deflation*) de Irving Fisher (1933) y expuesta por primera vez por Richard Koo (2008), a partir de un determinado nivel de (sobre-)endeudamiento, las empresas y las familias se centran en reducir sus niveles de endeudamiento, incrementando el ahorro y reduciendo tanto el consumo como la inversión, lo que ralentiza el crecimiento económico.

Sin embargo, por atractiva que esta teoría pueda resultar, presenta una debilidad importante: mientras que las consecuencias de la misma parecen estar siendo experimentadas por países que no deberían, como Alemania, otros que sí deberían, como España, no lo están haciendo³⁶. Es por ello que, muy probablemente, la explicación de la falta de demanda de crédito e inversión venga de la mano de una pérdida de competitividad de la economía de la Eurozona en su conjunto. Sólo así se explicaría por qué un creciente número de grandes empresas europeas están reduciendo sus inversiones en Europa para incrementarlas fuera³⁷.

Esto es importante ya que, mientras que demanda y oferta son ambas condiciones necesarias para el buen funcionamiento del mercado de crédito, el BCE sólo puede influir sobre la primera. De ahí que, si bien es cierto que el BCE ya «ha hecho mucho para mejorar las condiciones de financiación», ahora «se necesitan otras medidas» para poder impulsar la demanda de crédito y, con ella, la inversión empresarial en la Eurozona. Estas medidas podrían ser de dos tipos: por una parte, reformas estructurales en los mercados de productos y de trabajo, así como en lo relativo a mejorar la facilidad de las empresas para hacer negocios; por otra parte, la introducción de medidas fiscales expansivas, particularmente en lo relativo a la inversión en infraestructuras, como forma de impulsar la demanda (Draghi, 2014k y 2014l). No es casualidad, por tanto, que las autoridades europeas anunciaran en julio un programa de inversiones de 300.000 millones de euros en 3 años (Juncker, 2014), en cuya implementación se está trabajando actualmente³⁸.

³⁵ Véase, e.g., Caruana (2014).

³⁶ Nótese que, en España, los nuevos préstamos de menos de 1 millón de euros (proxy habitual de nuevos préstamos a PYMEs) llevan registrando tasas de crecimiento interanual positivas desde el mes de octubre de 2013, llegando a alcanzar una tasa cercana al 15% en el mes de septiembre de 2014. Por su parte, la inversión en bienes de equipo lleva registrando tasas interanuales de crecimiento positivas desde el segundo trimestre de 2013, habiendo crecido a tasas de dos dígitos en los últimos 5 trimestres.

³⁷ Véase, e.g., FT (2014a).

³⁸ Véase Comisión Europea (2014).



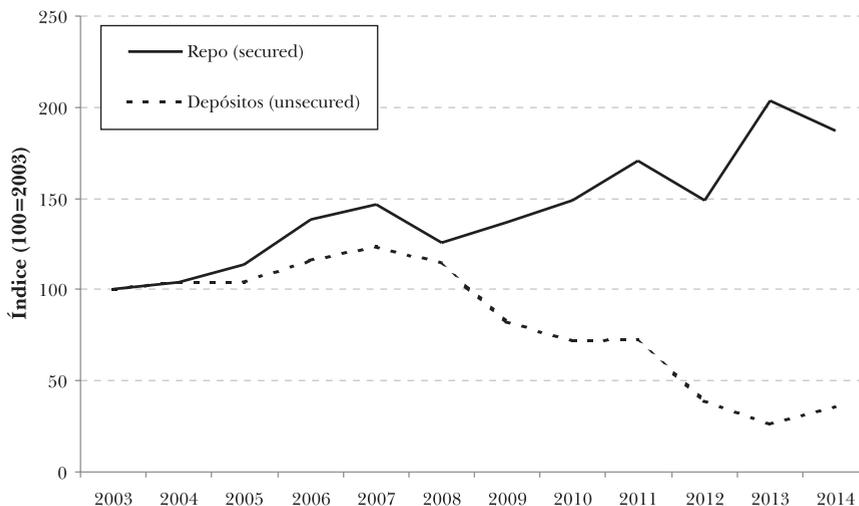
3.3.3. BARRERAS AL PROCESO DE NORMALIZACIÓN OPERATIVA DE LA POLÍTICA MONETARIA

Hacia adelante, una vez que el BCE estime que el grado de normalización financiera no sólo es muy avanzado sino que es irreversible, procederá a normalizar su marco operacional, lo que conllevará una eliminación del FRFA y una vuelta a la operativa convencional anterior al estallido de la crisis. Sin embargo, existen importantes riesgos a una normalización operativa completa del BCE.

Un primer riesgo tiene que ver con la posibilidad de que la elevada dependencia de algunos bancos respecto de las facilidades del BCE sea más estructural que coyuntural. Normalizar el marco operacional de política monetaria pasa por dejar de tener control sobre los precios y volver a tener control sobre las cantidades. Para ello, el BCE podría dejar que el exceso de liquidez se drenase solo para, una vez que no hubiera exceso de liquidez, anunciar el final de las operaciones con FRFA. Sin embargo, si en ese momento todavía hubiera bancos dependientes del BCE, las pujas en las subastas semanales de liquidez estarían sesgadas hacia estos, lo que presionaría el EONIA al alza y generaría mucha volatilidad en el mercado interbancario, dificultando el buen funcionamiento del mecanismo de transmisión de las decisiones de política monetaria a la economía real. En este escenario, el BCE podría valorar la posibilidad de compatibilizar el uso del mecanismo «normal» para los bancos que se estuvieran financiando habitualmente en el mercado interbancario con una facilidad especial diseñada para proporcionar liquidez a aquellos otros bancos todavía dependientes del BCE. El principal problema de esta medida sería que se correría el riesgo de crear un segmento de bancos zombies que podrían no llegar a ser nunca completamente independientes del BCE, lo que violaría el principio de proporcionar un mismo trato a todas las contrapartidas (Art. 124 del Tratado del Funcionamiento de la Unión Europea).

Un segundo riesgo tiene que ver con la posibilidad de que el mercado interbancario no llegue a normalizarse totalmente. La crisis ha tenido un impacto muy importante no sólo en los volúmenes negociados diariamente sino también en la distribución de la actividad por tipo de mercado y por plazo. Así, por una parte, la menor actividad del mercado de depósitos interbancarios (*unsecured*) ha sido sustituida –aunque sólo parcialmente– por una mayor actividad en el mercado de repos (*secured*), mientras que por otra, se ha reducido drásticamente la financiación a plazo, especialmente en el mercado de depósitos. Véase el Gráfico 15. La progresiva vuelta al mercado de los bancos más dependientes del BCE, que presumiblemente también serán los de peor calidad crediticia, podría presionar al alza los precios de la financiación a plazo en el mercado de depósitos, lo que podría incentivar que los bancos con exceso de liquidez y mejor calidad crediticia restringiesen aún más la oferta de financiación en ese segmento. Esto, a su vez, podría reducir los incentivos de los bancos más dependientes del BCE para normalizar sus fuentes de financiación, lo que, de hecho, nos llevaría al punto anterior.

**GRÁFICO 15. SEGMENTACIÓN EN EL MERCADO INTERBANCARIO
MERCADO INTERBANCARIO: DEPÓSITOS (UNSECURED)
VS REPOS (SECURED), 2003-14**



Fuente: BCE.

Finalmente, un tercer riesgo tiene que ver con el hecho de que la introducción del FRFA supuso una reducción del coste de intermediación (*bid-ask spread*) del BCE, lo que, por definición, ejerció un efecto expulsión sobre la actividad privada. Así, aunque esto no fue problema en el momento de su puesta en marcha en 2008, pues el objetivo del BCE era precisamente compensar la baja actividad del mercado interbancario tras la caída de Lehman Brothers, ahora supone una barrera a la completa normalización de dicho mercado.

3.4. CONCLUSIONES

La actuación del BCE a lo largo del 2014 ha venido definida por tres hitos principales.

En primer lugar, por la decisión adoptada a finales de abril de dejar de hablar y empezar a actuar, que vino seguida del anuncio de un paquete de medidas sin precedentes en la corta historia de la Eurozona y cuyo objetivo último, aunque no explícito, es el de depreciar el tipo de cambio como forma de impulsar tanto la actividad como los precios en la región. En este sentido, mientras la atención sigue puesta en la mayor o menor efectividad de las medidas adoptadas para incrementar el volumen de crédito concedido al sector privado, se obvia el hecho de que el euro se ha depreciado frente al dólar más de un 10% desde principios de mayo, cuyos efectos deberían empezar a ser visibles a lo largo de los próximos meses.

En segundo lugar, por haber sido capaz, pese al particular entramado institucional de la Eurozona, de haber ido construyendo progresivamente un argumento que le per-



mita lanzar un programa de compra de deuda pública, probablemente en 2015, como medida de último recurso mediante la que eliminar los riesgos deflacionistas de la región y proveer de un mayor impulso al incipiente proceso de recuperación. Tras haber anunciado en septiembre el objetivo de alcanzar un tamaño de balance de unos 3 billones de euros en un horizonte de uno o dos años, la realidad es que el impacto neto de las medidas anunciadas no será suficiente. Según nuestros cálculos, la inclusión de determinados activos privados (bonos corporativos) y cuasi-públicos (bonos de agencias nacionales y supranacionales) en el actual programa de compras le podría permitir alcanzar el objetivo anunciado en un horizonte de unos dos años. Sin embargo, es posible que, dada la debilidad del crecimiento y de la inflación en la Eurozona, dos años sean demasiado tiempo y el BCE quiera alcanzar el objetivo antes, probablemente en un solo año, en cuyo caso sería necesario incluir también bonos soberanos en el programa de compras de activos.

Y en tercer y último lugar, por el reconocimiento de sus propios límites, como se deduce de los discursos que Mario Draghi ha venido haciendo desde este verano. Una de las explicaciones más extendidas sobre la debilidad del crecimiento en la Eurozona es la de que estamos atravesando una «crisis de balance». Sin embargo, la realidad es que mientras las consecuencias de la misma parecen estar siendo experimentadas por países que no deberían, como Alemania, otros que sí deberían, como España, no lo están haciendo. Al mismo tiempo, de lo que sí tenemos evidencia es de que un creciente número de grandes empresas está reduciendo sus inversiones en Europa para incrementarlas fuera. Es razonable pensar, por tanto, que la debilidad de la demanda traiga causa de una pérdida de competitividad en la región. Por ello, complementando las acciones del BCE para mejorar la oferta de crédito, son necesarias también reformas estructurales en los mercados de productos y de trabajo así como un mejor mantenimiento del stock europeo de infraestructuras, de modo que podamos mejorar nuestra posición competitiva e incrementar, como resultado, nuestro potencial de crecimiento en el medio plazo.

BIBLIOGRAFÍA

- Abad, José, Axel Löffler y Holger Zemanek (2011): «Target2 Unlimited: Monetary Policy Implication of Asymmetric Liquidity Management within the Euro Area», *CEPS Policy Brief*, No. 248, Center for European and Policy Studies, Bruselas, julio de 2011.
- Aksu, Cagdas (2014): «Q&A on EGB QE and Its Modalities», *Interest Rates Research*, Barclays, Londres, 3 de octubre de 2014.
- Aufsatz, Christian, James Martin y Dipesh Mehta (2014): «European Securitised Products Monthly», *Securitisation Research*, Barclays, Londres, 30 de septiembre de 2014.
- y Dipesh Mehta (2014): «ECB ABSPP – Leaning Towards Rebuilding the ABS Market», *Instant Insights*, Securitisation Research, Barclays, Londres, 2 de octubre de 2014.
- Bayoumi, Tamim, Giovanni Dell’Ariccia, Karl Habermeier, Tommaso Mancini-Griffoli, Fabián Valencia y un equipo del FMI (2014): «Monetary Policy in the New Normal»,



- IMF Staff Discussion Note*, SDN/14/3, Fondo Monetario Internacional, Washington, D.C., abril de 2014.
- BCE (2014a): «Recent Developments in Excess Liquidity and Money Markets», *ECB Monthly Bulletin*, Banco Central Europeo, Frankfurt am Main, enero de 2014, pp. 69-82.
- (2014b): *Financial Stability Review*, Banco Central Europeo, Frankfurt am Main, mayo de 2014.
- Caruana, Jaime (2014): «Global Economic and Financial Challenges: A Tale of Two Views», Speech prepared for a lecture at the Harvard Kennedy School in Cambridge, Massachusetts, 9 de abril de 2014.
- Cheung, Jacqueline, Heiner Luz, Jernej Omahen y Vitor Roma (2014): «LTRO-3: 82.6 bn funds allocated», European Banks, Equity Research, Goldman Sachs, 18 de septiembre de 2014.
- Comisión Europea (2014): «An Investment Plan for Europe», *Communication from the European Commission to the European Parliament, the Council, the European Central Bank, the European Economic and Social Committee, the Committee of the Regions and the European Investment Bank*, 26 de noviembre de 2014.
- Constancio, Vitor (2014a): «A New Phase of the ECB's Monetary Policy», Speech at the «ECB's Workshop on Non-standard Monetary Policy Measures», Frankfurt am Main, 6 de octubre de 2014.
- (2014b): «The Role of the Banking Union in Achieving Financial Stability», Speech at the FT Banking Summit «Ensuring Future Growth», Londres, 26 de noviembre de 2014.
- Couré, Benoit (2014): Interview with the Robert Schuman Foundation, 8 de septiembre de 2014.
- Daily, Kevin (2014): «Inflation: Low for Long», *European Economics Analyst*, Issue No: 14/23, Goldman Sachs, Londres, junio de 2014.
- D'Amico, Stefania, William English, David López-Salido y Edward Nelson (2012): «The Federal Reserve's Large-Scale Asset Purchase Programs: Rationale and Effects», *Finance and Economics Discussion Series*, 2012-85, Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs, Federal Reserve Board, Washington, D.C.
- Draghi, Mario (2014a): «Introductory Statement to the Press Conference (with Q&A)», BCE, Frankfurt am Main, 9 de enero de 2014.
- (2014b): «Introductory Statement to the Press Conference (with Q&A)», BCE, Frankfurt am Main, 6 de febrero de 2014.
- (2014c): «Introductory Statement to the Press Conference (with Q&A)», BCE, Frankfurt am Main, 6 de marzo de 2014.
- (2014d): «Introductory Statement to the Press Conference (with Q&A)», BCE, Frankfurt am Main, 3 de abril de 2014.
- (2014e): «Monetary Policy Communication in Turbulent Times», Speech at the Conference De Nederlandsche Bank 200 Years: Central Banking in the Next Two Decades, Amsterdam, 24 de abril de 2014.



- (2014f): «Introductory Statement to the Press Conference (with Q&A)», BCE, Bruselas, 8 de mayo de 2014.
- (2014g): «Introductory Statement to the Press Conference (with Q&A)», BCE, Frankfurt am Main, 5 de junio de 2014.
- (2014h): «Introductory Statement to the Press Conference (with Q&A)», BCE, Frankfurt am Main, 3 de julio de 2014.
- (2014i): «Introductory Statement to the Press Conference (with Q&A)», BCE, Frankfurt am Main, 7 de agosto de 2014.
- (2014j): «Introductory Statement to the Press Conference (with Q&A)», BCE, Frankfurt am Main, 4 de septiembre de 2014.
- (2014k): «Introductory Statement to the Press Conference (with Q&A)», BCE, Nápoles, 2 de octubre de 2014.
- (2014l): «Introductory Statement to the Press Conference (with Q&A)», BCE, Frankfurt am Main, 6 de noviembre de 2014.
- (2014m): «Monetary Policy in the Euro Area», Opening Keynote Speech at the Frankfurt European Banking Congress, Frankfurt am Main, 21 de noviembre de 2014.
- Engelhard, Fritz y Jussi Harju (2014a): «The ECB's CBPP3: Mission Impossible?», *Special Report*, Credit Research, Barclays, 9 de septiembre de 2014.
- y — (2014b): «The ECB's Third Covered Bond Purchase Programme: Finding the Balance», *The AAA Investor*, Interest Rate Research, Barclays, 3 de octubre de 2014.
- Expansión (2014): «Cano asegura que BBVA ha despedido a gente por el uso indebido de las tarjetas de empresa», 29 de octubre de 2014.
- Fisher, Irving (1933): «The Debt-Deflation Theory of Great Depressions», *Econometrica*, Vol. 1, No. 4.
- FT (2013a): «G20 agrees to avoid currency wars», *Financial Times*, 17 de febrero de 2013.
- (2013b): «Catching up on the LTRO Flow», *Financial Times*, 9 de abril de 2013.
- (2013c): «EU banks race to end reliance on ECB aid», *Financial Times*, 19 de noviembre de 2013.
- (2014a): «BASF to focus on investments outside Europe», 25 de febrero de 2014.
- (2014b): «Bundesbank hawk signals backing for QE», *Financial Times*, 25 de marzo de 2014.
- Garzarelli, Francesco, Silvia Ardagna y Mariano Cena (2014): «What Would ECB Sovereign QE Look Like?», *Macro Rates Analyst*, Goldman Sachs, Londres, 24 de noviembre de 2014, pp. 12-13.
- Global Capital (2014): «ECB to Avoid Aggressive Purchases on CBPP3», 25 de septiembre de 2014.
- Hervé, Karine, Nigel Pain, Pete Richardson, Franck Sédillot y Pierre-Oliver Befy (2010): «The OECD's New Global Model», OECD Economics Department Working Paper No. 768, Tabla 11, pág. 31, París, mayo de 2010.
- Juncker, Jean-Claude (2014): «A New Start for Europe: My Agenda for Jobs, Growth, Fairness and Democratic Change», *Political Guidelines for the next European Commission*,



- Opening Statement in the European Parliament Plenary Session, Estrasburgo, 15 de julio de 2014.
- Koo, Richard (2008): *The Holy Grail of Macroeconomics: Lesson's from Japan's Great Recession*, Wiley and Sons.
- Lambert, Frederic y Kenichi Ueda (2014): «The Effects of Unconventional Monetary Policy on Bank Soundness», *IMF Working Paper*, WP/14/152, Fondo Monetario Internacional, Washington D.C., agosto de 2014.
- Liu, Kim (2014): «The ECB's Next Move: Agency Debt?», *Euro Rates Weekly*, ABN AMRO, 10 de noviembre de 2014.
- Meier, André (2010): «Still Minding the Gap – Inflation Dynamics during Episodes of Persistent Large Output Gaps», *IMF Working Paper*, WP/10/189, Fondo Monetario Internacional, Washington, D.C., agosto de 2010.
- Neuez, Jean-Francois, Jernej Omahen, Willis Palermo y Vitor Roma (2014): «TLTRO, post ECB Clarifications: Take-up Estimate Lower; EPS Impact Dispersed», European Banks, Equity Research, Goldman Sachs, 11 de julio de 2014.
- Nielsen, Lasse Holboell W. (2014a): «Eonia, Excess Liquidity and the L-curve: Moving Along or Shifting Around», *European Economics Analyst*, Issue No: 14/14, Goldman Sachs, Londres, abril de 2014.
- (2014b): «Eonia, the Deposit Rate and Excess Liquidity: the Varying Effect of More or Less Negative Rates», *European Economics Daily*, Goldman Sachs, Londres, 30 de octubre de 2014.
 - y Huw Pill (2014): «The ECB and Negative Interest Rates», *European Economics Analyst*, Issue No: 14/19, Goldman Sachs, Londres, mayo de 2014.
- Pill, Huw (2014): «The ECB and the Money Market», *European Economics Analyst*, Issue No: 14/05, Goldman Sachs, Londres, febrero de 2014.
- Reuters (2014a): «ECB Has Modelled Trillion Euro Asset Purchase Program – FAZ», 4 de abril de 2014
- (2014b): «France and Germany oppose guarantees for ECB debt-buy plan – document», 12 de septiembre de 2014.
 - (2014c): «ECB Looking at Corporate Bond Buys, Could Act as Soon as December - Sources», 21 de octubre de 2014.
- WSJ (2014): «ECB's Sabine Lautenschläger: Open to Negative Rates, Asset Purchases», *Wall Street Journal*, 10 de marzo de 2014.



4. SISTEMA DE PAGOS EUROPEO: DESCRIPCIÓN E IMPLICACIONES DE LA SEPA

JOSÉ LUIS LANGA¹

EXECUTIVE SUMMARY

Payment systems related issues are on the whole unfamiliar to the general public and even to the majority of experts in economic and financial areas. Nevertheless, the smooth functioning of payment systems is absolutely essential for the development of commercial and financial activity in any country.

Therefore, the document begins describing the importance of payment systems in the economy. It also highlights the prominence of payment systems as an early indicator of any financial or liquidity problems in banks. Payment systems have the risk of spreading the problems of one bank to the rest of the participants (systemic risk) and for that reason most Central Banks around the world are paying increasing attention to their seamless functioning.

Given this lack of knowledge, this chapter makes an effort to be as informative as possible. To that purpose, the chapter includes six Boxes with further information on the following subjects: 1: Measures to limit risks in payment systems; 2: Definition and types of payment systems; 3: Organization of payment systems in Spain; 4: Trends and evolution of payments in Europe; 5: Iberpay (The Spanish retail payment system in Spain); and 6: Payment Systems Regulation (PSD1 and PSD2).

The chapter explores the background to the Single Euro Payments Area (SEPA) since 1999 when the euro was introduced as a currency in Europe and TARGET was set up to process bulk payments in euros.

The objectives, instruments, standards, governance and infrastructures supporting the SEPA project are also described in depth. The process to complete migration and phasing of legacy instruments is also referred to, as well as the applicable retail payment systems regulation in Europe.

In August 2014, the fundamental goal of SEPA has been fully accomplished. Since then, European citizens have been using a common set of electronic instruments to make retail payments in euros to anyone located anywhere in Europe in a way that is as fast, safe and efficient as national payments. However, this is not the end of the SEPA

¹ José Luis Langa es director de desarrollo de negocios en Iberpay.



project. There are plenty of initiatives which are taking place in the post SEPA era, commonly known as e-SEPA or SEPA 2.0 and the following areas may significantly change the way payments are made in the near future: Immediate Payments, Solutions for e-Commerce, Payments via mobile phones and tablets, Development of e-mandates and e-invoices. In all these four elements, the SEPA project is working to ensure Europe maintains its technological leadership.

Another element that may significantly transform retail payments in the immediate future is the implementation of the new Payment Services Directive (PSD2). It will bring the following new improvements to the EU payment market:

- The extension of SEPA to payments initiated or sent to countries outside the SEPA area, the so called one-leg-out payments.
- Payment institutions may participate in retail payment systems under the same conditions as the banks.
- Third party providers have granted access to the information of the client's current accounts aiming to authorize or initiate payments.

Another key issue included in the legislative package prepared by the European Commission is the cap on interchange fees for both debit and credit cards. The caps are set at 0.2% of the value of the transaction for debit cards and 0.3% for credit cards. The aim to limit these interchange fees is to reduce costs for retailers and consumers so as to erode incentives to the use of cash and help create an EU-wide payments market.

In conclusion, the goal of these regulatory initiatives is to increase competition, encourage innovation and give more scope to payment providers to offer new services.

The establishment of a Single Euro Payments Area for retail payments has been a great undertaking, but it would not make much sense if it were not accompanied by a much wider integration of the European economies. There are two additional elements that may multiply the benefits of having harmonized payment standards in the European Union: On the one hand, the implementation of a single banking market and, on the other, the development of these projects included in the e-SEPA space.

In short, August 2014 should not be seen as the end of the road in the implementation of a Single Payment Area for the euro, but rather as the beginning of a long phase of integration of retail payments in those countries that have adopted the SEPA standards. The ultimate goal of SEPA is to carry on with the process of innovation and continuous improvement in the efficiency, safety and convenience with which payments are made. Additionally, it will help improve the competitiveness in the region. Thus, the launching of SEPA is a necessary albeit insufficient condition for the development of a true single market for payments within the Eurozone. Now it is time to go beyond pure SEPA compliance and reap all the potential benefits of this initiative.

4.1. INTRODUCCIÓN: RELEVANCIA DE LOS SISTEMAS DE PAGO

El funcionamiento de los sistemas de pago suele ser desconocido para el público general e incluso para muchos de los expertos en temas financieros. Sin embargo, los sistemas de pago constituyen un elemento absolutamente vital para el desarrollo de la acti-



vidad mercantil y financiera de cualquier país. A través de ellos, los actores económicos (individuos, empresas, administraciones públicas y sistema financiero) intercambian, validan, compensan y liquidan todo tipo de activos. Resulta evidente por tanto que cuanto más eficientes, seguros y fiables sean los procesos de gestión de los pagos, menores serán los costes de intercambiar bienes, servicios y activos financieros en el país y mejor funcionarán los mercados monetarios a través de los cuales se instrumenta la política monetaria².

En consecuencia, el buen funcionamiento de los sistemas de pago resulta esencial, no solo para asegurar la normal actividad de los sistemas financieros, sino para el óptimo funcionamiento del conjunto de la economía de un país, ya que sin ellos no se podrían realizar pagos electrónicos, liquidar transacciones comerciales o intercambiar cualquier tipo de activo financiero.

La importancia cuantitativa de los sistemas de pagos puede resumirse en unos pocos datos. Por ejemplo, a través del SNCE, el sistema de pagos minoristas español, se procesan alrededor de 7,5 millones de transacciones diarias y el valor intercambiado es un 50% superior al del PIB español. En cuanto al sistema de pagos mayoristas (TARGET2-Banco de España) procesa poco más de 30.000 operaciones diarias, pero su valor supera en más de 60 veces el PIB español. Y los sistemas de liquidación de valores en España (Iberclear) procesan alrededor de 100.000 operaciones diarias por un valor similar al del sistema de pagos mayorista.

Asimismo, los sistemas de pago tienen otra cualidad que los hace especialmente interesantes para los responsables del buen funcionamiento de los sistemas financieros, puesto que cualquier problema de liquidez o de solvencia que se presente en una entidad financiera suele reflejarse, en primer lugar, en su capacidad para hacer frente a las obligaciones de liquidación en los sistemas de pago en los que participa. En consecuencia, cualquier dificultad que pueda presentar una entidad para liquidar sus posiciones en los sistemas de pago suele ser un indicador fiable sobre posibles problemas de liquidez y solvencia de dicha entidad.

Por otro lado, los sistemas de pago pueden convertirse en unos transmisores muy eficaces de los problemas financieros de una entidad sobre el resto, por lo que, si no se adoptan las medidas adecuadas, una entidad con dificultades financieras podría contaminar con rapidez a otras, materializando lo que se conoce como riesgo sistémico.

El riesgo sistémico surge cuando los problemas de una entidad para hacer frente a la liquidación de sus posiciones deudoras en algún sistema de pagos provoca que las entidades beneficiarias de dichos fondos, aunque en principio no presenten problema financiero alguno, tampoco puedan liquidar a sus obligaciones de pago, puesto que precisan los fondos provenientes de esta liquidación para hacer frente a sus propias posiciones en ese o en otros sistemas de pago en los que participan. (ver Box1: *Medidas para limitar el riesgo en los sistemas de pago*).

² Algunos estudios señalan que contar con unos sistemas de pago eficientes puede añadir algunas décimas al Producto Interior Bruto de un país, cifra que podría incrementarse si las economías que utilizan fundamentalmente efectivo y cheques logran la plena adopción de pagos electrónicos.

Box 1: Medidas para limitar el riesgo en los sistemas de pago

Como principales medidas de control ante la posible aparición de riesgos sistémicos, los sistemas de pago pueden contemplar, entre otras, las siguientes:

1. Liquidación de las posiciones monetarias de los participantes en el sistema de pagos con transacciones en cuentas del banco central y no entre cuentas de bancos comerciales.
2. Función liquidadora reservada a aquellas entidades que presentan mayores niveles de actividad y solvencia en el sistema. El resto de entidades debe participar como entidades representadas, sin asumir obligación alguna en la liquidación de las posiciones.
3. Aportación previa de garantías o efectivo de los miembros liquidadores para cubrir las posibles posiciones deudoras de la propia entidad o del resto.
4. Acuerdo previo sobre los procedimientos para un posible reparto de pérdidas entre participantes del sistema, de manera que las entidades puedan conocer de antemano y provisionar el riesgo en el que incurren.
5. Realización de varias liquidaciones diarias en el sistema, de manera que se descarguen más frecuentemente las obligaciones de pago de los participantes.
6. Establecimiento de límites en las posiciones que pueden alcanzar las entidades liquidadoras frente a cada una de las entidades o globalmente. Las posiciones que superen estos límites no se aceptarían y quedarían en espera de posiciones de signo contrario o de la aportación de nuevas garantías.
7. Mecanismos para retrotraer y dar por no intercambiadas aquellas operaciones que no puedan ser liquidadas por los participantes o todas las operaciones con origen o destino en la entidad que no pueda hacer frente a su liquidación.

Esta posición clave de los sistemas de pago ha motivado que los bancos centrales y supervisores financieros de prácticamente todos los países del mundo hayan concentrado crecientes esfuerzos en las últimas décadas en: mejorar la vigilancia³ sobre los sistemas de pago, asegurar su buen funcionamiento técnico y habilitar procedimientos que aseguren la adecuada liquidación de las operaciones procesadas, limitando todo lo posible la aparición de riesgos sistémicos.

No debe resultar extraño, por tanto, que un 85% de los bancos centrales mundiales, incluido el Banco de España o el Banco Central Europeo, hayan recogido en sus Estatutos, dentro de sus funciones y responsabilidades, el objetivo de vigilar y preservar el buen funcionamiento de los sistemas de pago. Por ejemplo, dentro de sus competencias en el ámbito de los sistemas de pago, Banco de España tiene la capacidad de regular los sistemas de compensación y liquidación de pagos, pudiendo desarrollar o completar cualquier regulación dictada por el BCE en este ámbito, así como incorporar las

³ *Oversight* en terminología inglesa.



recomendaciones de los organismos internacionales que tengan por objeto garantizar su seguridad y su eficiencia.

Cabe destacar que, pese a las importantes tensiones que han experimentado los mercados financieros desde el año 2007 hasta la actualidad, los sistemas de pago mundiales han mostrado un excelente comportamiento. En efecto, se puede asegurar que los sistemas de pago han contribuido de forma decisiva a que las dificultades que pudieran experimentar algunas entidades no se hayan transmitido al resto, lo que podría haber desembocado en un pánico generalizado y, en último término, en un colapso del sistema financiero mundial.

Con el objetivo de seguir manteniendo en el futuro el buen desempeño de los sistemas de pago y seguir mejorando su funcionamiento y seguridad, el Comité de Pagos e Infraestructuras de Mercado (CPMI) y a la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO) han revisado y actualizado las normas y principios aplicables a todas las infraestructuras del mercado financiero, cuya aplicación práctica deberán realizar las entidades encargadas de la vigilancia de los sistemas de pago en cada país.

4.2. ORÍGENES DE SEPA

A lo largo del siglo XX los sistemas de pago europeos se desarrollaron de manera muy diversa, respondiendo a las necesidades específicas de las empresas y consumidores de cada uno de los países y a los distintos requisitos legales y operativos de la actividad comercial y al funcionamiento de los mercados financieros nacionales.

De manera similar a como ocurría con otros monopolios naturales, lo más habitual era que cada país hubiera acabado por desarrollar una cámara de compensación electrónica de pagos minoristas nacional que prácticamente acaparara todo el intercambio de los pagos de clientes en el país. Estas cámaras nacionales estaban perfectamente adaptadas a las necesidades, requerimientos y particularidades de los bancos y consumidores locales.

Los distintos países europeos contaban necesariamente también con sus propios sistemas de liquidación de grandes pagos, normalmente organizados por el banco central nacional alrededor de un sistema de liquidación bruta en tiempo real, que procesa pagos individuales por su importe total, sin compensar con otros pagos, y de manera inmediata. Estos sistemas de grandes pagos resultan vitales para transmitir la política monetaria y efectuar la liquidación de las grandes operaciones comerciales e interbancarias. Además, casi todos los países acabaron por desarrollar sistemas específicos para el tratamiento de los valores. (ver Box 2: *sobre definición y tipología de sistemas de pago*).

Box 2: Definición y tipología de sistemas de pago

De acuerdo con la definición del Banco de Pagos Internacionales de Basilea (BIS), un sistema de pago es un conjunto de instrumentos, procedimientos y reglas para la transferencia de fondos entre dos o más participantes e incluye a la entidad que gestiona el mecanismo.



Una parte esencial de los sistemas de pago es el procedimiento por el cual se produce la liquidación de las operaciones y la extinción de las obligaciones entre los participantes.

Se entiende por **sistema de liquidación bruta** aquel que trata las operaciones de manera individualizada sin proceder a la compensación bilateral o multilateral de las operaciones intercambiadas.

Por el contrario, en los **sistemas de liquidación neta** se produce una compensación de operaciones entre cada par de entidades (compensación bilateral) o entre todas las entidades participantes (compensación multilateral). Esta compensación de las posiciones permite un sustancial ahorro de liquidez frente a los sistemas brutos en los que cada operación debe ser liquidada individualmente. Dicho ahorro se mide por el **ratio de neteo** que pone en relación las cantidades finales que tienen que liquidar las entidades respecto al valor total de los pagos intercambiados.

Dentro de los sistemas de pago, se ha producido una especialización respecto al tipo de instrumento de pago que procesan, de manera que puede definir la siguiente tipología de sistemas de pago:

Sistemas de Pago Minoristas: Especializados en el procesamiento de grandes volúmenes de operaciones, los sistemas de pago minoristas son los más frecuentemente utilizados tanto por particulares como por empresas para realizar sus pagos electrónicos. Están gestionados bien por el sector privado o por el banco central del país y a través de ellos se produce el intercambio, compensación y liquidación de operaciones tales como los recibos domiciliados en cuenta (también llamados adeudos directos), las transferencias, cheques, pagarés y las operaciones realizadas con tarjetas de pago.

Sistemas de Liquidación de Pagos Mayoristas: Aquellos sistemas de transferencia de fondos que generalmente tramitan pagos de elevada cuantía y carácter prioritario. Habitualmente están gestionados por bancos centrales mediante la utilización de sistemas de liquidación bruta en tiempo real, como el caso de TARGET2 en Europa. A través de ellos circulan operaciones de política monetaria, grandes pagos interbancarios, operaciones de intercambio de divisas y la liquidación del resto de sistemas de pago.

Depósitos Centrales de Valores: Proporcionan el registro de las cuentas de instrumentos financieros, proporcionando cuentas de valores, servicios de salvaguarda centralizada y servicios relacionados con los activos financieros, que pueden incluir la administración de acciones corporativas y amortizaciones.

Los depósitos centrales de valores desempeñan un papel clave al garantizar la integridad de las emisiones de valores. Pueden mantener el registro de los valores en forma física, aunque inmovilizados, o en forma desmaterializada de manera que sólo existan como registros electrónicos.

Sistemas de liquidación de valores: Permiten la transferencia y liquidación de valores mediante su anotación en cuenta con arreglo a un conjunto de reglas pre-determinadas. Se trata de sistemas que posibilitan tanto las transferencias de valores libres de pago como contra pago.



Cuando la transferencia se efectúa contra pago, muchos sistemas proporcionan un servicio de entrega contra pago («*Delivery versus Payment*» o DVP), en los que la entrega del valor solo tiene lugar si previamente se efectúa el pago correspondiente.

Entidades de Contrapartida Central: Se trata de entidades especializadas, normalmente en el ámbito del intercambio de operaciones de valores o en los mercados de divisas, que se interponen entre las entidades contrapartes de los contratos negociados en uno o más mercados financieros y se convierten en comprador para cada vendedor y en vendedor para cada comprador, reduciendo por consiguiente los riesgos que asumen los participantes.

Hasta la introducción del euro, los distintos sistemas de pago nacionales en Europa fueron evolucionando de manera aislada para responder a las necesidades de los mercados nacionales sin que apenas se produjeran influencias entre ellos. Este aislamiento de los sistemas de pago nacionales en Europa ha tenido como resultado que presenten, incluso hoy en día, características muy distintas en cuanto a tamaño, organización, normativa, funciones o titularidad.

Las operaciones transfronterizas, que apenas suponían entre un 1 y un 2% del total de transacciones en Europa, se solían intercambiar y liquidar mediante acuerdos de corresponsalía bancaria, normalmente organizados por los bancos internacionales de mayor tamaño y solvencia a los que debía acudir el resto del sistema financiero. Sin embargo, la complejidad legal y operativa de los procedimientos para llevar a cabo la corresponsalía bancaria motivaba que las operaciones transfronterizas resultaran mucho más costosas que las nacionales, tuvieran unos tiempos de ejecución muy prolongados y, sobre todo, supusieran que las entidades tuvieran que asumir unos elevados riesgos de contraparte, incluyendo el riesgo de liquidación de divisas⁴.

La introducción del euro como divisa el 1 de enero de 1999 motivó que los bancos centrales del Eurosistema armonizaran sus sistemas de grandes pagos en euros con objeto de asegurar que la nueva moneda europea pudiera intercambiarse en las mismas condiciones en todos los mercados financieros de los países que habían adoptado esta divisa como propia.

Una de las claves para que el euro pudiese nacer satisfactoriamente como la divisa única de la zona era que se pudiese arbitrar de manera instantánea cualquier diferencia en los tipos de interés que pudiera presentarse en los distintos mercados nacionales de dinero, lo que aseguraría la existencia de una política monetaria única. Para ello, resultaba absolutamente fundamental que el euro no mantuviera tipos de interés diferentes en los mercados monetarios de los distintos países debido a la persistencia de diferencias en las condiciones de funcionamiento de los sistemas de liquidación de grandes pagos nacionales existentes (Ver Box 3: *Organización de los sistemas de pago en España*).

⁴ También conocido como riesgo Herstatt, ya que en el año 1974 el cierre del banco alemán Bankhaus Herstatt provocó importantes pérdidas en varias entidades americanas debido a la diferencia horaria, por la que no se atendieron operaciones en Estados Unidos cuando las operaciones en el mercado alemán ya habían sido liquidadas.

Box 3: Organización de los sistemas de pago en España

El sistema español de pagos interbancarios está estructurado en torno a dos sistemas: TARGET2-Banco de España, para el procesamiento de pagos mayoristas y el Sistema Nacional de Compensación Electrónica (SNCE), especializado en pagos minoristas.

TARGET2-Banco de España, componente español de la plataforma TARGET2, entró en funcionamiento el 18 de febrero de 2008 en sustitución del Servicio de Liquidación del Banco de España (SLBE) que a su vez sustituyó al Servicio Telefónico del Mercado de Dinero (STMD). Es un sistema de liquidación bruta en tiempo real y sus operaciones se liquidan directamente en las cuentas que tienen abiertas las entidades participantes en el Banco de España.

El **SNCE** está gestionado por **Iberpay**, una empresa privada propiedad de las entidades de crédito participantes. A través del SNCE se procesan operaciones realizadas con instrumentos de pago al por menor como transferencias de crédito, domiciliaciones, cheques, efectos y otras operaciones.

Por otro lado, los sistemas de compensación y liquidación de valores en España están integrados en la sociedad holding **Bolsas y Mercados Españoles (BME)** y son los siguientes:

En primer lugar se encuentra la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores, S.A. cuyo nombre comercial es **Iberclear**. Esta entidad es el depositario central de valores español encargado del registro contable y de la compensación y liquidación de los valores admitidos a negociación en las Bolsas de Valores españolas (SCLV), en el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones (CADE), en AIAF Mercado de Renta Fija (SCLV-AIAF), así como en Latibex, el mercado de valores latinoamericanos en euros. Iberclear se encarga además de los sistemas de Liquidación de Valores de las Bolsas de Barcelona, Bilbao y Valencia.

MEFF Sociedad Rectora del Mercado de Productos Derivados asume la actividad de mercado secundario oficial respecto de los siguientes instrumentos comprendidos en el segmento denominado Derivados Financieros: futuros y opciones IBEX 35, futuros y opciones sobre acciones, futuros sobre el índice de dividendos, futuros sobre dividendos de acciones y futuros sobre el Bono Nocional 10 años.

BME Clearing es la entidad que actúa como cámara de contrapartida central del Grupo BME para las operaciones de derivados financieros negociados en MEFF, repos sobre Deuda Pública e instrumentos derivados sobre electricidad.

Finalmente, cabe señalarse que existe también en España un Mercado de Futuros del Aceite de Oliva (MFAO).

Todos ellos, al igual que el SNCE, liquidan en dinero de banco central, es decir, la liquidación de la parte de efectivo de las operaciones de valores se efectúa en TARGET2-Banco de España. Cuando se encuentre finalmente operativo, la liquidación de los sistemas de valores, incluyendo el efectivo, se realizará en el sistema TARGET2-Securities (T2S).



Con este objetivo de asegurar la vigencia de una política monetaria única en el área del euro, los bancos centrales del Eurosistema acordaron unas condiciones mínimas en cuanto a precios, horarios, plazos y nivel de servicio que debían cumplir todos los sistemas de pago mayoristas de los distintos países del euro. Adicionalmente, se produjo el enlace técnico de los distintos sistemas de pagos mayoristas brutos en tiempo real de los bancos centrales a través de un sistema de interconexión técnica. De esta manera, se aseguraba la posibilidad de realizar pagos interbancarios dentro de la zona euro en idénticas condiciones y en cuestión de segundos con independencia del banco central en el que mantuviese su cuenta cada entidad. Por consiguiente, si se apreciase alguna diferencia en los tipos de interés del euro en cualquier mercado, se podrían producir automáticamente operaciones de arbitraje que enjasen dicho diferencial.

Este fue el origen del sistema conocido como TARGET1, que permitió que los bancos radicados en el área del euro pudieran manejar su liquidez en la nueva divisa desde una única cuenta en su Banco Central para efectuar pagos sin ningún tipo de riesgo ni dificultades en todo el área, contribuyendo así a la puesta en marcha de una política monetaria común para el euro. Cabe señalar que TARGET1 fue reemplazado por TARGET2 en mayo de 2008. TARGET2 es el sistema que funciona en la actualidad y que cuenta con una plataforma técnica y de servicios comunes para todos los países, de forma que los servicios para el intercambio y liquidación de grandes pagos en euros se encuentran plenamente armonizados.

Tras la necesaria estandarización de los pagos mayoristas en euros, resultaba natural que los esfuerzos de las autoridades se trasladasen al ámbito de los pagos minoristas. En consecuencia, la agenda de Lisboa, adoptada en el año 2000, recogió entre sus objetivos prioritarios el de crear un mercado único de pagos minoristas en Europa, objetivo al que se debería llegar a través de la integración de los mercados financieros del continente.

Se trataba, por tanto, de armonizar las diferencias en los instrumentos, estándares, infraestructuras, gobierno y sistemas legales de los sistemas de pago minoristas en los distintos países, de manera que no supusieran obstáculo alguno para la creación de un verdadero mercado integrado de pagos en la zona del euro. Asimismo, se pretendía eliminar cualquier barrera para la prestación de servicios bancarios en Europa y, en consecuencia, dar los primeros pasos hacia una hipotética unión bancaria en Europa.

La primera y crucial medida adoptada por las autoridades europeas en este sentido fue la aprobación, en diciembre de 2001, del Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo de la Unión Europea⁵ sobre pagos transfronterizos en euros, que obligaba a las entidades a aplicar las mismas comisiones para los pagos minoristas en euros con independencia de si se trataba de operaciones puramente nacionales o implicaban un movimiento de fondos de manera transfronteriza.

Teniendo en cuenta los elevados costes que en ese momento tenía el procesamiento de pagos transfronterizos en Europa, las entidades financieras se encontraron fuertemente presionadas para reducir los costes de sus servicios derivados de pagos transfron-

⁵ Reglamento (CE) N° 2560/2001 del Parlamento Europeo y del Consejo de 19 de diciembre de 2001.



terizos hasta homologarlos con los de los pagos domésticos, mucho más numerosos y para los que se contaba con una infraestructura nacional normalmente muy eficiente y que había creado estándares adecuados para el procesamiento de estos pagos internos.

La primera reacción de las entidades financieras europeas ante esta nueva situación fue la de consensuar un acuerdo marco y unas convenciones para facilitar el intercambio de transferencias de crédito transfronterizas. Este procedimiento, que recibió el nombre de «*Credeuro*» puede considerarse como el esquema precursor de la actual Transferencia de Crédito SEPA. Pese a que buena parte de los bancos europeos firmaron su adhesión a los estándares del «*Credeuro*» su impacto y su uso resultó algo limitado y no llegó a resolver el reto que se planteaba de equiparar el coste de los pagos nacionales y transfronterizos, por lo que subsistió durante poco tiempo.

La introducción de los billetes y monedas en euros, efectuada a partir del 1 de enero de 2002, fue el siguiente hito relevante en la construcción de la divisa común europea. Desde esa fecha, ya resultaba posible realizar dentro de la Eurozona pagos en efectivo en una divisa común con la misma comodidad y sencillez con la que se efectuaban anteriormente dichas transacciones en las respectivas monedas nacionales.

Sin embargo, para que la introducción del Euro como moneda única pudiera considerarse completa, continuaba siendo preciso que particulares y empresas pudiesen efectuar también sus pagos minoristas en toda la zona de influencia de esta divisa sin necesidad de tener que utilizar el efectivo o recurrir a los sistemas de pagos mayoristas.

La Comisión Europea y el Banco Central Europeo intensificaron entonces su presión sobre las entidades financieras europeas para que éstas facilitasen la emisión y recepción de pagos electrónicos minoristas utilizando un único conjunto de instrumentos de pago. De esta manera se podría asegurar que todas las operaciones, nacionales y transfronterizas, presentasen las mismas condiciones de facilidad, eficiencia, seguridad y costes.

En ese mismo año de 2002, el sector bancario europeo, organizado alrededor del recién creado Consejo de Pagos Europeo («*European Payments Council*», en adelante EPC), asumió la responsabilidad de dar respuesta a los retos planteados por las autoridades europeas. Fue entonces cuando se acordó un plan del sistema financiero europeo⁶ para la puesta en marcha de una auténtica Zona Única de Pagos para el Euro (o «*Single Euro Payments Area*», en adelante SEPA, por sus siglas en inglés).

4.3. OBJETIVOS DE SEPA

El objetivo que se propuso el EPC desde su creación fue el de facilitar unos medios de pago comunes para las transacciones minoristas en euros, de manera que todos los pagos efectuados en la Zona Única de Pagos en Euros pudieran considerarse domésticos y, por tanto, una vez completado el proyecto, no cabrían diferencias entre los servicios de pago ofrecidos para transacciones nacionales y transfronterizas.

⁶ Recogido en el Libro Blanco titulado «*Euroland—Our Single Payment Area*», mayo del 2002.



De este modo, la primera fase del proyecto SEPA nace como un compromiso de autorregulación del sistema financiero europeo. Sin embargo, como se verá posteriormente, la lentitud en el proceso de adopción de los instrumentos de pago SEPA, tanto por parte de las entidades financieras como de las empresas y clientes, llevó a que las autoridades europeas impusieran legalmente la adopción de unas normas y estándares comunes para todos los pagos en euros dentro del área SEPA.

Durante los años posteriores a su creación, el EPC llevó a efecto una intensa actividad con el objetivo de consensuar entre las entidades europeas las características, convenciones, procedimientos y estándares a aplicar a los nuevos instrumentos de pago que deberían utilizarse en todas las operaciones de pago minoristas en euros realizados en el área SEPA.

Cabe señalar que los objetivos del EPC en relación con el proyecto SEPA no se limitaron únicamente a la creación de unos instrumentos de pago comunes sino que, en línea con los objetivos de creación de un mercado único de pagos para el euro, el EPC se propuso que tanto empresas como particulares pudieran realizar estos pagos minoristas en euros desde una única cuenta abierta en cualquier banco de la zona, sin necesidad de tener que mantener abiertas cuentas en todos los países donde mantuvieran algún tipo de operativa. Asimismo, el EPC entendió que el proyecto SEPA debía servir también para desarrollar y mejorar los procesos, estándares, procedimientos e infraestructuras comunes para la realización de pagos en euros.

De manera algo más detallada, se pretendía que el proyecto SEPA diera respuesta a los siguientes objetivos:

- Integración de la multitud de los distintos esquemas de transferencias de crédito y sistemas de adeudo directo en euros existentes entonces en la zona SEPA y su sustitución por unos estándares técnicos, operativos y legales únicos para las transferencias y para los adeudos. De esta manera, las condiciones que tuvieran clientes y empresas serían idénticas para realizar pagos nacionales que para efectuar pagos transfronterizos en euros dentro de la zona SEPA.
- Creación de una zona única para el uso de tarjetas de pagos que garantizase una misma experiencia para los usuarios al realizar o aceptar pagos con tarjetas en toda la zona euro.
- Incentivo en el uso de los instrumentos electrónicos de pago y armonización de los procedimientos para la distribución de efectivo al por mayor desde los bancos centrales del área del euro a las entidades financieras.

Una vez consensuados los primeros estándares SEPA, hecho que se produjo durante el año 2005, se inició el proceso de registro de aquellas entidades e infraestructuras que se consideraban preparadas para enviar, recibir y procesar dichos instrumentos. Cabe señalar que a lo largo del año 2007 prácticamente todas las entidades financieras y la mayor parte de las cámaras europeas ya se encontraban listas para la utilización de los nuevos instrumentos de pago SEPA.

Tras este largo trayecto de definición de instrumentos, estándares y convenciones sobre pagos, la SEPA inició finalmente su andadura en enero de 2008 con el intercambio de las primeras Transferencias de Crédito SEPA. Desde el primer día, se pudieron intercambiar transferencias SEPA sin ningún tipo de obstáculo tanto en operaciones puramente nacionales como transfronterizas.



El siguiente hito en la puesta en marcha de SEPA se produjo en noviembre de 2009 con el lanzamiento de los Adeudos Directos SEPA, tanto en su versión básica como entre empresas (B2B). Sin embargo, no fue hasta noviembre de 2010 cuando resultó obligatorio que todas las entidades de la zona SEPA fueran accesibles para los adeudos básicos⁷. En consecuencia, la auténtica puesta en marcha real de los adeudos directos SEPA se retrasó cerca de dos años respecto a las transferencias de crédito.

En lo que respecta a las tarjetas de pago, el objetivo del proyecto SEPA era el de eliminar las barreras de tipo legal, operativo y de negocio preexistentes, de forma que se garantizara la necesaria interoperabilidad paneuropea del instrumento y su uso no se viera limitado por condicionantes geográficos. En este ámbito, la Comisión Europea elaboró un Libro Verde titulado «Hacia un mercado europeo integrado de pagos mediante tarjeta, pagos por internet o pagos móviles» en el que ofrece un análisis de la situación del mercado europeo de tarjetas de pago, identificando los obstáculos que impedían una integración plena de estos pagos.

De manera progresiva, las transferencias y los adeudos SEPA fueron utilizándose por las entidades europeas tanto para las operaciones transfronterizas como para las nacionales, sustituyendo paulatinamente a los instrumentos tradicionales que existían en los distintos países. Adicionalmente, las autoridades europeas mantuvieron el objetivo de que, en una etapa posterior, se produjera un desarrollo armonizado de los pagos por móviles, pagos inmediatos, emisión y gestión de los mandatos de pago por medios electrónicos. Estas iniciativas se encuadran en lo que se ha venido en llamar e-SEPA o SEPA 2.0 y a ellas se va a dedicar un apartado específico.

4.4. ÁREA SEPA

El área SEPA está formada por 34 países europeos, por lo que se extiende más allá de los países de la Unión Europea y afecta a todas las transacciones denominadas en euros, aunque esa divisa no sea la del país.

El área SEPA suma más de 500 millones de habitantes que realizan cerca de 90.000 millones de pagos electrónicos minoristas al año. Por otro lado, se calcula que son más de 20 millones las empresas de todo tipo que hacen pagos en euros dentro de la zona, además de un número muy elevado de administraciones públicas.

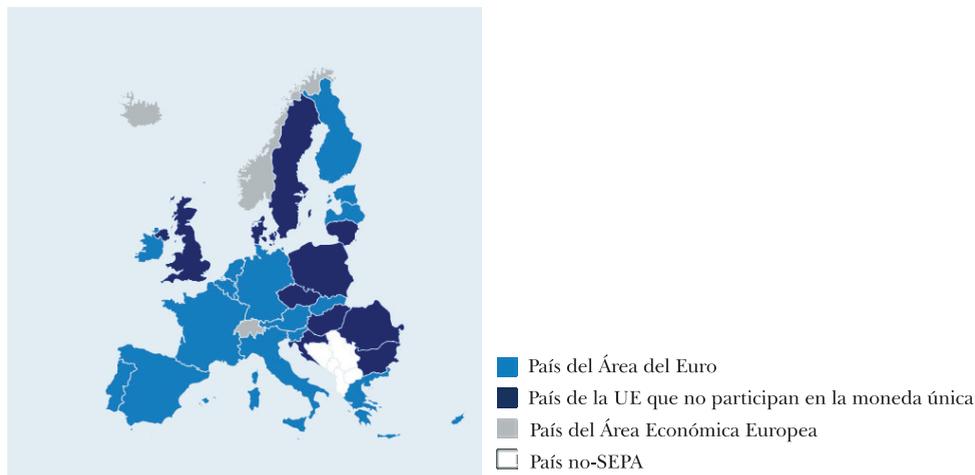
En particular, el área SEPA comprende los siguientes 34 países:

- **Países del Área del Euro (19):** Alemania, Austria, Bélgica, Chipre, Eslovaquia, Eslovenia, España, Estonia, Finlandia, Francia, Grecia, Holanda, Irlanda, Italia, Letonia, Lituania, Luxemburgo, Malta y Portugal.
- **Países de la Unión Europea que no participan en la moneda única (9):** Bulgaria, Chequia, Croacia, Dinamarca, Hungría, Polonia, Reino Unido, Rumanía y Suecia.

⁷ Hasta la fecha no resulta obligatorio que las entidades participen en los adeudos entre empresas.



- **Países del Área Económica Europea (3):** Islandia, Liechtenstein y Noruega.
- **Otros países europeos (3):** Mónaco, San Marino y Suiza.



Fuente: BCE.

4.5. INSTRUMENTOS DE PAGO

Como ya se ha mencionado, el proyecto SEPA ha tenido como uno de los ejes fundamentales la selección de unos instrumentos de pago comunes y armonizados para todo el área sobre los que se han consensado una serie de estándares técnicos comunes que permitan el tratamiento automatizado de los pagos de principio a fin.

Poco después de la creación del EPC en el año 2002, se inició el debate en la comunidad financiera europea sobre cuales debían ser los instrumentos de pago electrónicos comunes a adoptar para asegurar la existencia de una zona única de pagos minoristas para el euro.

Debido a su empleo frecuente en las operaciones transfronterizas, la transferencia de crédito, en España conocida simplemente como transferencia, se ha constituido como el instrumento principal sobre el que se ha basado el proyecto SEPA. Desde el primer momento, no hubo ninguna duda que el instrumento fundamental sobre el que debería apoyarse el proyecto SEPA sería precisamente la transferencia de crédito, puesto que todos los países la utilizaban y ya se usaba con alguna frecuencia en las operaciones transfronterizas.

La transferencia SEPA es un instrumento de pago básico para efectuar abonos en euros entre cuentas bancarias de clientes en el ámbito de la SEPA. Además, se ha acordado que la transferencia SEPA contenga las siguientes características básicas: carecer de carácter de urgente, puesto que su liquidación y abono al cliente se debe producir al día siguiente a su intercambio, que no tenga límite alguno en su importe y que su procesamiento se realice de forma totalmente electrónica y automatizada.



El segundo instrumento de pago electrónico para el que se acordó la armonización dentro del área SEPA fue el Adeudo Directo. Esta decisión resultó más complicada y controvertida, ya que los adeudos nacionales resultan más complejos que las transferencias y presentaban características muy diferentes en los distintos países. Además, hasta ese momento no se contaba con ninguna experiencia previa ni en Europa ni en otra región del mundo sobre la utilización transfronteriza de adeudos. Cabe recordar también que algunos países, especialmente del Este de Europa, apenas si utilizan el adeudo incluso en operaciones nacionales.

El Adeudo Directo, en España conocido como domiciliación de recibos, es el instrumento de pago que se inicia por el beneficiario del pago⁸ permitiendo el adeudo de la cuenta del deudor siguiendo el mandato u orden de domiciliación previamente acordado entre el acreedor y el deudor. En consecuencia, en el Adeudo Directo intervienen cinco elementos: el acreedor, el banco del acreedor, el deudor, el banco del deudor y el mandato. El mandato, a su vez, es el consentimiento suscrito por el deudor mediante el cual se autoriza al acreedor a iniciar los cobros mediante el cargo en la cuenta bancaria indicada comprometiéndose el deudor a atender dichos cargos. Este mandato puede formalizarse en formatos físicos, electrónicos e incluso puede ser tácito.

Cabe señalar que, desde el inicio, el EPC acordó que dentro de los adeudos domiciliados SEPA se mantuvieran dos productos bien diferenciados. Por un lado, se encontraría un esquema básico de adeudos directos (*Cove*) que, en principio, se utilizaría para los pagos más tradicionales, normalmente emitidos por las empresas para recabar los pagos procedentes de clientes particulares como por ejemplo las comunicaciones o la energía.

Por otro, se decidió la puesta en marcha de un esquema diferenciado para procesar los adeudos intercambiados entre empresas (*B2B*). Adicionalmente, se había considerado el lanzamiento de una tercera modalidad para realizar adeudos por un monto prefijado, cuya utilización podría ser útil para pagos no recurrentes, pagos de impuestos o tasas al sector público. Este tercer tipo de adeudo todavía está en estudio y no hay decisión firme sobre su puesta en marcha.

Por último, el tercer instrumento sobre el que se apoyaría el proyecto SEPA serían las tarjetas de débito. En este caso, en vez de optar por la creación de un nuevo instrumento de pago común que posteriormente adoptarían todos los países, el EPC alcanzó el acuerdo de armonizar los principios, estándares y procedimientos que mantenían los distintos esquemas y procesadores de tarjetas de débito. De esta manera, se podría asegurar la plena interoperabilidad de los mismos y contar con reglas similares de uso con independencia del país en que se utilizara la tarjeta de pago. En particular, se acordó la adopción, en las tarjetas emitidas en la zona SEPA, de chips con tecnología EMV (Europay, Mastercard y Visa) y el uso del número secreto personal (PIN) en sustitución de la firma física.

Conviene mencionar que el EPC también estudió la conveniencia de incluir dentro del proyecto SEPA otra serie de instrumentos de pago tales como los cheques, letras de cambio o pagarés, aunque todos ellos resultaban demasiado complejos, sólo se utilizaban en

⁸ Para el esquema de adeudos SEPA, el EPC optó por que las órdenes de domiciliación se canalizaran a través del banco del acreedor («*Creditor-driven Mandate Flow*», o CMF por sus siglas en inglés).

algunos de los países del área y representaban instrumentos cada vez más en desuso que precisan de soportes físicos. En consecuencia, se decidió no proceder a su adopción como instrumentos paneuropeos a la espera de que, en un futuro próximo, pudieran ser reemplazados por instrumentos electrónicos más eficientes como los propios instrumentos SEPA. (Ver Box 4 sobre la utilización de los instrumentos de pago en Europa).

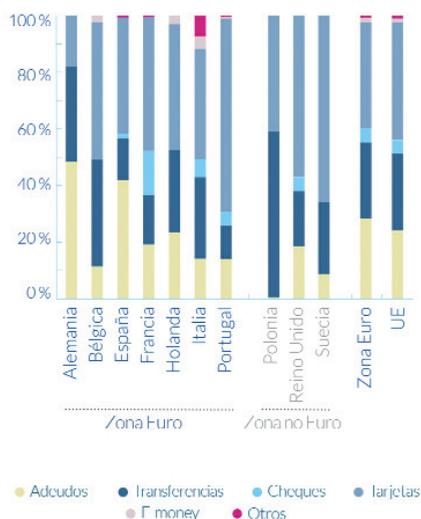
Box 4: Tendencias y evolución de los pagos en Europa

A partir de la información proporcionada por el Banco Central Europeo, que incluye datos hasta finales del ejercicio 2013, se pueden constatar las siguientes tendencias en el uso de los instrumentos de pago en Europa:

Elevado uso de transferencias y adeudos

El uso de las transferencias de crédito y los adeudos directos ha venido aumentando de manera estable durante los últimos años a tasas en torno al 3%.

El uso de las transferencias de crédito en la Unión Europea ha permanecido estable en los últimos años en el 27% de los pagos minoristas europeos, mientras que los adeudos, después de haber experimentado importantes crecimientos durante los últimos años, también se han estabilizado en torno al 24%.



Fuente: BCE

Aumento en el uso de las tarjetas de pago

El uso de tarjetas de pago mantiene su crecimiento, tanto en España como en el resto de países europeos, lo que hace que sea el instrumento de pago minorista más extendido en la Unión Monetaria con más del 37% de las transacciones efectuadas en 2013, frente al 32% en 2008.



La utilización de las tarjetas supera el 50% del número total de pagos minoristas en países como Dinamarca, Estonia, Finlandia, Irlanda, Letonia, Portugal, Suecia o el Reino Unido. Por el contrario, entre los países con una menor utilización de tarjetas se encuentran algunos de los países más desarrollados de la Unión Monetaria, como Luxemburgo (6%), Alemania (18%) y Austria (22%).

Todos los estudios realizados sostienen que una parte importante del crecimiento en el uso de las tarjetas tiene su origen en la paulatina sustitución del uso de cheques y efectivo en favor de las tarjetas de pago. Este efecto resulta evidente en los países que aún mantienen el cheque como un instrumento de pago de uso generalizado, ya que los descensos en la utilización del cheque están perfectamente correlacionados con incrementos en el uso de tarjetas.

Cabe señalar que las transacciones realizadas con tarjeta por cada habitante de la Unión Monetaria ascendieron a 76 por año en 2013, frente a las 56 registradas en 2008. En el caso de España, estas cifras se reducen a 54 por habitante y año en 2013 frente a las 46 en 2008.

Descenso en el uso de los cheques

La reducción en el uso del cheque sigue resultando una constante en todos los países de la Unión Europea en los últimos años. Así, mientras que en 2008 el cheque suponía cerca del 8% del número total de transacciones en la Unión Europea, esta cifra se redujo hasta el 3,7% en 2013.

Francia es con mucho el país que más los usa, acaparando cerca del 65% de todos los cheques emitidos en la Unión Europea. Las cifras sobre el uso de este instrumento de pago en Francia han pasado desde el 22% del total de pagos minoristas en 2008 al 13,5% en 2013. Otro país con elevado uso del cheque, Portugal, ha visto cómo su uso ha descendido del 11% en 2008 a tan solo el 4% en 2013; mientras que en Italia su uso se redujo desde el 10% al 5,6% y en el Reino Unido del 9% al 3,6% en el mismo periodo.

También resulta destacable que siete países de la Unión Europea (Bulgaria, Estonia, Holanda, Hungría, Letonia, Polonia y Suecia) no utilizan cheques, mientras que otros doce más (Alemania, Austria, Bélgica, Chequia, Croacia, Dinamarca, Eslovaquia, Eslovenia, Finlandia, Lituania, Luxemburgo y Suecia) presentan un uso del cheque inferior al 1%. Mientras, el uso del cheque en España se situó en el 1,3% en 2013, frente al 2,5% registrado en 2008.

Continúa pues la tendencia a que el cheque sea paulatinamente relegado a un papel marginal entre los instrumentos de pago europeos.

Las transferencias acaparan las operaciones de mayor valor

Si se miden las operaciones en cuanto a los importes intercambiados, la transferencia de crédito resulta, con abrumadora diferencia, el instrumento preferido de los europeos para mover cantidades sustanciales.

En efecto, el 84% del valor total de pagos minoristas en los países del Área Euro se intercambian utilizando este instrumento de pago, aunque esta cifra ha des-



cendido ligeramente en los últimos años debido al incremento en el uso de adeudos y tarjetas. Los adeudos directos, tan sólo suponen el 12% del valor intercambiado en 2013, cifra que permanece estable en los últimos años. En cuanto a los cheques, suponen un 2% del valor de los pagos en la Unión Monetaria durante el año 2013. Las tarjetas aportan únicamente el 0,9% de dicho valor, por lo que siguen siendo el instrumento preferido para los pagos de menor cuantía y constituyen el medio de pago que más fácilmente puede sustituir al efectivo. Por último, las transacciones de dinero electrónico no acaban de despegar y junto con el resto de instrumentos de pago apenas tienen relevancia en cuanto al valor de los pagos intercambiados.

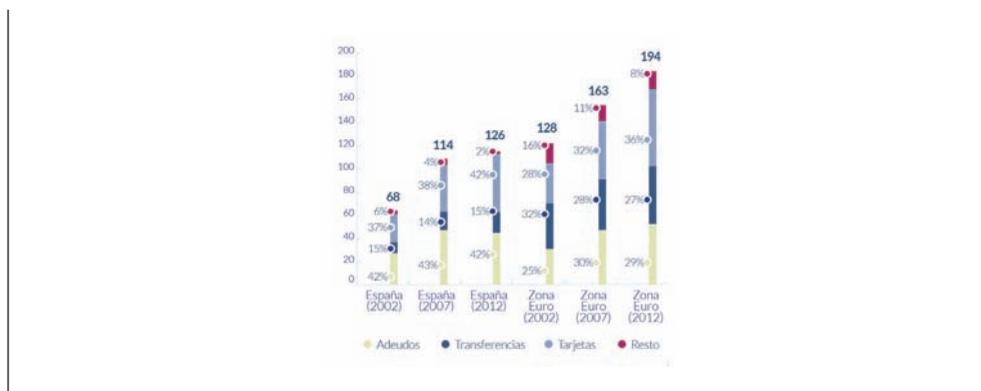
Teniendo en cuenta los datos anteriores, no resulta extraño que el valor medio por operación en el caso de las transferencias sea muy superior al de los otros instrumentos de pago. Así, mientras que el valor medio de una transferencia en los países de área del euro durante el año 2013 alcanzó cerca de los 7.000 euros, el valor medio de un adeudo apenas llegaba a los 850 euros y en los pagos con tarjeta se situaba alrededor de 50 euros. Los cheques se mantuvieron en un nivel intermedio, con un valor medio por pago en torno a los 1.000 euros.

Freno a la convergencia de España con Europa en el uso de los instrumentos de pago

Los datos sobre el número de operaciones anuales por instrumento de pago y habitante vienen tradicionalmente poniendo de manifiesto una notable diferencia entre el uso que de estos instrumentos se hace en Europa con respecto al que se hace en nuestro país. Este desfase se había venido reduciendo de manera constante gracias a la paulatina sustitución del uso del efectivo en España en favor de instrumentos electrónicos de pago.

Sin embargo, la recesión económica en España podría estar detrás de un cierto cambio de tendencia, ya que el uso de instrumentos electrónicos en España aumenta de forma muy moderada, mientras sigue creciendo de manera importante en el resto de países europeos. Los últimos datos de los que se dispone confirman que en España apenas se registra un aumento significativo en el uso de instrumentos electrónicos, al pasar el número de operaciones por persona y año de 114 operaciones en el año 2007 a 129 en 2013. En contraste, el conjunto de los países de la Unión Europea ha visto incrementar el número de sus operaciones electrónicas per cápita anuales desde 163 operaciones en 2007 a 197 en 2013.

Estos datos dan una idea de que el uso del efectivo sigue siendo muy importante en España, mientras que se podría estar reduciendo de forma significativa en países de nuestro entorno, quizás debido a que la crisis económica haya podido resultar menos severa en el conjunto de los países de la Unión Europea que en nuestro país.



En cuanto al uso del efectivo, que continúa siendo el instrumento más extendido por los ciudadanos europeos para realizar sus pagos minoristas, el proyecto SEPA plantea una armonización en el tratamiento y logística del efectivo de manera que se puedan reducir las diferencias en la provisión mayorista de billetes y monedas desde los bancos centrales a las entidades financieras. Otro objetivo que se programa en esta área es la posibilidad de distribuir billetes entre distintos países, proyecto que no siempre ha resultado viable dadas las importantes diferencias en la legislación sobre seguridad en el transporte de billetes.

4.6. ESTÁNDARES

El EPC, en su condición de órgano de decisión y coordinación de la industria bancaria europea en el proyecto SEPA, asumió desde su creación en 2002 como una de sus tareas fundamentales el establecimiento de los estándares necesarios para garantizar la eficiencia y seguridad de los pagos en la zona SEPA.

Buena parte de los esfuerzos del EPC se dedicaron entonces a la estandarización de los pagos minoristas europeos adoptando determinadas convenciones que debían facilitar el proceso automatizado de las operaciones.

En primer lugar, se acordó la utilización del estándar internacional conocido como ISO 20022 que tiene como objetivo que el sector financiero cuente con una plataforma común para desarrollar cualquier tipo de mensaje financiero, incluyendo el intercambio de instrumentos de pago. Cabe señalar que los mensajes ISO 20022 se han diseñado para que puedan intercambiarse siguiendo distintos protocolos de transmisión de datos.

Además de la utilización de los estándares ISO 20022, el EPC acordó el uso del lenguaje XML⁹, que permite completar la estandarización de la mensajería de pagos a utilizar y facilita la verificación de la validez de la forma y contenido de la información intercambiada.

⁹ Siglas en inglés de «*eXtensible Markup Language*».



Otra decisión clave adoptada por el EPC fue el acuerdo para la utilización en SEPA del estándar IBAN¹⁰, que permite identificar de manera unívoca las cuentas bancarias de cualquier ciudadano o empresa cuyo país se haya adherido a este estándar elaborado por el Comité Europeo de Estándares Bancarios.

El IBAN es un código alfanumérico que permite identificar el país donde se encuentra abierta la cuenta, la entidad financiera en la que se abre dicha cuenta, además del propio número de la cuenta. La adopción del IBAN resulta una de las claves para facilitar el tratamiento automatizado de los pagos con independencia de si se trata de pagos nacionales o transfronterizos.

Al contar con varios dígitos de control, el estándar IBAN facilita la correcta transmisión de los datos, reduciendo las posibilidades de errores. Por tanto, su uso contribuye a evitar los costes y las demoras asociadas a la transmisión incorrecta o insuficiente de los datos relativos a las cuentas bancarias. Cabe señalar que, además de los 34 países del área SEPA, otros 30 países de diversas regiones del planeta también han adoptado el IBAN como su estándar para la identificación de las cuentas bancarias.

De manera complementaria al IBAN, el EPC adoptó el BIC¹¹ para identificar a las entidades financieras, siendo este un código de identificación bancaria que consta de 8 caracteres alfanuméricos, de los cuales los primeros cuatro identifican el banco, los dos siguientes el país y los dos últimos suelen indicar la localidad donde se radica el banco en cuestión. Adicionalmente, se suele utilizar un código BIC de 11 posiciones añadiendo tres caracteres adicionales para indicar distintas oficinas, filiales, entidades participadas o sucursales de la entidad en cuestión.

Uno de los aspectos que resultó más difícil armonizar ha sido las cláusulas de reparto de gastos entre las entidades emisoras y receptoras de la operación. Las opciones existentes consistían en: la adopción de cláusulas «OUR», donde todos los gastos corren a cargo de la entidad emisora del pago; las cláusulas «BEN» donde los gastos se soportan por la entidad receptora del mismo; o las «SHARE» en la que los gastos se dividen entre la emisora y receptora. Finalmente, el proyecto SEPA contempla la aplicación en todos los casos de cláusulas de reparto de gastos «SHARE», de manera que el ordenante del pago debe soportar las comisiones y gastos en que incurra su entidad y el beneficiario, si los hubiese, las comisiones y gastos en que incurra la suya.

Ligada a la decisión sobre las cláusulas de reparto de gastos, otro tema que debía acordarse fue el de la existencia de comisiones interbancarias entre la entidad emisora del pago y la del beneficiario ya que, dependiendo de los países, este tipo de comisiones existía y era muy variable en los tres instrumentos afectados por SEPA. Esta cuestión quedó resuelta cuando se decidió que no se aplicarían comisiones interbancarias en las transferencias y adeudos SEPA.

También se ha procurado armonizar la emisión y tratamiento de los mandatos, cuyos datos deben ser incorporados en la propia información de los adeudos e intercambiados

¹⁰ Siglas en inglés de «International Bank Account Number».

¹¹ Siglas en inglés de «Business Identifier Code». El código BIC está gestionado por SWIFT por lo que también se suele conocer como código SWIFT.



entre la entidad del acreedor y la del deudor. En este caso, se han armonizado los plazos de presentación y los momentos de liquidación, ofreciendo distintas posibilidades para la cancelación y retrocesión de las operaciones presentadas, quedando pendiente la armonización de los mandatos electrónicos.

Finalmente, a medio camino entre instrumentos y estándares se encuentra el tema de cuantos caracteres son necesarios para incluir dentro del campo concepto del pago. El acuerdo alcanzado por el EPC fue el de permitir 140 caracteres lo que en España ha precisado de una adaptación de bancos y emisores de adeudos, puesto que el recibo tradicional español contaba con la posibilidad de incluir hasta 640 posiciones.

4.7. INFRAESTRUCTURAS

Otro pilar fundamental de SEPA se encuentra en las infraestructuras de pagos, ya que son éstas las que finalmente facilitan los procedimientos técnicos y de comunicaciones para el intercambio, validación, compensación y liquidación de instrumentos de pago entre las entidades financieras.

Un total de 17 infraestructuras, entre las que se encuentra la cámara española, Iberpay (ver Box 5: *Iberpay*), mostraron desde el primer momento su intención de participar de forma activa en el proyecto SEPA demostrando, a través de un proceso de autoevaluación, el cumplimiento de todos requisitos técnicos, operativos y legales para procesar adecuadamente las transferencias y adeudos SEPA.

Box 5: Iberpay

Iberpay es la Cámara de Compensación interbancaria española que provee el procesamiento de instrumentos de pago al por menor entre entidades de crédito. Creada en junio de 2005 en virtud de la Ley 41/99 sobre sistemas de pago y de liquidación de valores, Iberpay facilita de manera eficiente y segura el intercambio, compensación y liquidación de los instrumentos de pago minoristas entre sus miembros participantes a través del Sistema Nacional de Compensación Electrónica (SNCE), principalmente transferencias, adeudos, cheques y efectos.

La compañía provee además una amplia gama de servicios técnicos y operativos de valor añadido, así como el diseño de soluciones específicas en materia de servicios de pago, proporcionando así una excelente herramienta de desarrollo, innovación y diferenciación para la comunidad financiera.

Iberpay ha desempeñado un papel clave en el proceso de implantación del proyecto SEPA en nuestro país, en particular con la adaptación y lanzamiento de los esquemas de transferencias y adeudos SEPA, permitiendo la interoperabilidad con otras cámaras y facilitando los trabajos de adaptación a sus entidades de cara a los ajustes necesarios para la migración final concluida satisfactoriamente en junio de 2014.

Más de 150 entidades nacionales y extranjeras gestionan sus pagos a través de Iberpay y su estructura accionarial está compuesta por las principales entidades

financieras españolas, incluido el Banco de España. En el año 2014, Iberpay procesó 1.885 millones de operaciones en total por un valor de 1,51 billones de euros, con picos diarios de 25 millones de operaciones.

SNCE Distribución de productos en 2013



Además de esta preparación para el procesamiento de los nuevos instrumentos SEPA, el principal reto al que han tenido que hacer frente las infraestructuras de pagos minoristas es el de permitir la interoperabilidad con otras cámaras europeas.

Como ya se ha mencionado, lo más habitual era que cada país mantuviera una cámara electrónica de compensación de pagos minoristas nacional en la que se procesaban instrumentos de pago nacionales y, por tanto, no se mantenía relación operativa alguna con las infraestructuras de otros países. Sin embargo, desde la puesta en marcha del proyecto SEPA, en enero de 2008, ha resultado preciso que las operaciones nacionales obtengan el mismo trato que las transfronterizas, lo que ha forzado la urgente puesta en marcha de acuerdos de interoperabilidad entre las cámaras de compensación que operan en el área SEPA.

La interoperabilidad entre cámaras tiene como objetivo que sea suficiente con que una entidad de crédito participe en una única infraestructura para que pueda intercambiar órdenes de pago con cualquier entidad que participe en SEPA, sin estar obligada a participar también de forma directa o indirecta en cualquier otra infraestructura.

Para dar respuesta a este requisito de interoperabilidad entre infraestructuras se han venido siguiendo los siguientes dos modelos, no excluyentes entre sí:

- Modelo EACHA: En el segundo semestre del 2007, la Asociación Europea de Cámaras de Compensación Automatizadas, en adelante EACHA, publicó el Marco Técnico de Interoperabilidad para el procesamiento de pagos SEPA que las cámaras de compensación electrónicas han aplicado como acuerdo básico para la interoperabilidad ente cámaras. Basado en este Marco de Interoperabilidad de EACHA, diversas cámaras, entre ellas Iberpay, han puesto en marcha procedimientos para el intercambio y liquidación de operaciones SEPA, permitiendo que los bancos puedan enviar todos sus pagos a una única cámara, la cual los distribuye entre aquellas con las que mantiene acuerdos de interoperabilidad.



- Modelo EBA: El modelo EBA supone la participación directa o indirecta de todos los bancos que participan en SEPA en una única plataforma de pagos, denominada STEP2. Para lograr que todos los bancos sean accesibles a través de este sistema, EBA ha contado con la colaboración de muchas cámaras nacionales incluyendo Iberpay, las cuales, utilizando al banco central nacional como participante directo en STEP2, aseguran la participación de todas las entidades en este modelo para el intercambio y liquidación de sus operaciones SEPA.

4.8. LA GOBERNABILIDAD EN EL PROCESO DE IMPLANTACIÓN DE SEPA

El éxito de un proyecto tan complejo y de la envergadura de SEPA, que acaba afectando tanto a bancos, consumidores, empresas, administraciones públicas o infraestructuras, depende en buena medida de contar con una estructura de gobierno idónea que permita conjugar los distintos intereses de las partes. En el desarrollo del proyecto SEPA se pueden identificar tres fases bien diferenciadas en cuanto a su gobierno.

En la primera fase del proyecto SEPA, ante la ausencia de otro liderazgo, fue el EPC quien dirigió los pasos del proyecto como una iniciativa de autorregulación del sector financiero europeo para dar respuesta al reto planteado por las autoridades europeas de crear un verdadero mercado único de pagos minoristas para la zona del euro.

En esta primera fase, los bancos centrales mantuvieron frecuentes contactos con todas las partes implicadas en el proyecto SEPA para analizar los avances del mismo y el grado de cumplimiento de las expectativas y requisitos que se habían ido fijando. Estos análisis tienen su reflejo, principalmente, en los informes de progreso sobre la migración a SEPA publicados por el Banco Central Europeo (BCE).

En una segunda fase, a medida que se profundizaba en la puesta en marcha de SEPA, se incrementó la participación en el proyecto de las autoridades europeas y muy particularmente de la Comisión Europea y el BCE, quien pasó a actuar como catalizador de esta iniciativa. Teniendo en cuenta que el EPC tan solo representaba a la banca europea, se consideró necesario crear un nuevo organismo que liderara el proyecto SEPA y en el que se encontraran adecuadamente representados tanto los usuarios de los servicios de pago como los proveedores de los mismos.

Con este objetivo, la Comisión Europea y el BCE crearon en junio de 2010 el Consejo SEPA, que nació con el objetivo primordial de promover la puesta en marcha de un mercado integrado de pequeños pagos en euros a través de una adecuada participación, así como fomentar el consenso acerca de los pasos necesarios a dar para lograr la efectiva implementación de SEPA. Adicionalmente, otro objetivo que se planteó el Consejo SEPA fue el de mejorar la imagen y el conocimiento público sobre el proyecto SEPA, con el fin último de impulsar la migración hacia los nuevos estándares paneuropeos.

En la composición del Consejo SEPA figuraban representantes tanto de la oferta de servicios de pago (incluyendo al propio EPC) como de la demanda (consumidores, administraciones públicas, comercios, pymes y grandes empresas), además de una serie de instituciones como la Comisión Europea, el BCE y bancos centrales nacionales.



La tercera, y parece que definitiva etapa de gobierno sobre SEPA, comenzó en diciembre de 2013 con la creación por parte del BCE del Consejo Europeo de Pagos Minoristas, en adelante ERPB por sus siglas en inglés.

El ERPB sustituyó al Consejo SEPA, que no había logrado alcanzar un liderazgo claro sobre el proyecto. El ERPB mantiene como objetivo el de contribuir y facilitar el desarrollo de un mercado integrado, innovador y competitivo para los pagos minoristas en euros con especial atención a las siguientes cuestiones:

- Identificar y eliminar posibles obstáculos legales, técnicos o de procedimiento que pudieran aparecer en las transferencias de crédito, adeudos directos, tarjetas de pagos, pagos por internet, pagos por móviles u otros instrumentos de pago paneuropeos.
- Abordar la armonización en cuestiones como estándares, seguridad y prevención del fraude en los instrumentos de pago.
- Impulsar la innovación, la competencia y la integración de los pagos minoristas en la Unión Europea.

El ERPB está presidido por el BCE y, por el lado de la oferta, participan representantes de los bancos comerciales, entidades de pago y de las entidades de dinero electrónico. Por el lado de la demanda están representados los consumidores, comercios físicos, comercios por internet, grandes empresas, pequeñas y medianas empresas y administraciones públicas nacionales.

Además, el ERPB cuenta con la participación de cinco bancos centrales nacionales del área del Euro y otro banco central de la Unión Europea situado fuera del área euro, más un representante de la Comisión Europea. Cabe destacar que, con un formato similar al del ERPB, muchos países europeos, entre otros España, están organizando Comités Nacionales de Pago como foros de decisión sobre las cuestiones relativas a la estrategia nacional sobre pagos minoristas.

4.9. PROCESO DE MIGRACIÓN A SEPA

Una vez se pusieron en marcha los instrumentos de pago SEPA a comienzos del año 2008 se dio inicio al proceso de migración hacia los nuevos instrumentos, que deberían convivir con los instrumentos nacionales durante un periodo de transición más o menos largo.

Este proceso de adopción de las transferencias y adeudos SEPA se produjo de manera muy desigual entre las distintas comunidades nacionales que forman parte de SEPA y entre los distintos bancos de un mismo país. Si bien la migración de las transferencias SEPA venía avanzando a una tasa lenta, aunque razonable, la adopción de los adeudos directos SEPA en la gran mayoría de los países europeos permaneció a tasas muy bajas durante varios años.

Así, mientras la tasa de migración hacia las transferencias SEPA a finales de 2012 se situó en el 35% para el conjunto de la zona SEPA, esta cifra apenas alcanzaba el 2% en el caso de los adeudos.



Teniendo en cuenta esos datos, no resulta extraño que las autoridades europeas decidieran optar por imponer una regulación específica, de la que hablaremos en el siguiente capítulo, para impulsar de manera definitiva la migración de los instrumentos de pago nacionales hacia los instrumentos SEPA y poner fin al periodo de convivencia de instrumentos de pago similares.

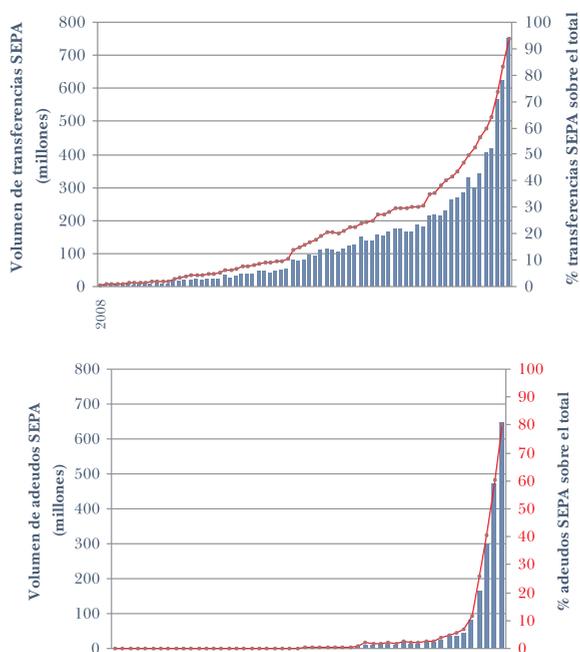
Una vez aprobada esta regulación europea, que exigía la migración a los instrumentos SEPA antes de febrero de 2014, se aceleraron de manera notable los calendarios de adaptación y migración a SEPA. Los organismos nacionales encargados de la migración a SEPA trabajaron en los distintos planes nacionales para adoptar de manera definitiva las transferencias y los adeudos SEPA de un modo ordenado y eficiente.

Tras la adopción de la regulación europea se produjo el despegue definitivo de la migración hacia los instrumentos SEPA y, así, a finales de 2013, la tasa global de migración de las transferencias SEPA había alcanzado una masa crítica cercana al 75%, mientras que el uso de los adeudos por fin parecía despegar, llegando a una tasa de migración del 41% en esa misma fecha.

En el caso español, la migración a los instrumentos SEPA se llevó a cabo de acuerdo con «Plan de acción para la migración a los adeudos directos y las transferencias SEPA en España» elaborado conjuntamente entre las entidades españolas y el Banco de España. Cabe destacar que las tasas de migración a SEPA en España se mantuvieron por encima de la mayoría de los países europeos, de manera que finalmente se pudo adelantar la fecha para la completa migración a SEPA. En particular, las entidades españolas decidieron que Iberpay dejase de procesar las transferencias nacionales tradicionales el 18 de marzo de 2014 y el 10 de junio de 2014 los adeudos domiciliados, unos meses antes de la fecha del 1 de agosto señalada finalmente por la regulación europea para concluir la migración a SEPA.

En lo que se refiere al resto del área SEPA, se puede considerar que el 1 de agosto de 2014 se dio por concluida de manera plenamente exitosa esta migración en todos los países de la zona euro, al haberse completado la migración de las transferencias y adeudos nacionales a los nuevos estándares SEPA.

A pesar de que el proceso de migración a SEPA puede considerarse concluido, aún quedan algunos objetivos por cumplir, tales como la desaparición de los denominados «productos nicho», o instrumentos de pago nacionales con características específicas y con un uso minoritario, que dejarán de ser utilizados en febrero de 2016. En esta misma fecha, la totalidad de las transferencias y adeudos directos se deberán identificar tan solo por el IBAN, sin que sea necesario proporcionar el BIC de la entidad receptora del pago. Asimismo, desde esa fecha los bancos no podrán facilitar servicios de conversión de CCC a IBAN a sus clientes en operaciones nacionales y deberán exigir el uso del formato XML ISO 20022 a los usuarios que manden o reciban pagos por lotes.



4.10. EL REGLAMENTO SEPA

Como se ha mencionado en el capítulo anterior, la lentitud en la adopción de los instrumentos SEPA por parte de los bancos, clientes, empresas y administraciones públicas, motivó que las autoridades europeas optaran finalmente por impulsar la armonización de los instrumentos de pago mediante una regulación específica.

Así, en marzo del año 2012, el Consejo Europeo y el Parlamento Europeo, considerando que las medidas de autorregulación adoptadas por el sector bancario europeo no habían bastado para impulsar la masiva migración de los instrumentos de pago nacionales a los estándares SEPA, aprobaron el Reglamento CE 260/2012 (conocido como Reglamento SEPA) en el que se establecía el 1 de febrero de 2014 como fecha límite para completar la migración a las transferencias y adeudos SEPA en la zona euro. En el caso de los países del área SEPA que no han adoptado el euro como divisa nacional esta fecha final para transformar sus instrumentos de pago y adoptar los esquemas SEPA para transacciones en euro, se fijó en el 1 de octubre de 2016.

El Reglamento SEPA establece igualmente los requisitos técnicos y de negocio que deben seguir las transferencias y los adeudos domiciliados en euros que tengan lugar entre los países participantes en el área. Cabe destacar que estos requisitos coinciden plenamente con los estándares y procedimientos previamente definidos por el EPC para los esquemas de transferencias de crédito y adeudos domiciliados SEPA.



En la misma línea en la que tanto el Parlamento Europeo como el Consejo habían insistido en repetidas ocasiones, el Reglamento SEPA enfatiza la trascendencia económica y política que el éxito de la SEPA reviste para la economía europea. Asimismo, esta regulación se encuadra el proyecto SEPA como parte fundamental en la estrategia de «Europa 2020», cuyo objetivo es lograr una economía basada en la tecnología, en la que la prosperidad sea consecuencia de la innovación y de un uso más eficiente de los recursos disponibles.

En enero de 2014, tan solo dos semanas antes de la fecha final de migración a SEPA, la Comisión Europea anunció su propuesta al Parlamento Europeo y al Consejo de otorgar un periodo adicional hasta el 1 de agosto de 2014 en el que aún se admitiría el procesamiento de operaciones de transferencias y adeudos usando formatos nacionales.

Además de esta regulación específica sobre SEPA, resulta clave que la Unión Europea haya consensuado desde el año 2007 una legislación específica sobre los sistemas de pago que regula las condiciones en las que se deben efectuar los pagos con especial atención a la protección de los consumidores. (Ver Box 6: *Regulación sobre Sistemas de Pago*).

Box 6: Regulación sobre Sistemas de Pago (PSD1 y PSD2)

En el ámbito normativo comunitario, cabe destacar un conjunto de iniciativas que se han revelado decisivas para poder ir avanzando en el desarrollo y consolidación de SEPA. La más importante de ellas es la Directiva 2007/64/CE de Servicios de Pago (PSD1), transpuesta en España por la Ley 13/2009 de Servicios de Pago, ya que implica el establecimiento de un conjunto homogéneo de normas aplicables a todos los servicios de pago que se presten en la Unión Europea.

Esta Directiva europea supone un cambio radical en las condiciones de utilización de los instrumentos de pago, estableciendo una normativa que garantiza la igualdad de condiciones para todos los sistemas de pago y el adecuado funcionamiento del mercado único de los servicios de pago en euros. Cabe destacar que esta Directiva no es de aplicación a las operaciones de pago efectuadas en efectivo o por medio de cheques, pagarés y efectos en papel.

La Directiva de Servicios de Pago ha elevado el nivel de protección a los consumidores en cuestiones como los derechos de información, gastos aplicables, plazos de ejecución de las órdenes o la información que debe proporcionarse tras la ejecución de un pago.

La Directiva garantiza que el beneficiario de la operación recibirá el importe íntegro de la misma, se establecen las condiciones relativas al reembolso y las condiciones de revocabilidad, según las cuales el usuario de servicios de pago tiene la posibilidad de rechazar un pago que le haya sido asignado por error o sin un mandato adecuado.

En julio de 2014, la Comisión Europea hizo pública su propuesta legislativa (denominada PSD2) para la revisión de la Directiva de Servicios de Pago que sustituirá, derogándola, a la actual PSD1, introduciendo tres novedades muy relevantes para los sistemas de pago:



- Ampliación del ámbito de aplicación a las operaciones con origen o destino en países fuera del Área Económica Europea.
- Posibilidad de participación de las Entidades de Pago en los sistemas de pago en las mismas condiciones que otras entidades financieras.
- Acceso a la información de las cuentas de pago para conocer la suficiencia de saldo e iniciar órdenes de pago por parte de proveedores de servicios de pago terceros.

En paralelo, y ligada a la propuesta de modificación de la PSD2, la Comisión ha elaborado una propuesta de Reglamento sobre tasas de intercambio aplicables al pago con tarjetas, estableciendo una limitación a las tasas aplicables hasta un máximo del 0,2% para las tarjetas de débito y del 0,3% para las tarjetas de crédito.

Cabe reseñar que el Real Decreto-ley 8/2014, de 4 de julio, de aprobación de medidas urgentes para el crecimiento, la competitividad y la eficiencia ha adelantado al 1 de septiembre de 2014 la adopción de estas medidas en España con el objetivo de *«incentivar el uso de las tarjetas de pago y dar lugar a una mayor aceptación de las mismas, fomentando la innovación en el sector en esta área, en especial, respecto de los pagos de pequeño importe»*. La legislación española en el caso de pagos inferiores a 20 euros establece un umbral máximo del 0,1% en tarjetas de débito y del 0,2% en tarjetas de crédito. Adicionalmente, para los pagos con tarjetas de débito, el nivel máximo de la tasa será, en todo caso, de 7 céntimos de euro, que aplicará, por tanto, para todos los pagos de importe superior a 35 euros.

Este descenso en la tasa de intercambio abre la posibilidad a reducciones en la tasa de descuento que aplican los proveedores de los Terminales en Punto de Venta (TPV) a los comercios, aunque este efecto no tiene por qué ser automático.

4.11. MÁS ALLÁ DE SEPA

Uno de los objetivos fundamentales del proyecto SEPA es el de servir de base para el desarrollo de nuevos productos y servicios de pago que den respuesta al fuerte despegue del comercio electrónico, la creciente demanda de pagos en línea o la sustitución de los procedimientos e instrumentos no automatizados por otros electrónicos.

La iniciativa más relevante en lo que se ha venido en denominar la e-SEPA, o SEPA 2.0, es la puesta en marcha de transferencias de crédito con carácter inmediato para los pagos minoristas. Esta iniciativa, permite que los pagos puedan llegar desde su origen hasta el destinatario final en unos pocos segundos y ya se encuentra en funcionamiento en diversos países del mundo, siendo las primeras experiencias en nuestro continente las iniciadas, por este orden, en el Reino Unido, Suecia, Polonia o Dinamarca.

La gran ventaja de los pagos inmediatos es que sobre ellos se pueden construir nuevos productos y servicios para ofrecer soluciones innovadoras para realizar pagos entre personas, entre empresas, pagos por móviles o procedimientos para efectuar compras en comercios físicos o en internet. Otra gran ventaja de los pagos inmediatos es que, a dife-



rencia de los pagos tradicionales, su funcionamiento suele extenderse las 24 horas del día los 7 días de la semana, lo que los hace un sustituto eficaz de los pagos en efectivo, de los cheques y, en menor medida, de los pagos con tarjeta.

Un segundo área de posible desarrollo de la e-SEPA se encuentra en la puesta en marcha de herramientas que faciliten la realización de pagos electrónicos a través de internet. La creciente oferta en internet de todo tipo de bienes y servicios ha creado la necesidad de disponer de instrumentos de pago electrónicos adecuados que permitan la compra-venta de los mismos con un nivel de seguridad apropiado en un entorno en el que no hay contacto físico entre comprador y vendedor.

Cabe señalar que algunas de las iniciativas más relevantes para facilitar los pagos de comercio electrónico han surgido fuera del ámbito bancario, mientras que el sector financiero está reaccionando con la puesta en marcha de diversos procedimientos que permiten la utilización más segura de las tarjetas de pago incorporando procedimientos de seguridad adicionales como la autenticación dinámica o sistemas de identificación múltiple.

También deben destacarse en este campo las iniciativas de la banca para realizar pagos en comercio utilizando directamente las cuentas corrientes de los clientes en lo que se ha denominado ofertas de Pago Electrónico basado en Banca por Internet (OBeP, por sus siglas en inglés).

Otra de las áreas donde se están desarrollando múltiples soluciones para realizar pagos es el ámbito de los teléfonos móviles y tabletas. El enorme éxito de estos teléfonos, tanto en países industrializados como en países en desarrollo, ha servido para que se lancen todo tipo de iniciativas para realizar pagos a través de dispositivos móviles tanto entre personas como en comercios físicos y electrónicos.

Las iniciativas basadas en teléfonos móviles se han adaptado tanto a los aparatos más básicos, utilizando sistemas de SMS para enviar pagos como el caso del sistema M-PESA en Kenia, como a los teléfonos inteligentes que permiten el inicio de pagos a través de aplicaciones específicas o mecanismos para realizar pagos por proximidad mediante sistemas de comunicación inalámbrica de corto alcance como NFC («*Near Field Communication*») o *Bluetooth*. Otras iniciativas con teléfonos inteligentes permiten el mantenimiento de monederos virtuales, el pago mediante el escaneo de facturas o códigos de respuesta rápida QR. Algunos teléfonos móviles también permiten obtener datos biométricos para identificar al cliente o generan códigos de un solo uso para realizar pagos a personas y comercios.

Uno de los proyectos que permitiría multiplicar el alcance y funcionalidades de los teléfonos móviles para realizar o recibir pagos sería la puesta en marcha de bases de datos que permitan asociar el número del móvil, o en su caso la dirección de correo electrónico, a la cuenta bancaria del cliente. De esta manera, clientes y empresas podrían enviar y recibir pagos tan solo utilizando el número de teléfono o correo electrónico del beneficiario del pago sin necesidad de conocer el IBAN.

Otros proyectos que también pueden tener cierta importancia dentro de la e-SEPA son los relacionados con la creación de mandatos electrónicos, el desarrollo de la presentación y cobro de facturas electrónicas así como los servicios relacionados con la identidad digital donde la banca mantiene una posición inmejorable por el conocimiento de sus clientes.



A falta de su redacción definitiva y de la transposición de la norma a las legislaciones nacionales, la nueva Directiva de Servicios de Pago (PSD2) tiene entre sus objetivos el de facilitar la innovación y la competencia en el ámbito de pagos por parte de proveedores no bancarios. Parece claro que temas como la participación de las entidades de pago en las cámaras de pago minoristas o el acceso a cuentas por parte de terceros tienen como objetivo impulsar la competencia y la innovación en el sector de los pagos.

En consecuencia, se ha abierto un profundo debate dentro de la industria, entre bancos y otros posibles proveedores, sobre las potenciales consecuencias de la puesta en marcha PSD2. En particular, preocupa que los clientes que utilicen estos nuevos servicios puedan hacerlo manteniendo niveles de seguridad adecuados. Con este objetivo, el Banco Central Europeo en colaboración con el «*European Forum on the Security of Retail Payments, SecuRePay*» ha elaborado un documento específico con recomendaciones específicas para la garantizar la seguridad de los pagos en Internet.

Además de las iniciativas anteriormente descritas, cada poco tiempo se lanzan nuevos proyectos cuyo objetivo es efectuar pagos electrónicos a través de todo tipo de instrumentos, procedimientos o canales, por lo que la descripción detallada de estos distintos mecanismos merecería un estudio monográfico. No obstante, sin intención de resultar exhaustivo, se mencionan a continuación algunas de las principales líneas que se están desarrollando, con mayor o menor éxito, en el entorno de los pagos:

- Procedimientos para la creación y gestión de mandatos electrónicos.
- Utilización de «*wearables*» para efectuar pagos como relojes, pulseras, gafas o dispositivos poco visibles adosados al cuerpo.
- Pagos a través de «*tokens*» y tarjetas virtuales que generan contraseñas dinámicas de un solo uso OTP («*One Time Password*»).
- Implantación masiva de Terminales en Punto de Venta (TPV) virtuales para todo tipo de comercios, pequeñas empresas y consumidores.
- Pagos a través de redes sociales.
- Iniciativas para el envío de remesas y efectuar pagos internacionales.
- Autorización de pagos y autenticación de usuarios utilizando datos biométricos como las huellas dactilares, el iris o las venas de las palmas de las manos.
- Otras iniciativas individuales o sectoriales como Alipay, Apple Pay, Cashually, Hal-Cash, iDeal, Inpay, iuPay, Montise, MyBank, Paylib, Paym, Pay Met, Paypal, Pingit, Safetypay, Sage Pay, SmartPass, Swipp, TransferWise, Trustly, Wizzo, Yaap, Zapp o Zopa.
- Nuevas formas de dinero electrónico, monedas virtuales como Bitcoin y tecnologías para almacenar y realizar pagos con estas divisas virtuales como Blockchain Wallet o Bitpay.
- Sistemas monetarios alternativos que se crean fuera del sistema financiero para facilitar las transacciones e intercambios locales, regionales o globales como Dwolla, Hawala o Ripple.

Cabe señalar que muchas de las iniciativas que surgen con profusión apenas logran alcanzar una masa crítica de uso y, consecuentemente, desaparecen al poco tiempo de su lanzamiento. Sin embargo, algunos de estos proyectos, en particular los detallados en los



dos últimos epígrafes, podrían suponer, si se generalizase su uso, un cambio radical en la forma en la que se realizan los pagos en el futuro e incluso en la manera en la que podríamos entender la relación de los clientes con la banca.

4.12. ALGUNAS CONCLUSIONES

Tras completarse el 1 de agosto de 2014 de manera satisfactoria la migración de los países del área del euro a los estándares SEPA, se puede sostener que se han cumplido los objetivos básicos planteados por las autoridades europeas de crear una Zona Única de pagos minoristas en euros. A partir de la mencionada fecha, todos los pagos minoristas en euros dentro de la zona euro se realizan siguiendo los mismos requisitos y estándares establecidos por las autoridades europeas. De esta manera, se ha eliminado cualquier diferencia entre pagos nacionales y transfronterizos realizados entre estos países, ya que todos se efectúan con los mismos instrumentos en igualdad de condiciones y bajo las mismas reglas, procedimientos y estándares.

Aunque los beneficios de SEPA parecen indudables, el enorme esfuerzo de adaptación realizado durante muchos años tanto por las entidades financieras, clientes, empresas e infraestructuras de pago no tendría excesivo sentido si no viniera acompañado de avances significativos en la creación de un mercado único de bienes y servicios en el área del euro. Resulta evidente que los pagos no son sino el reflejo de las transacciones económicas y financieras subyacentes realizadas entre ciudadanos y empresas. En consecuencia, la creación de un Zona Única de Pagos en euros solo tendrá verdadero valor si estos nuevos instrumentos de pago se ofrecen para dar servicio a un auténtico mercado interior de bienes y servicios entre los países que se han adherido a SEPA.

Otro de los aspectos que puede hacer que la creación de la Zona Única de pagos pueda tener pleno sentido se encuentra en los avances en la integración de los mercados financieros en Europa y el proceso de creación de una zona única bancaria. Si verdaderamente existen bancos paneuropeos que operan en muchos de los países que han adoptado SEPA, estos bancos podrán beneficiarse de la existencia de unos instrumentos de pago únicos. En el caso de que los bancos europeos sigan teniendo un manifiesto carácter nacional y la provisión de productos financieros continúe manteniendo un marcado carácter local, la puesta en marcha de SEPA no podrá alcanzar todos sus objetivos y beneficiará en mayor medida a aquellos bancos de fuera de la zona euro. Estos bancos internacionales, contando con un único centro de procesamiento de pagos, podrían competir con los bancos de la zona SEPA al tener acceso a todos los clientes y empresas desde un único punto, utilizando los mismos instrumentos de pago y siguiendo las mismas reglas de negocio.

Finalmente, el potencial desarrollo de la e-SEPA se constituye en el tercer factor que puede multiplicar el efecto beneficioso de contar con unos estándares comunes de pago a nivel europeo. El objetivo en este caso sería que los avances para dar respuesta al fuerte crecimiento del comercio electrónico, el aumento de la demanda de soluciones de pagos en línea o a través de móviles se produzcan mediante iniciativas que puedan alcanzar a todos los clientes del área SEPA, asegurando los mismos estándares, seguri-



dad y condiciones para todos los usuarios, sin necesidad de crear soluciones puramente nacionales que no sean de aplicación en toda la zona SEPA.

En definitiva, la fecha de agosto de 2014 no debe considerarse como el final del camino en la puesta en marcha de una Zona Única de pagos para el euro, sino más bien como el principio de una larga fase de integración de los pagos minoristas en los países que han adoptado los estándares SEPA. El objetivo último de este proyecto sería el de proseguir con el proceso de innovación y mejora continua en la eficiencia, seguridad y conveniencia en la que se realizan los pagos minoristas en Europa, de manera que se facilite un avance en la competitividad regional de la zona euro. De esta manera, SEPA se configura como una condición necesaria, aunque no suficiente, para el desarrollo de un verdadero mercado único de pagos entre los países que utilizan el euro como divisa.

REFERENCIAS:

- Banco de España (2005): El Banco de España y la vigilancia de los Sistemas de Pago, Revista de Estabilidad Financiera.
- Bank for International Settlements (2003): The role of central bank money in payment systems.
- Bank for International Settlements (2012): Principles for financial market infrastructures.
- Bank for International Settlements (2012): Innovations in retail payments.
- Bank for International Settlements (2014): Non-banks in retail payments.
- Daniel D. Garcia-Swartz, Robert W. Hahn y Anne Layne-Farrar (2006): The Move toward a Cashless Society: A Closer Look at Payment Instrument Economics.
- European Payments Council (2002): Euroland – Our Single Payment Area.
- European Central Bank (2007): Payment and securities settlement systems in the European Union: euro area countries (Blue Book).
- European Central Bank (2009): The Single Euro Payments Area (SEPA): an integrated retail payments market.
- European Central Bank (2010): The Payment System - Payments, securities and derivatives, and the role of the Eurosystem.
- European Central Bank (2011): The future of retail payments: opportunities and challenges.
- European Central Bank (2011): A single currency - an integrated market infrastructure (T2, T2S, CCBM2, SEPA).
- European Central Bank (2013): Recommendations for the Security of Internet Payments.
- European Commission (2012): Green Paper. Towards an integrated European market for card, internet and mobile payments.
- Heilo Schmiedel, Gergana Kostova y Wiebe Ruttenberg (2012): The social and private costs of retail payment instruments.



- Iftekhar Hasan, Tania De Renzis y Heiko Schmiedel (2013): Retail Payments and the Real Economy, ECB Working Paper Series 1572.
- Sergio Gorjón y Ana Fernández (2014): SEPA 2.0 – Avanzando en la integración europea: La Zona Única de Pagos en Euros (SEPA) en perspectiva.
- Singh, V. and M. Zandi (2010): The Impact of Electronic Payments on Economic Growth.
- The World Bank (2014): Guidelines for the successful regional integration of financial infrastructures.

NORMATIVA:

- Directiva 2007/64/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de noviembre de 2007, sobre servicios de pago en el mercado interior.
- Ley 13/1994, de 1 de junio, sobre la Autonomía del Banco de España.
- Ley 41/1999, de 12 de noviembre, sobre Sistemas de Pago y de Liquidación de Valores.
- Ley 16/2009, de 13 de noviembre, de servicios de pago.
- Orden Ministerial EHA/1608/2010, de 14 de junio, sobre transparencia de las condiciones y requisitos de información aplicables a los servicios de pago.
- Real Decreto 712/2010, de 28 de mayo, de régimen jurídico de los servicios de pago y de las entidades de pago.
- Real Decreto-ley 8/2014, de 4 de julio, de aprobación de medidas urgentes para el crecimiento, la competitividad y la eficiencia.
- Reglamento (CE) N.º 924/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de septiembre de 2009, relativo a los pagos transfronterizos en la Comunidad.
- Reglamento (UE) N.º 260/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo de 14 de marzo de 2012 por el que se establecen requisitos técnicos y empresariales para las transferencias y los adeudos domiciliados en euros, y se modifica el Reglamento (CE) N.º 924/2009.
- Reglamento (UE) n.º 248/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de febrero de 2014, que modifica el Reglamento (UE) n.º 260/2012 por lo que respecta a la migración a transferencias y adeudos domiciliados comunes a toda la Unión.



5. EL SUPERVISOR ÚNICO, UN PASO DEFINITIVO HACIA LA INTEGRACIÓN EUROPEA

ALEJANDRA KINDELÁN OTEYZA, CARLOS SOLANILLOS MEDINA¹

The single supervisor, a definitive step towards European integration

In June 2012, European leaders agreed on conferring the European Central Bank (ECB) ultimate responsibility on banking supervision in the euro area, triggering a project with deep implications not only for the stability and the governance of the monetary union, but also for the European banking market and the way credit institutions carry out their business.

This article looks over the main elements of the European Banking Union, with a particular focus on the architecture of the Single Supervisory Mechanism, its implementation and the consequences of the new framework on the banking sector.

The authors consider that the implementation of the single supervisor represents a key contribution to underpin the institutional design of the monetary union, to break the sovereign-banking link, to boost supervisory and regulatory convergence in the European Union and to ensure financial integration in the euro area, thus helping to eliminate unjustified divergences in the credit conditions for SMEs among euro countries. Special attention is also given to the comprehensive assessment, which by providing a sharp x-ray of credit institutions in the euro area has allowed to quantify the legacy costs in banks' balance sheets and to foster confidence in the system.

As for the banking business, the article argues that the ECB will be assuming its task in a moment of deep transformation in the European banking industry, both in terms of its role in financing the economy as well as in the regulatory and competitive landscapes. Credit institutions will have to adapt their procedures, management and controls to comply with the requirements of the new supervisory framework.

5.1. INTRODUCCIÓN

En diciembre de 2001, a pocos días de la puesta en circulación de las monedas y billetes de euro, el entonces presidente de la Comisión Europea, Romano Prodi, reconocía

¹ Alejandra Kindelán Oteyza es Directora del Servicio de Estudios y Public Policy, Banco Santander, Carlos Solanillos Medina es Analista de Regulación Financiera, Banco Santander.



en una entrevista al *Financial Times* que el marco institucional del euro era una obra incompleta; una labor que tendría que retomarse en el futuro si se quería apuntalar la moneda única. «El euro nos obligará, con toda seguridad, a introducir un nuevo conjunto de instrumentos de política económica. Hoy es políticamente imposible proponerlo. Pero algún día habrá una crisis y se crearán estos nuevos instrumentos»².

Probablemente Prodi no anticipaba entonces la magnitud de la crisis que afrontaría al euro una década después. En todo caso, su vaticinio se cumpliría en junio de 2012, en el momento de mayor tensión de la crisis europea.

Tras una negociación maratónica, el 29 de junio los líderes europeos reconocían en un comunicado que era esencial «romper el círculo vicioso entre los bancos y sus soberanos»³. Ponían así negro sobre blanco una de las principales deficiencias del diseño del euro: la falta de un sistema financiero más integrado, con mecanismos europeos de supervisión, control y, en última instancia, recapitalización.

El informe presentado unos días antes por el presidente del Consejo Europeo, Herman Van Rompuy, lo expresaba de forma clara: «Una supervisión integrada es esencial para garantizar la aplicación efectiva de las reglas prudenciales, el control de riesgos y la prevención de crisis en la Unión Europea. La actual arquitectura debe evolucionar tan pronto como sea posible hacia una supervisión única europea con niveles europeo y nacional»⁴.

Con este objetivo, los líderes europeos acordaron que el Banco Central Europeo (BCE) –probablemente, la única institución europea con base legal y capacidad para hacer factible el proyecto en un plazo corto de tiempo– estableciese un sistema único de supervisión para la Eurozona que abriese la posibilidad a recapitalizaciones directas de entidades financieras con problemas por parte del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE). Cobraba forma un proyecto de profundas implicaciones no sólo para la estabilidad y la gobernanza de la Eurozona, sino también para el mapa bancario europeo y la forma en que las entidades bancarias desarrollan su actividad.

En este artículo repasaremos brevemente los principales elementos del marco general de la Unión Bancaria, para centrarnos a continuación en el Mecanismo Único de Supervisión (MUS) y su proceso de implementación. Finalmente, analizaremos los posibles efectos del nuevo marco europeo de supervisión sobre el sector bancario.

5.2. ANTECEDENTES Y MARCO GENERAL DE LA UNIÓN BANCARIA

A. LA GRAN RECESIÓN

La crisis que desemboca en la Unión Bancaria (la conocida como *Gran Recesión*) es, en realidad, una secuencia de crisis originada en EE.UU. y cuyo mayor impacto

² Romano Prodi, en entrevista a *Financial Times*. 4 de diciembre de 2001.

³ Euro Area Summit. Comunicado de la Cumbre del Área del Euro. Bruselas, 29 de junio de 2012.

⁴ Consejo Europeo. *Towards a Genuine Economic and Monetary Union*. 26 de junio de 2012.



se produjo en las economías de la Eurozona; especialmente, en las economías periféricas.

La crisis de las hipotecas *subprime* estadounidenses derivó en una crisis de confianza en el sistema financiero global. La crisis bancaria afectó gravemente al crecimiento económico, especialmente en aquellos países que habían acumulado desequilibrios durante los años anteriores, dando lugar a la mayor recesión observada desde la Gran Depresión.

Aunque los diferentes Estados aplicaron inicialmente recetas similares para salir de la crisis, el ritmo y la intensidad fueron muy diferentes según las áreas económicas. Todos los bancos centrales llevaron a cabo políticas monetarias extraordinariamente expansivas, pero en las economías anglosajonas las expansiones cuantitativas se llevaron a cabo a través de la compra de deuda pública y deuda corporativa por parte de los bancos centrales (una medida considerada entonces tabú en la Eurozona). Asimismo, en todas las áreas económicas se inyectó capital en entidades financieras con problemas, pero en EEUU se hizo además una inyección preventiva en las entidades sistémicas, y las entidades de menor tamaño con problemas de solvencia se liquidaron para sanear de manera rápida y efectiva el sistema financiero. En la eurozona, en cambio, se inyectó capital a todas las entidades débiles y se dilató mucho más el saneamiento del sector.

Puede considerarse, por tanto, que la respuesta de la Eurozona fue en general menos intensa. A esto hay que añadir el fenómeno de fragmentación de los mercados y del sistema financiero de la Eurozona. Los sistemas bancarios nacionales asumían de forma creciente el aumento de la deuda pública, y la respuesta a un debilitamiento del sector bancario debía ser también exclusivamente nacional. Esto generó una espiral negativa en la que las dudas sobre la salud del sector bancario se reflejaban en un deterioro de la prima de riesgo de las economías que, a su vez, afectaba a la calidad del activo de las entidades bancarias. Este bucle es lo que se conoce como círculo vicioso o nexo entre los bancos y sus soberanos⁵. En este entorno, la crisis de la deuda griega y el deterioro fiscal sufrido por las economías periféricas durante la Gran Recesión sembraron las semillas para una crisis soberana en la Eurozona, provocando así una nueva recesión que puso incluso en cuestión la continuidad del euro como moneda.

Así, en el verano de 2012, con las primas de riesgo de las economías periféricas en niveles insostenibles, y con un fuerte aumento de la fragmentación financiera que estaba provocando movimientos de los depósitos de los países periféricos hacia los centrales, se hizo imprescindible que las autoridades de la Eurozona tomaran dos medidas inéditas en la región: dos medidas que mostraron, por un lado, la capacidad de actuar en el corto plazo y, por otro, la determinación de avanzar en el proyecto de la unión monetaria.

El BCE proporcionó las herramientas de corto plazo, con el discurso de su presidente, Mario Draghi, asegurando que el banco central haría «todo lo necesario» para proteger a la moneda única⁶, a lo que siguió el anuncio de un programa de compra de deuda soberana del que aún no se ha hecho uso.

⁵ S.MERLER, J. PISANY-FERRY. *Hazardous tango: sovereign-bank interdependence and financial stability in the euro area*, en *Financial Stability Review* nº 16. Banco de Francia, abril 2012.

⁶ M. DRAGHI. Discurso de apertura. *Global Investment Conference*. Londres, 26 de julio de 2012.



En cuanto a las medidas a largo plazo, el punto de inflexión se produjo en la cumbre europea de junio de 2012, cuando los líderes europeos decidieron apuntalar el marco institucional del euro con una unión bancaria que pusiese fin al vínculo soberano-bancario.

Ambas medidas, y particularmente esta última, sirvieron para mostrar el compromiso político de profundizar en el proyecto de la Eurozona, corrigiendo gran parte de las deficiencias institucionales observadas durante la crisis y dando pasos difícilmente reversibles hacia una mayor unión económica.

La fuerte reducción de la fragmentación financiera en la Eurozona y la caída de las primas de riesgo de las economías periféricas dan muestra del muy positivo efecto de estas medidas sobre la economía de la Eurozona.

B. EL CÍRCULO SOBERANO-BANCARIO EN LA UEM

La existencia del vínculo soberano-bancario no es un fenómeno exclusivo de la Eurozona, pero es una inconsistencia particularmente relevante dentro de la unión monetaria por cuatro motivos.

En primer lugar, porque en ausencia de una unión fiscal o, al menos, de un marco común de resolución de crisis bancarias, cada uno de los Estados de la Eurozona tenía que responder individualmente por sus entidades. Sin embargo, aunque el coste se asumía de forma individual, el riesgo era en realidad sistémico, ya que la caída de una entidad (o un grupo de entidades) podía en muchas ocasiones generar contagio a otros miembros de la unión monetaria y, además, superar la capacidad fiscal de un Estado para gestionar los problemas en su sistema financiero, comprometiendo así al conjunto de la Eurozona. Este desequilibrio de costes y riesgos es una de las causas subyacentes de la crisis del euro.

En segundo lugar, hay un sesgo nacional en la tenencia de deuda soberana por parte de las entidades bancarias, que concentran un alto volumen de títulos de deuda emitida por sus respectivos soberanos. Como consecuencia, cualquier duda sobre la solvencia del Estado tiene un impacto sobre su banca nacional.

En tercer lugar, la supervisión bancaria en la Eurozona ha estado hasta ahora bajo competencia nacional. Esto tuvo como consecuencia que los supervisores nacionales actuaran sin tener en cuenta los efectos de sus decisiones en otras jurisdicciones.

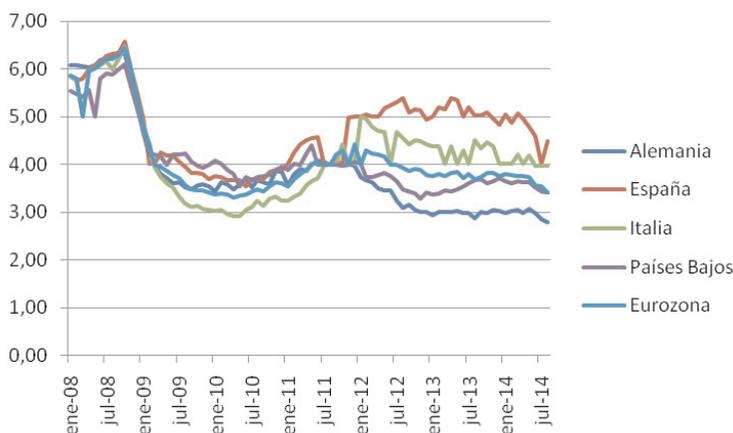
Durante la crisis, el miedo al contagio provocó que los supervisores endureciesen las restricciones al flujo de capital (al poner trabas a las transferencias fuera de las fronteras nacionales), exacerbando así la fragmentación financiera⁷.

En cuarto lugar, la fragmentación del mercado afectó a los canales de transmisión de política monetaria, reduciendo la efectividad de las medidas tomadas por el BCE.

⁷ R. GOYAL *et al.* A Banking Union for the Euro Area. IMF Discussion Note. Fondo Monetario Internacional. Febrero de 2013.

Los puntos anteriores agravaron la diferente percepción de la situación presupuestaria en cada uno de los Estados Miembros, disparando no sólo los costes de financiación de los bancos en los países más vulnerables, sino también de las empresas que operaban en cada uno de ellos (*gráfico 1*).

**GRÁFICO 1. TIPOS DE INTERÉS DE PRÉSTAMOS A EMPRESAS
NO FINANCIERAS HASTA €1 MILLÓN (2008-2014)**



El agravamiento de la crisis de deuda provocó una creciente disparidad en los costes de financiación de las pymes según su país de origen.

Desde verano de 2012 (tras el anuncio del proyecto de Unión Bancaria Europea y las declaraciones del presidente del BCE, Mario Draghi) la situación se ha estabilizado, pero la reducción de los diferenciales entre la periferia y el núcleo de la Eurozona aún tiene recorrido. La unión bancaria debería favorecer que dos empresas europeas con idéntico proyecto y modelo de negocio puedan financiarse al mismo coste independientemente de su lugar de origen.

Fuente: BCE, MFI interest rates. Septiembre 2014.

Estos problemas eran ya conocidos cuando se diseñó la estructura institucional de la Eurozona pero la crisis puso de manifiesto las graves consecuencias que podían tener sobre la Eurozona en momentos de dificultad.

C. LA RESPUESTA, MÁS EUROPA: EL NACIMIENTO DEL SUPERVISOR ÚNICO

El informe presentado por el presidente Van Rompuy en vísperas de la cumbre europea de junio de 2012 proponía un conjunto de instrumentos necesarios para completar la Unión Monetaria, agrupados en cuatro bloques:

- Un marco presupuestario integrado (con mayor coordinación fiscal entre Estados y diferentes formas de solidaridad fiscal).
- Un marco integrado de política económica con mecanismos para garantizar la coordinación de políticas nacionales y europeas (particularmente, en reformas estructurales y en medidas que afecten a la competitividad y la movilidad laboral).



- Un mayor grado de legitimación democrática y rendición de cuentas por parte de las autoridades europeas.
- Un marco financiero integrado (esto es, una unión bancaria con dos pilares: mecanismos comunes de resolución y protección de los depositantes, y una supervisión a nivel europeo).

El conocido como *Informe de los Cuatro Presidentes*⁸, de diciembre de 2012, concretaba los elementos formales de la Unión Bancaria Europea:

- Un supervisor único que aplicase un sistema común de normas para el conjunto de la UE (el llamado *single rulebook*).
- Un mecanismo único de resolución con respaldos financieros apropiados.
- Un marco armonizado de fondos de garantía de depósitos nacionales.
- Un respaldo financiero público de carácter supranacional para las entidades en crisis (la posibilidad de recapitalizaciones directas por parte del MEDE).

El elemento clave para garantizar el apoyo político a la unión bancaria y abrir la puerta al resto de instrumentos necesarios para apuntalar el euro era una supervisión puramente europea, sin sesgos nacionales. Un supervisor único que actuase como árbitro independiente e imparcial en la aplicación del *single rulebook*, capaz de ejercer sus funciones de forma efectiva y con una autoridad suficiente para cuantificar los costes y riesgos heredados de la crisis.

Desde un primer momento, el BCE se posicionó como el candidato más adecuado para asumir la responsabilidad de la supervisión microprudencial de la banca europea⁹. Por un lado, era la única alta institución de la UE con un mandato específico para la Eurozona (la Autoridad Bancaria, creada sólo tres años antes, tiene el rango de agencia de la UE y un mandato más amplio, para el conjunto de la UE). Además, como responsable de la política monetaria, tenía un profundo conocimiento de las condiciones en las que operaba el conjunto del sector bancario de la Eurozona, lo que presentaba un claro potencial de sinergias.

Por otro lado, existía ya la posibilidad legal de conferirle tareas de supervisión sin necesidad de modificar el Tratado de la UE¹⁰. La base legal empleada (el artículo 127 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea) contemplaba la posibilidad de que el BCE asumiera unas indefinidas «tareas específicas» de supervisión prudencial de entidades bancarias. En algunos países, esta base legal fue inicialmente cuestionada por la libre lectura que se hacía de ella, los riesgos de contaminación entre las funciones de política monetaria y de supervisión, y por la necesidad de que el Consejo de Gobierno del BCE (en el que sólo tienen cabida los Estados de la Eurozona) tuviese la última palabra en todas las decisiones sobre supervisión. Además, se temía una posible acumulación

⁸ H. VAN ROMPUY. *Towards a genuine economic and monetary union*. Bruselas, 5 de diciembre de 2012.

⁹ J. PISANI-FERRY et al. *What kind of European banking union?* Bruegel Policy Contribution n° 2012/12. Bruselas, junio de 2012.

¹⁰ El artículo 127(6) del Tratado de Funcionamiento de la UE concede expresamente al Consejo de la UE la posibilidad de encomendar al Banco Central Europeo tareas específicas respecto de políticas relacionadas con la supervisión prudencial de las entidades de crédito y otras entidades financieras, con excepción de las empresas de seguros.



excesiva de poder por parte del BCE, y un consecuente riesgo para el equilibrio de poderes entre la zona euro y no-euro.

Por todo ello, al recibir el mandato de proponer un esquema de supervisión a nivel europeo, la Comisión Europea se enfrentó a la difícil tarea de establecer un sistema de gobernanza y de reparto de funciones entre el BCE y las autoridades nacionales que asegurara tanto la credibilidad del nuevo supervisor como la reputación que el BCE se había labrado desde su creación.

Cuando la Comisión presentó la propuesta de Reglamento del MUS en septiembre de 2012 (sólo tres meses después de recibir el mandato político de los líderes europeos), las reglas del juego cambiaron de forma definitiva. Tras un intenso proceso de negociación, en marzo de 2013 el Parlamento y el Consejo de la UE pactaban un acuerdo final sobre el Reglamento (aprobado formalmente en octubre de ese año) que otorgaba al BCE la responsabilidad única de la supervisión bancaria, con autoridad suficiente para prevenir nuevos sesgos nacionales, pero con un elevado grado de integración (tanto operativa como en los órganos de decisión) de las autoridades nacionales. Se introducía, además, un periodo de transición de un año para poner en marcha el sistema y radiografiar a las entidades, con el objetivo de cuantificar y asignar los costes heredados de la crisis.

El trabajo previo de los colegisladores europeos y la Autoridad Bancaria Europea (EBA, por sus siglas en inglés) en el desarrollo de un sistema común de normas para el conjunto de la UE (el denominado *single rulebook*) facilitó el que el acuerdo avanzara con celeridad. Dentro del *single rulebook*, tres paquetes legislativos han provisto un especial sostén al resto de elementos de la Unión Bancaria:

1. el Reglamento y la Directiva de Requerimientos de Capital (CRD4), que proporcionan las reglas comunes en materia microprudencial que deberá aplicar el supervisor único;
2. la Directiva de Recuperación y Resolución Bancaria (BRRD), por la que se crean fondos de resolución dotados *ex ante* por la industria y autoridades nacionales dotadas de nuevos instrumentos de asignación de pérdidas al sector privado (particularmente, la recapitalización interna o *bail-in*, que permite imponer quitas inmediatas a los acreedores de la entidad o ejecutar las cláusulas de conversión de sus contratos);
3. la Directiva de Fondos de Garantía de Depósitos (DFGD), que armoniza los sistemas nacionales de protección de depósitos y fija en 100.000 euros la cuantía garantizada en todos los Estados Miembros.

Con la CRD4 ya aprobada y con un acuerdo en ciernes para BRRD y la DFGD, el compromiso en relación al supervisor único permitió a la Comisión centrarse en el segundo gran pilar del sistema: el Mecanismo Único de Resolución (MUR). La Comisión presentó su propuesta en julio de 2013 y tras duras negociaciones entre los colegisladores, el texto final se publicó finalmente un año después. Sus dos elementos fundamentales son el Consejo Único de Resolución, donde se toman las decisiones sobre las entidades en crisis, y el Fondo Único de Resolución, dotado *ex ante* por la industria y con un mecanismo de mutualización gradual entre países.



Según lo acordado en la cumbre de junio de 2012, el MEDE actuaría como respaldo financiero público a nivel europeo en caso de que los problemas de una entidad concreta pudiesen poner en problemas la solvencia de un Estado. Al menos hasta la creación de algún tipo de respaldo fiscal para apuntalar sólidamente a la Unión Bancaria, lo que ha quedado postergado como un proyecto a más largo plazo.

5.3. IMPLEMENTACIÓN Y TRANSICIÓN

A. FUNCIONES DEL MUS

El esquema general del funcionamiento del sistema de supervisión se establece en el Reglamento del MUS, publicado en el Diario Oficial de la Unión Europea el 29 de octubre de 2013. Dicho reglamento, aprobado por el Consejo de la UE y el Parlamento Europeo, establece las funciones encomendadas expresamente al BCE; entre otras:

- realizar revisiones supervisoras, inspecciones *in situ* e investigaciones;
- conceder o revocar licencias bancarias;
- evaluar adquisiciones bancarias y ventas de participaciones significativas;
- asegurar el cumplimiento de las normas prudenciales de la UE; y
- aumentar los requerimientos de capital para prevenir riesgos financieros.

A grandes rasgos, el MUS es un sistema que integra dos niveles institucionales: los supervisores nacionales, denominados ‘autoridades nacionales competentes’ (ANC), responsables de la supervisión directa de las entidades menos significativas; y el BCE, encargado de la supervisión directa de las entidades más significativas y de garantizar que las ANC desarrollen la supervisión de forma adecuada, efectiva y armonizada. Sin embargo, aunque puedan distinguirse estos dos niveles, es necesario resaltar que el MUS es un único órgano: una misma realidad jurídica y operativa, ya que las autoridades nacionales participan estrechamente con el BCE en la supervisión de las entidades significativas, al formar parte de los equipos conjuntos de supervisión directa del MUS (los *joint supervisory teams* o JST) y formar también parte del Consejo de Supervisión: el máximo órgano de dirección dentro del mecanismo.

Todas las entidades de crédito de la Eurozona entran así dentro del sistema, y su catalogación como ‘significativa’ o ‘menos significativa’ depende de un análisis anual emprendido por el propio BCE. En dicho análisis, el supervisor aplica las siguientes condiciones establecidas en el Reglamento del MUS. Así, una entidad es considerada significativa si:

1. es una de las tres principales entidades de crédito establecidas en un Estado miembro; o
2. el valor total de los activos supera los 30.000 millones de euros o el 20% del PIB del Estado miembro (con un mínimo de 5.000 millones de euros); o
3. es perceptora de ayuda directa del MEDE; o
4. desarrolla una alta actividad transfronteriza (esto es, si el valor total de sus activos supera los 5.000 millones de euros y además presenta una ratio de activos y pasi-



vos transfronterizos superior al 20 % en al menos dos Estados miembros participantes).

En cualquier caso, el reglamento le reserva al BCE la capacidad de designar a una entidad como significativa (independientemente de que cumpla los criterios anteriores) para garantizar la aplicación coherente de unos niveles de supervisión de alta calidad. En total, el BCE será responsable de la supervisión directa de 120 entidades o grupos significativos, representantes del 85 % de los activos totales de la banca de la Eurozona¹¹.

El resto de entidades (aproximadamente 3.700) reciben la consideración de 'menos significativas', y son supervisadas por el BCE de forma indirecta: las ANC informan periódicamente al BCE sobre la situación de las instituciones, y están obligadas a alertar en caso de que detecten problemas o un riesgo para la estabilidad financiera.

Una vez aprobado este marco general, el reglamento del MUS concedió al BCE un año para llevar a cabo los preparativos necesarios para implementar el sistema. Esencialmente, el BCE afrontó cinco tareas: blindar su gobernanza, preparar su propia organización interna para la asunción de sus nuevas funciones, desarrollar las reglas de coordinación entre el BCE y las ANC, elaborar el manual de supervisión que establecería las prácticas supervisoras del MUS (definiendo así su cultura supervisora), y liderar un examen global a la banca de la Eurozona, con el objetivo de determinar el estado de salud de las entidades y determinar el valor de los activos heredados de la crisis.

B. GOBERNANZA DEL MUS

El principal órgano del MUS dentro del BCE es el Consejo de Supervisión, encargado de planificar y ejecutar las tareas de supervisión, realizar los trabajos preparatorios para la puesta en marcha del MUS, y formular al Consejo de Gobierno del BCE proyectos de decisión en materia de supervisión financiera, ya que, debido a la base legal empleada para desarrollar el MUS, la toma última de decisiones corresponde al Consejo de Gobierno del BCE, que debe validar las propuestas presentadas por el Consejo de Supervisión.

Este imperativo presentó, desde el inicio del proceso de diseño del MUS, la necesidad de separar las funciones de política monetaria y de supervisión que ejerce el BCE. Así, el Reglamento del MUS contempla tres murallas para evitar interferencias entre ambas misiones.

La primera es la propia composición del Consejo de Supervisión, formado por un presidente dedicado exclusivamente a la función supervisora (cargo que ocupa desde enero de 2014 la francesa Danièle Nouy, con un mandato de cinco años), un vicepresidente elegido entre los consejeros ejecutivos del BCE (actualmente, la alemana Sabine Lautenschläger), cuatro representantes del BCE que no desarrollen funciones de política monetaria (inicialmente, Sirkka Hämäläinen, Julie Dickson e Ignazio Angeloni, con

¹¹ BANCO CENTRAL EUROPEO. *Lista de entidades significativas supervisadas y lista de entidades menos significativas*. Fráncfort, 4 de diciembre de 2012.



un cuarto miembro aún pendiente de elección) y un representante de las ANC de cada Estado miembro (generalmente, el máximo responsable de supervisión de la autoridad supervisora nacional; en el caso del Banco de España, el subgobernador Fernando Restoy).

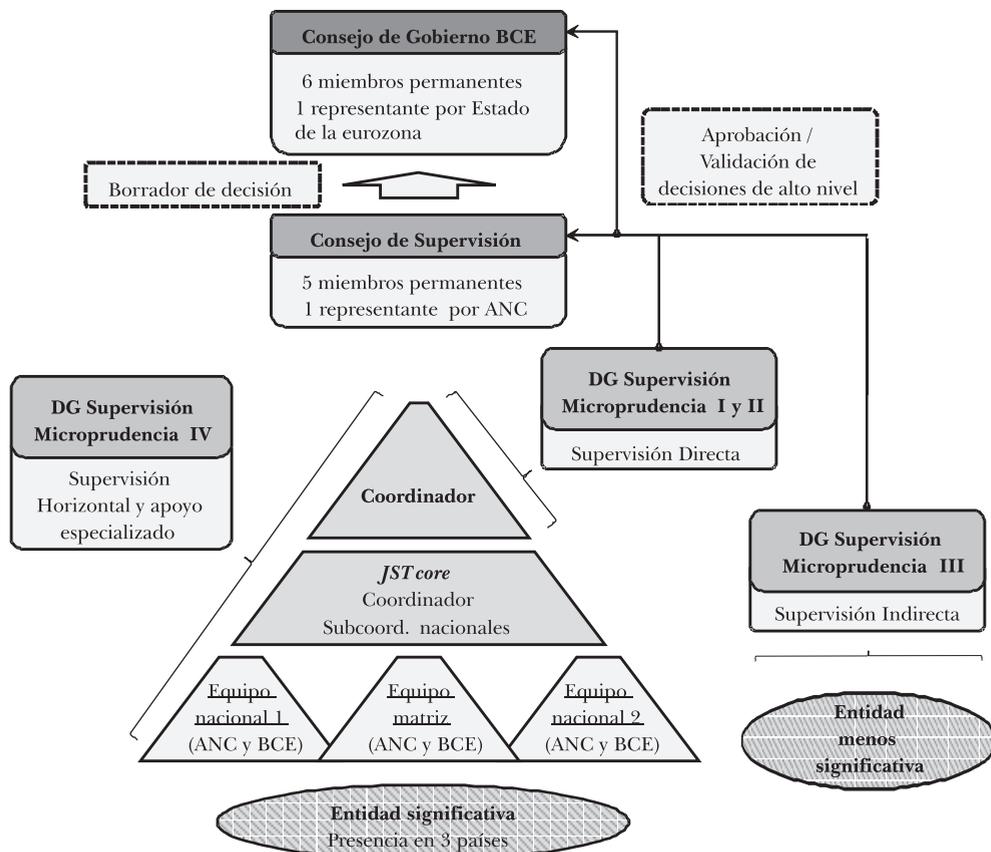
Los borradores de decisión elaborados por el Consejo de Supervisión se remiten al Consejo de Gobierno del BCE, y su adopción se produce por un procedimiento de 'no objeción': si el Consejo de Gobierno no plantea objeciones a la propuesta del Consejo de Supervisión en un plazo máximo de diez días laborables, la decisión se considera aprobada. El Consejo de Gobierno tiene capacidad de rechazar las propuestas, pero no de modificarlas.

De esta forma, en caso de discrepancias entre el Consejo de Gobierno y el de Supervisión, entra en funcionamiento la segunda barrera de separación: la Comisión de Mediación, formada por un representante de cada Estado miembro participante, y cuya función es dirimir las opiniones divergentes en relación con cualquier objeción del Consejo de Gobierno a un proyecto de decisión del Consejo de Supervisión.

La tercera barrera consiste en un conjunto de normas internas destinadas a garantizar la separación entre la función de supervisión y los ámbitos de política monetaria del BCE, con especial atención a las normas relativas al secreto profesional y a los intercambios de información. El BCE publicó una decisión sobre estas materias en septiembre de 2014, tratando aspectos tales como los canales internos de información y rendición de cuentas dentro de la institución¹².

¹² EUROPEAN CENTRAL BANK. *Decision of the ECB of 17 September 2014 on the implementation of separation between the monetary policy and supervision functions of the ECB (ECB/2014/39)* (https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/en_ecb_2014_39_f_sign.pdf)

DIAGRAMA 1. GOBERNANZA DEL MECANISMO ÚNICO DE SUPERVISIÓN



Fuente: BCE. *Guía de Supervisión Bancaria*¹³, elaboración propia.

C. ORGANIZACIÓN INTERNA Y CULTURA SUPERVISORA

Aunque el Reglamento del MUS fijaba el marco general del funcionamiento del sistema y las funciones específicas encomendadas al mecanismo, la norma establecía que el propio BCE concretase una gran parte de los aspectos clave del funcionamiento del MUS a través de un Reglamento Marco.

El BCE aprobó dicho Reglamento Marco en abril de 2014¹⁴, cerrando así la base jurídica para los acuerdos operativos de coordinación entre el BCE y las autoridades nacio-

¹³ BANCO CENTRAL EUROPEO. *Guía de Supervisión Bancaria*. Fráncfort, septiembre de 2014.

¹⁴ Reglamento (UE) N° 468/2014 del BCE, de 16 de abril de 2014, por el que se establece el marco de cooperación en el Mecanismo Único de Supervisión entre el Banco Central Europeo y las



nales. En él se concretan, entre otros, los criterios que emplea el BCE para clasificar a las entidades como significativas o menos significativas, el reparto de responsabilidades en los procedimientos comunes (solicitud y revocación de autorizaciones para desarrollar la actividad bancaria, valoración de compraventa de participaciones cualificada, etc.) y el régimen lingüístico del MUS (que permite a las entidades comunicarse con el BCE en cualquiera de las lenguas oficiales de la UE, si bien abre la puerta a que las entidades acuerden emplear una única lengua –preferentemente, el inglés-). En un plano más práctico, a lo largo de 2014 el BCE desarrolló su manual de supervisión, en el que se concretan los procedimientos prácticos de supervisión y los principios que deberán definir su cultura supervisora. El manual establece nueve principios de supervisión¹⁵:

- la aplicación de las mejores prácticas dentro del sistema;
- la integridad y descentralización del sistema en aras de una adecuada homogeneidad y eficiencia en la supervisión;
- la igualdad de trato a todas las entidades participantes en el MUS, independientemente de su modelo o nacionalidad;
- la coherencia con el mercado único;
- la independencia de las funciones de supervisión, compatible con la rendición de cuentas a nivel tanto europeo como nacional;
- el enfoque de supervisión basado en riesgo;
- la proporcionalidad de las prácticas de supervisión con respecto a la importancia sistémica y al perfil de riesgo de las entidades de crédito supervisadas;
- la garantía de un nivel adecuado de actividad supervisora en todas las entidades, independientemente del riesgo de quiebra percibido; y
- el adecuado empleo de medidas correctoras eficaces y oportunas.

El manual de supervisión detalla también la metodología de aplicación del Proceso de Revisión y Evaluación Supervisora (SREP, por sus siglas en inglés). Este proceso, definido en la CRD4 y pendiente de armonización por parte de la EBA a través de unas guías dirigidas a los diferentes supervisores de la UE, requiere que los supervisores revisen los sistemas, estrategias, procesos y mecanismos aplicados por las entidades de crédito, con el objetivo de evaluar los riesgos a los que están expuestas las entidades; los riesgos que plantea la entidad para el conjunto del sistema financiero; y los riesgos puestos de manifiesto en las pruebas de resistencia, teniendo en cuenta las características, escala y complejidad de las actividades de la entidad.

En el caso del MUS, el SREP abarca tres elementos: un sistema de evaluación de riesgos (SER) que permite evaluar los niveles y controles del riesgo de las entidades de crédito; una revisión exhaustiva de los procesos de evaluación interna de la adecuación del capital (ICAAP) y de la liquidez (ILAAP) aplicados por la entidad; y una metodología

autoridades nacionales competentes y con las autoridades nacionales designadas (Reglamento Marco del MUS)

(BCE/2014/17) (http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/celex_32014r0468_es_txt.pdf)

¹⁵ BANCO CENTRAL EUROPEO. *Guía de Supervisión Bancaria*. Fráncfort, septiembre de 2014.



que permita calcular las necesidades de capital y de liquidez de las entidades de crédito, en función de los resultados de la evaluación de riesgos. Estos procesos se aplicarán de forma homogénea tanto en la supervisión de las entidades significativas (directamente supervisadas por el BCE) como en la de las entidades menos significativas, bajo responsabilidad de las ANC.

D. COORDINACIÓN ENTRE AUTORIDADES

La creación de una estructura interna dedicada a las nuevas funciones de supervisión fue una de las tareas a las que el BCE dedicó mayor atención a lo largo del año de preparación. Además de las cuestiones logísticas y de desarrollar las infraestructuras tecnológicas e informáticas necesarias, el BCE emprendió un proceso de contratación de cerca de 120 directivos y asesores y de más de 550 expertos, divididos entre las cinco nuevas áreas de gestión del MUS:

- Dos direcciones generales encargadas de la supervisión directa de las entidades significativas: la DG1 dirigida por el alemán Stephan Walter, y la DG2 dirigida por el español Ramón Quintana.
- Una dirección general, la DG3, responsable de la supervisión indirecta de las entidades menos significativas, liderada por el finés Jukka Vesala.
- Una dirección general de carácter horizontal, la DG4, cuyo responsable es Korbinian Ibel, dedicada entre otras tareas a armonizar y proveer análisis especializado sobre determinados aspectos de la supervisión (modelos internos, inspecciones *in situ*, etc.);
- y un secretariado para prestar asistencia al Consejo de Supervisión en la preparación de reuniones y la resolución de cuestiones jurídicas.

La supervisión directa por parte del BCE se ejecuta a través de equipos conjuntos de supervisión denominados *joint supervisory teams* (JST), compuestos de personal del BCE y de las ANC de los países en los que están radicadas las entidades de crédito, las filiales o las sucursales significativas en la Eurozona de un grupo bancario determinado¹⁶.

Cada uno de los grupos o entidades significativas cuenta con un JST, cuyo tamaño, composición y organización concreta puede variar según la complejidad, el tamaño, el modelo de negocio y perfil de riesgo de la entidad de crédito supervisada, entre otros factores (*ver diagrama 1*).

Cada JST está dirigido por un coordinador del BCE, generalmente de nacionalidad distinta a la entidad supervisada (con el objetivo de prevenir cualquier posible sesgo nacional), responsable de la ejecución de la supervisión, según el plan acordado con cada una de las entidades de crédito significativas.

Por otra parte, para los JST de los grupos más significativos, se establece la creación de un *JST core*: una unidad de coordinación interna formada por el coordinador del BCE

¹⁶ BANCO CENTRAL EUROPEO. *Guía de Supervisión Bancaria*. Fráncfort, septiembre de 2014.



y subcoordinadores procedentes de las ANC de los Estados participantes en los que el grupo desarrolla su actividad. El *JST core* revisa la evaluación del riesgo, capital y liquidez en base consolidada, y organiza el reparto de tareas entre el resto de miembros del equipo. Asimismo, el *JST core* coordina las distintas opiniones de los miembros del JST. En el caso de tareas con un enfoque temático específico, los JST cuentan con el apoyo técnico de la dirección horizontal del BCE, la DG4.

Los supervisores nacionales desempeñarán un papel esencial en el MUS, tanto en la labor de campo como en la toma de decisiones al máximo nivel. Las autoridades nacionales no sólo serán responsables de la supervisión directa de las entidades menos significativas, sino también de aportar su experiencia tanto en las actuaciones inspectoras en los bancos supervisados directamente por el BCE (como parte de los JST) como al más alto nivel de decisión, como miembros del Consejo Único de Supervisión.

E. EXAMEN GLOBAL

La última de las tareas preparatorias del MUS era someter a la banca de la Eurozona a un examen global (denominado *comprehensive assessment*) que permitiese eliminar el problema de los costes heredados, al identificar cualquier posible déficit de capital (existente o potencial) producido bajo la antigua estructura de supervisión nacional. En otras palabras, el BCE necesitaba hacer borrón y cuenta nueva para garantizar a los Estados que ninguna entidad fuese a presentar problemas en el instante en que comenzase la supervisión única.

Formalmente, el examen global presentaba tres objetivos¹⁷: mejorar el grado de transparencia y la calidad de la información disponible sobre la situación de las entidades de crédito; identificar y aplicar las medidas correctoras que pudieran ser necesarias para garantizar la solvencia de todas las entidades participantes; y reforzar la confianza en el sistema (asegurar a todos los agentes que las entidades de crédito son fundamentalmente solventes y fiables).

El examen del BCE se centró en los 130 bancos de la Eurozona susceptibles de ser directamente supervisados por el BCE cuando el MUS comenzase a funcionar, en noviembre de 2014. En conjunto, estas 130 entidades sumaban un 81,6 % del total de los activos bancarios incluidos en el MUS (aproximadamente 22 billones de euros¹⁸).

Para evaluar el estado de salud de los activos y pasivos de las entidades, tanto en el presente como a medio plazo, la evaluación incluyó dos elementos esenciales: un análisis de la calidad de los activos de los bancos liderado por el BCE (denominado *AQR*, por sus siglas en inglés) y una simulación del impacto de diferentes escenarios macroeconómicos sobre la solvencia de las entidades (una prueba de resistencia o test de estrés). Este segundo elemento se enmarcó en un ejercicio conjunto de todos los supervisores de la

¹⁷ BANCO CENTRAL EUROPEO. *Nota sobre la evaluación global*. Fráncfort, octubre de 2014.

¹⁸ BANCO CENTRAL EUROPEO. *Aggregate report on the comprehensive assessment*. BCE. Fráncfort, octubre de 2014.



UE bajo coordinación de la EBA (que, en el caso de la Eurozona, colaboró estrechamente con el BCE para adaptar el ejercicio a las necesidades del examen global).

El AQR se desarrolló como una minuciosa auditoría destinada a precisar el valor contable de los activos bancarios a cierre de 2013. Pero para que los resultados de las diferentes entidades pudiesen ser comparables, era necesario trabajar previamente en una armonización de definiciones regulatorias y contables nunca antes aplicada en Europa. La labor de la EBA en este sentido ha sido un importante logro del ejercicio, al haber fijado definiciones comunes para conceptos como los créditos morosos o la refinanciación de créditos¹⁹.

En total, el AQR examinó los activos de más de 800 carteras específicas (un 57% de los activos ponderados por riesgo de las entidades), siguiendo la normativa prudencial y contable vigente a cierre de 2013. No obstante, para poder garantizar la comparabilidad y coherencia de los resultados, en ciertos elementos contables el BCE aplicó reglas de naturaleza prudencial adicionales y más conservadoras.

Los resultados del AQR sirvieron de base para la prueba de resistencia, que sometió los balances de las entidades a dos escenarios hipotéticos, diferentes para cada país. Para este ejercicio, el BCE y las autoridades nacionales trabajaron en estrecha coordinación con la EBA (responsable del diseño de la metodología, la centralización de datos y la publicación de los resultados) y la Junta de Riesgo Sistémico (ESRB) y la Comisión Europea (responsables del diseño de los escenarios macroeconómicos).

El ejercicio planteó dos escenarios con un horizonte temporal de tres años (2014-2016). El escenario base se basaba en las previsiones económicas de la Comisión Europea²⁰, mientras que el escenario adverso presentaba una caída acumulada del 2,1% en el PIB de la UE, con un aumento en la tasa de paro hasta el 13% en 2016, y con tipos de interés en el entorno del 4,4% para la deuda pública.

La idea del escenario adverso era presentar un escenario hipotético extremo pero posible, con una baja probabilidad de ocurrencia, que pudiera hacer materiales algunos de los riesgos sistémicos percibidos en el sector bancario²¹. Particularmente, el escenario consideraba el pago de mayores intereses en los bonos soberanos debido a una abrupta reversión de los riesgos en los mercados emergentes y un retraso en la implementación de reformas en Europa, con consecuentes pérdidas de confianza en la sostenibilidad de las finanzas públicas en algunos países.

Para superar el AQR, se requirió a las entidades cumplir con una ratio mínima de capital de nivel I ordinario (CET1) del 8%. Para la prueba de resistencia, se exigió

¹⁹ AUTORIDAD BANCARIA EUROPEA. EBA final draft Implementing Technical Standards on Supervisory reporting on forbearance and non-performing exposures under article 99(4) of Regulation (EU) No 575/2013.

(<https://www.eba.europa.eu/documents/10180/449824/EBA-ITS-2013-03+Final+draft+ITS+on+Forbearance+and+Non-performing+exposures.pdf>)

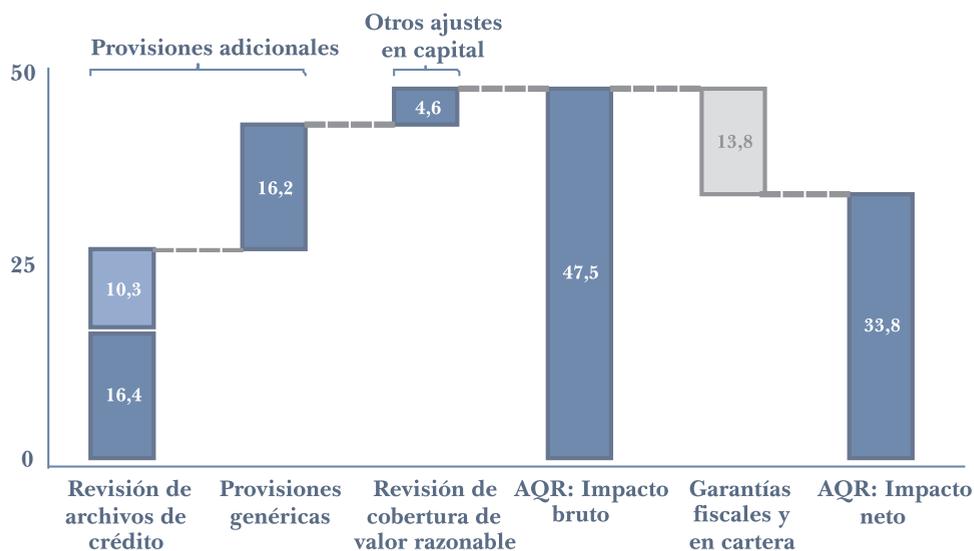
²⁰ COMISIÓN EUROPEA. *European Commission projections for the 2014 EU-wide stress tests baseline scenario*. Comisión Europea, DG Asuntos Económicos y Financieros. (<https://www.eba.europa.eu/documents/10180/669262/EC+projections.pdf>)

²¹ VV.AA. *Evaluación global del sistema bancario europeo (comprehensive assessment)*, en Revista de Estabilidad Financiera. Banco de España. Madrid, noviembre de 2014.

que las entidades cubriesen también una ratio mínima de CET1 del 8 % en el escenario base, y una ratio mínima de CET1 del 5,5 % en el escenario adverso, con un supuesto de balance estático (es decir, sin cambios en el volumen o calidad del crédito).

De las 130 entidades analizadas, 25 registraron un déficit bruto de capital a cierre de 2013 conforme a alguno de los tres umbrales considerados (AQR, escenario base o escenario adverso), con necesidades agregadas de capital por un valor cercano a los 24.600 millones de euros. Sin embargo, de estas 25 entidades, 12 habían ya emprendido ampliaciones de capital a lo largo de 2014 (*ver cuadro 1*), de manera que solo 13 de ellas presentan un déficit neto de capital en el momento de conocerse los resultados. En definitiva, el déficit neto de capital resultante del examen global fue de 9.475 millones de euros.

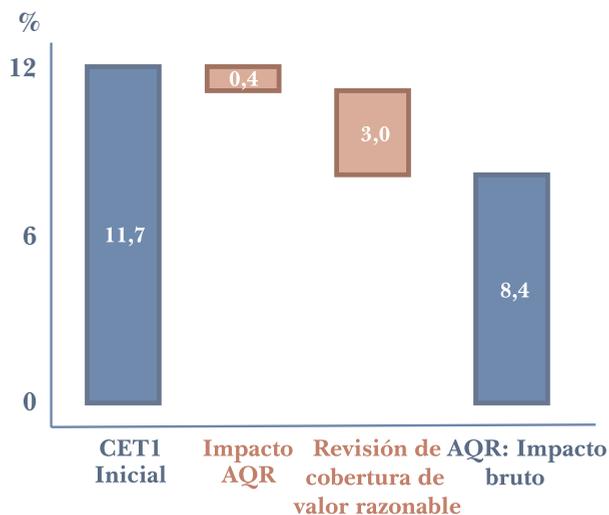
**DIAGRAMA 2. IMPACTO DEL AQR, POR COMPONENTES
(MILLARDOS DE EURO)**



Fuente: BCE. Informe agregado sobre el examen global. Octubre, 2014.



DIAGRAMA 3. IMPACTO MEDIO DEL EXAMEN GLOBAL EN LAS ENTIDADES PARTICIPANTES (NIVELES CET1)



Fuente: Banco de España. Informe de Estabilidad Financiera. Noviembre, 2014.

Los datos publicados, los avances en la armonización de definiciones y, sobre todo, la forma en la que el BCE y la EBA han dirigido el proceso, han supuesto un paso fundamental para restaurar la credibilidad en los balances de la banca europea y reactivar el mercado interbancario.

**CUADRO 1. EJERCICIO DE ANTICIPACIÓN DE NECESIDADES DE CAPITAL**

Entidad	Ratio CET1 inicial	Ratio CET1 Tras AQR	Ratio CET1 en escenario base	Ratio CET1 en escenario adverso	Déficit de capital (millardos de euro)	Capital neto elegible anticipado (€ mllrds.)	Déficit final de capital (€ mllrds.)
Eurobank	10.6%	7.8%	2.0%	-6.4%	4.63	2.86	1.76
Monte dei Paschi di Siena	10.2%	7.0%	6.0%	-0.1%	4.25	2.14	2.11
National Bank of Greece	10.7%	7.5%	5.7%	-0.4%	3.43	2.50	0.93
Banca Carige	5.2%	3.9%	2.3%	-2.4%	1.83	1.02	0.81
Cooperative Central Bank	-3.7%	-3.7%	-3.2%	-8.0%	1.17	1.50	0.00
Banco Comercial Portugués	12.2%	10.3%	8.8%	3.0%	1.14	-0.01	1.15
Bank of Cyprus	10.4%	7.3%	7.7%	1.5%	0.92	1.00	0.00
Oesterreichischer Volksbanken-Verbund	11.5%	10.3%	7.2%	2.1%	0.86	0.00	0.86
permanent tsb	13.1%	12.8%	8.8%	1.0%	0.85	0.00	0.85
Veneto Banca	7.3%	5.7%	5.8%	2.7%	0.71	0.74	0.00
Banco Popolare	10.1%	7.9%	6.7%	4.7%	0.69	1.76	0.00
Banca Popolare di Milano	7.3%	6.9%	6.5%	4.0%	0.68	0.52	0.17
Banca Popolare di Vicenza	9.4%	7.6%	7.5%	3.2%	0.68	0.46	0.22
Piraeus Bank	13.7%	10.0%	9.0%	4.4%	0.66	1.00	0.00
Credito Valtellinese	8.8%	7.5%	6.9%	3.5%	0.38	0.42	0.00
Dexia	16.4%	15.8%	10.8%	5.0%	0.34	0.00	0.34
Banca Popolare di Sondrio	8.2%	7.4%	7.2%	4.2%	0.32	0.34	0.00
Hellenic Bank	7.6%	5.2%	6.2%	-0.5%	0.28	0.10	0.18
Münchener Hypothekbank	6.9%	6.9%	5.8%	2.9%	0.23	0.41	0.00
AXA Bank Europe	15.2%	14.7%	12.7%	3.4%	0.20	0.20	0.00
C.R.H.-Caisse de Ref. de l'Habitat	5.7%	5.7%	5.7%	5.5%	0.13	0.25	0.00
Banca Popolare dell'Emilia Romagna	9.2%	8.4%	8.3%	5.2%	0.13	0.76	0.00
Nova Ljubljanska banka	16.1%	14.6%	12.8%	5.0%	0.03	0.00	0.03
Liberbank	8.7%	7.8%	8.5%	5.6%	0.03	0.64	0.00
Nova Kreditna Banka Maribor	19.6%	15.7%	12.8%	4.4%	0.03	0.00	0.03
Total	10.0%	8.4%	7.2%	2.1%	24.62	18.59	9.47

Fuente: Informe agregado sobre el examen global. Octubre, 2014.

La capacidad de las entidades para anticiparse a los resultados del ejercicio es prueba del rigor y credibilidad de la prueba. Desde julio de 2013, las entidades tomaron diferentes medidas para fortalecer su capital en más de 200.000 millones de euros (entre



ellas, ampliaciones de capital por valor de 60.000 millones de euros²²), con el objetivo de lograr salir bien en la foto final de la prueba.

Al cierre de este artículo, las 13 entidades que presentaron déficit de capital estaban inmersas en la preparación de sus planes de capital, que debían presentar en un plazo de dos semanas desde la publicación de los resultados²³. Los déficits de capital identificados en el AQR o el escenario base de la prueba de resistencia deberán cubrirse antes del 26 de abril de 2015 (6 meses desde la comunicación de los resultados); y los detectados en el escenario adverso, antes del 26 de julio de 2015 (9 meses).

Según el propio BCE, se espera que los déficits identificados se cubran principalmente con nuevas emisiones de instrumentos de capital CET1. Los instrumentos de capital de nivel 1 adicional (AT1) podrán emplearse sólo de forma limitada para cubrir los déficits detectados en el escenario adverso de la prueba de resistencia, en función del umbral de conversión o amortización de cada instrumento. Asimismo, el BCE admitirá los instrumentos convertibles ya existentes que estuviesen sujetos a conversión incondicional predefinida en el horizonte de la prueba de resistencia, así como los instrumentos de ayuda estatal empleados por los países miembros en el contexto de los programas de asistencia financiera. Finalmente, cualquier posible inyección de fondos públicos estará limitada por el marco de ayudas de Estado de la Comisión Europea²⁴, en vigor desde agosto de 2013.

A partir de 2015, en caso de que estas medidas no sean suficientes para garantizar la viabilidad de una entidad, se aplicará el marco de resolución previsto en el Reglamento del MUR, que confiere al Consejo Único de Resolución la aplicación de la BRRD. No obstante, el instrumento de recapitalización interna (*bail in*) no entrará en vigor hasta enero de 2016.

De esta forma, tras el examen global todos los Estados participantes en el MUS tienen una clara fotografía de los costes y riesgos heredados del sistema anterior. Gracias a dicha fotografía, el 4 de noviembre de 2014 el BCE pudo asumir la responsabilidad última de la supervisión microprudencial en la Eurozona ante una tabla rasa.

En definitiva, el examen global ha sido un ejercicio completo, robusto y transparente que sin duda ha contribuido a despejar las dudas que aun pudiesen quedar sobre los balances de las entidades europeas. Además, el examen ha incentivado a las entidades a acometer ajustes de capital a lo largo del 2014 –particularmente en aquellas entidades que con mayores riesgos de presentar déficits–, lo que ha permitido que el saldo final del ejercicio haya sido muy positivo para la banca europea.

Aunque no era condición suficiente, la recuperación de la confianza y la credibilidad sí era una condición necesaria para que el crédito vuelva a fluir. Y en este sentido, el ejer-

²² V. CONSTÂNCIO, D. NOUY. *Conferencia de prensa de presentación de resultados del examen global*. Fráncfort, 26 de octubre de 2014.

²³ EUROPEAN CENTRAL BANK. *Note on the comprehensive assessment*. Fráncfort, abril de 2014.

²⁴ Comunicación de la Comisión sobre la aplicación, a partir del 1 de agosto de 2013, de la normativa sobre ayudas estatales a las medidas de apoyo en favor de los bancos en el contexto de la crisis financiera («Comunicación bancaria») (2013/C 216/01) ([http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/ALL/?uri=CELEX:52013XC0730\(01\)](http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/ALL/?uri=CELEX:52013XC0730(01)))



cicio ha sido una contribución clave. Es cierto que, si algo hemos aprendido, es que hubiese sido mejor anticipar su ejecución, y como hicieron las autoridades estadounidenses; pero también es verdad que la eurozona cuenta ahora con el marco institucional adecuado para ejecutar un ejercicio de este tipo con plenas garantías y con capacidad para reaccionar con agilidad en caso de sorpresas.

Por otra parte, en el desarrollo del ejercicio se ha hecho evidente la importancia de una mayor armonización de definiciones, tarea que ya ha comenzado y que deberá consolidarse a través de MUS en los próximos años.

5.4. CONCLUSIÓN: EL NUEVO MARCO DE SUPERVISIÓN Y SU IMPACTO

Ante la pregunta de si el supervisor único contribuye a eliminar las causas de la crisis que puso a prueba al euro en 2012, la respuesta es contundente, sí. Y lo es por varias razones:

- La supervisión única es esencial para romper el vínculo soberano-bancario. Es condición *sine qua non* para que el resto de elementos de la Unión Bancaria (y, particularmente, el uso del Fondo Único de Resolución y la posibilidad de recapitalización directa de entidades por el MEDE) puedan aplicarse.
- Además, es clave para potenciar la convergencia de la supervisión y la regulación y, por tanto, para igualar las condiciones competitivas y aumentar la transparencia y la confianza mutua en el sector entre los distintos países. Sin el MUS no se podría combatir, de forma sostenida en el tiempo, la fragmentación financiera que la Eurozona había sufrido a lo largo de la crisis.
- Todo ello permitirá, por fin, revitalizar el mercado interbancario y, sobre todo, cerrar las diferencias injustificadas en las condiciones de acceso a financiación para las empresas europeas (particularmente las pymes) dentro de la unión monetaria²⁵.

El establecimiento del MUS tiene además otros importantes impactos positivos para el sector financiero europeo, en particular:

- Favorecerá el desarrollo del *single rulebook*. En la medida en que la banca de la Eurozona pasa a tener como supervisor a una institución europea que debe aplicar un único conjunto de reglas, la Comisión tendrá más incentivos a emplear reglamentos en lugar de directivas. Este impulso a la armonización regulatoria no se vería limitado a la Eurozona, sino que aplicará al conjunto de la UE²⁶ gracias al papel de la EBA en la fijación de estándares y la armonización de prácticas supervisoras. El rol de la EBA será esencial para prevenir un potencial riesgo de tensiones entre los países no-euro (particularmente, el Reino Unido) y los miembros de la Eurozona.

²⁵ Z. DARVAS. *Banking system soundness is the key to more SME financing*. Bruegel Policy Contribution, n° 2013/10. Bruegel. Bruselas, julio de 2013.

²⁶ N. VÉRON. *European Banking Union: Current Outlook and Short-Term Choices*. Intervención en la conferencia 'Banking Union and the Financing of the Portuguese Economy'. Parlamento de Portugal. Lisboa, 26 de febrero de 2014.



- Facilitará la supervisión de entidades transfronterizas. Bajo el BCE se concentra la supervisión directa del mayor número de entidades sistémicas (diez de las 30 propuestas por el FSB)²⁷ y más activos bancarios que en cualquier otra jurisdicción mundial (casi 30 billones de euros en activos bancarios, frente a los 10,7 billones de EE.UU.)²⁸. La entrada del BCE en los colegios de supervisión agilizará el funcionamiento de estos.
- Reforzará la voz de la Eurozona en los foros internacionales de supervisión y regulación bancaria, favoreciendo una respuesta coordinada a los nuevos retos globales que se puedan plantear para el sistema financiero internacional.

En cuanto su efecto sobre las entidades:

- El MUS supondrá una revisión de procesos, gestión y objetivos por parte de las entidades para adaptarse a las formas de actuación del nuevo supervisor, que previsiblemente combinará la supervisión intrusiva e *in situ* con mucho foco en el control de la gobernanza y los procedimientos internos. Todo ello en un contexto de cambio en las normas de capital, liquidez y resolución, que también afectará a la gestión y a la financiación de las entidades.
- Fomentará el nacimiento de una verdadera banca paneuropea. La armonización normativa y la sustitución de los 18 supervisores nacionales por el MUS representan una drástica reducción en las barreras de entrada al negocio bancario dentro de la Eurozona, potenciando la exploración de nuevos mercados. De hecho, el propio vicepresidente del BCE, Vítor Constâncio, anticipó que la exhaustividad del examen global del BCE lo convertía *de facto* en una *due diligence* que los bancos más fuertes podían tener en consideración para expandirse externamente²⁹.

Por otra parte no debemos ignorar que el BCE asume la supervisión de una banca en transformación, tanto en relación a su papel para la financiación de la economía como en el contexto en el que desarrolla su actividad.

La crisis europea evidenció el papel crítico de la banca en la economía de la región, donde la dependencia de la intermediación bancaria es mucho mayor que en EEUU. En su reciente libro verde sobre financiación de la economía a largo plazo³⁰, la Comisión Europea señalaba la necesidad de diversificar los canales de financiación y de introducir fuentes no-bancarias, lo que se ha materializado en la iniciativa del presidente de la Comisión Europea, Jean Claude Juncker, denominada Unión de Mercados de Capitales.

Al mismo tiempo, los avances tecnológicos han provocado que la aparición de nuevos competidores no se limite a otras entidades o inversores institucionales, sino también a numerosas empresas no bancarias en segmentos como los medios de pago o la canalización del ahorro.

²⁷ FINANCIAL STABILITY BOARD. 2014 update of list of global systemically important banks (G-SIBs). 6 november 2014. (http://www.financialstabilityboard.org/wp-content/uploads/r_141106b.pdf)

²⁸ VV.AA. ECB publishes preliminary list of «significant» banks subject to direct supervision. Clifford Chance. Julio de 2014.

²⁹ Vítor Constâncio, en entrevista a Börsen-Zeitung. 11 de septiembre de 2014.

³⁰ Comunicación de la Comisión al Consejo y al Parlamento Europeo sobre la financiación a largo plazo de la economía europea (COM(2014) 168) {SWD(2014) 105} (http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/financing-growth/long-term/140327-communication_en.pdf)



Por otro lado, los comportamientos de los consumidores y usuarios de servicios bancarios están evolucionando de forma vertiginosa. La revolución digital, el acceso masivo y generalizado a la información y una mayor conciencia de su poder de decisión, multiplica de forma exponencial su capacidad para actuar, así como para participar en la definición de las nuevas formas de hacer banca.

Y todo ello en un contexto complicado, tanto desde el punto de vista macroeconómico –por la previsible persistencia en los próximos años de crecimiento moderado, baja inflación y bajos tipos de interés– como regulatorio –por la implementación de las numerosas reformas aprobadas a raíz de la crisis.

La banca europea afronta por tanto el reto de redefinirse para adaptarse al nuevo entorno sin perder de vista el objetivo de aumentar su rentabilidad de manera sostenible. En nuestra opinión, el supervisor único favorecerá una respuesta más ágil de las entidades, al aportar mayor confianza e integración en el sector.

Con la decisión de avanzar hacia la Unión Bancaria, Europa dio un paso de gigante, casi a la altura de la propia creación del euro. Y el MUS es, a día de hoy, la muestra más palpable de que esta Unión Bancaria empieza a ser una realidad, tan solo dos años y medio después de que se anunciara en la cumbre de junio de 2012.

5. BIBLIOGRAFÍA

- BANCO CENTRAL EUROPEO. *Aggregate report on the comprehensive assessment*. BCE. Fráncfort, octubre de 2014. (<http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/aggreatereportonthecomprehensiveassessment201410.en.pdf>)
- BANCO CENTRAL EUROPEO. *Guía de Supervisión Bancaria*. Fráncfort, septiembre de 2014. (<http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ssmguidebankingsupervision201409es.pdf>)
- BANCO CENTRAL EUROPEO. *Lista de entidades significativas supervisadas y lista de entidades menos significativas*. Fráncfort, 4 de diciembre de 2012. (<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ssm-listofsupervisedentities1409es.pdf?2819965634ef03127e061db120521aa4>)
- BANCO CENTRAL EUROPEO. *Nota sobre la evaluación global*. Fráncfort, octubre de 2014. (<http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2013/html/pr131023.es.html>)
- BANCO CENTRAL EUROPEO. *Note on the comprehensive assessment*. Fráncfort, abril de 2014. (http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2014/html/pr140429_1.es.html)
- CONSEJO EUROPEO. *Towards a Genuine Economic and Monetary Union*. Bruselas, 26 de junio de 2012. (http://ec.europa.eu/economy_finance/crisis/documents/131201_en.pdf)
- V. CONSTÂNCIO, D. NOUY. *Conferencia de prensa de presentación de resultados del examen global*. Fráncfort, 26 de octubre de 2014. (<https://www.ecb.europa.eu/press/press-conf/2014/html/is141026.en.html>)
- Z. DARVAS. *Banking system soundness is the key to more SME financing*. Bruegel Policy Contribution, nº 2013/10. Bruegel. Bruselas, julio de 2013. (<http://www.bruegel.org/>)



- download/parent/785-banking-system-soundness-is-the-key-to-more-sme-financing/file/1671-banking-system-soundness-is-the-key-to-more-sme-financing/)
- M. DRAGHI. Discurso de apertura. *Global Investment Conference*. Londres, 26 de julio de 2012. (<http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120726.en.html>)
- M. ESSEX. *Did the Euro's Architects Expect It to Fail?*, en *The Wall Street Journal*, 31 de octubre de 2011. (<http://blogs.wsj.com/source/2011/10/31/did-the-euros-architects-expect-it-to-fail/>)
- EURO AREA SUMMIT. *Comunicado de la Cumbre del Área del Euro*. Bruselas, 29 de junio de 2012. (http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ec/131359.pdf)
- R. GOYAL *et al.* A Banking Union for the Euro Area. IMF Discussion Note. Fondo Monetario Internacional. Febrero de 2013. (<https://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2013/sdn1301.pdf>)
- D. GROS, D. SCHOENMAKER. *Cleaning up the mess: Bank resolution in a systemic crisis*. VoxEU, Centre for Economic Policy Research. Bruselas, 6 de junio de 2012. (<http://www.voxeu.org/article/cleaning-mess-bank-resolution-systemic-crisis>)
- S. MERLER, J. PISANY-FERRY. *Hazardous tango: sovereign-bank interdependence and financial stability in the euro area*, en *Financial Stability Review* n° 16. Banco de Francia, abril 2012. (<http://www.bruegel.org/download/parent/725-hazardous-tango-sovereign-bank-interdependence-and-financial-stability-in-the-euro-area/file/1584-hazardous-tango-sovereign-bank-interdependence-and-financial-stability-in-the-euro-area/>)
- J. PISANI-FERRY *et al.* *What kind of European banking union?* Bruegel Policy Contribution n° 2012/12. Bruegel. Bruselas, junio de 2012. (<http://www.bruegel.org/download/parent/731-what-kind-of-european-banking-union/file/1595-what-kind-of-european-banking-union/>)
- A. S. POSEN, N. VÉRON. *Europe's half a banking union*, en *Europe's World*. Bruselas, junio de 2014. (http://europesworld.org/2014/06/15/europes-half-a-banking-union/#.VGs8ofmG_GS)
- M. SCHRÖRS. 'We are certainly not almighty', entrevista a Vítor Constâncio en *Börsen-Zeitung*. Fráncfort, 11 de septiembre de 2014. (<http://www.ecb.europa.eu/press/inter/date/2014/html/sp140911.en.html>)
- H. VAN ROMPUY. *Towards a genuine economic and monetary union*. Bruselas, 5 de diciembre de 2012. (http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_Data/docs/pressdata/en/ec/134069.pdf)
- N. VÉRON. *A realistic bridge towards European banking union*. Bruegel Policy Contribution, n° 2013/09. Bruegel. Bruselas, junio de 2013. (<http://www.bruegel.org/publications/publication-detail/publication/783-a-realistic-bridge-towards-european-banking-union/>)
- N. VÉRON. *Europe's Banking Union starts on an encouraging note*. Comentario en Bruegel. Bruselas, 27 de octubre de 2014. (<http://www.bruegel.org/nc/blog/detail/article/1466-europes-banking-union-starts-on-an-encouraging-note/>)
- N. VÉRON. *European Banking Union: Current Outlook and Short-Term Choices*. Intervención en la conferencia 'Banking Union and the Financing of the Portuguese Economy'.



Parlamento de Portugal. Lisboa, 26 de febrero de 2014. (<http://www.piiie.com/publications/interstitial.cfm?ResearchID=2597>)

VV.AA. *ECB publishes preliminary list of «significant» banks subject to direct supervision*. Clifford Chance. Julio de 2014. (<https://onlineservices.cliffordchance.com/online/freeDownload.action?key=OBWibFgNhLNomwBl%2B33QzdFhRQAhp8D%2BxrIGReI2crGqLnALtlyZeyZsIyYTkI961HH1GV%2F6z4Xp%0D%0A5mt12P8Wnx03DzsaBGwsIB3EVF8XihbSpJa3xHNE7tFeHpEbaeIf&attachmentsize=568308>)

VV.AA. *Evaluación global del sistema bancario europeo (comprehensive assessment)*, en Revista de Estabilidad Financiera. Banco de España. Madrid, noviembre de 2014. (<http://www.bde.es/f/webbde/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/InformesEstabilidadFinancera/14/IEF-Noviembre2014.pdf>)



6. EL MECANISMO ÚNICO DE RESOLUCIÓN EN EL CONTEXTO DE LA UNIÓN BANCARIA

MARÍA ABASCAL, SANTIAGO FERNÁNDEZ DE LIS Y JOSÉ CARLOS PARDO¹

EXECUTIVE SUMMARY

Banking union is the most ambitious European project undertaken since the introduction of the single currency. It was launched in the summer of 2012, in order to send the markets a strong signal of unity against a looming financial fragmentation problem that was putting the euro on the ropes. The main goal of banking union is to resume progress towards the single market for financial services and, more broadly, to preserve the single market by restoring the proper functioning of monetary policy in the eurozone through re-establishing confidence in the European banking sector. This will be achieved through new harmonized banking rules and stronger systems for both banking supervision and resolution, which will be managed at the Eurozone level.

In the resolution regime context, on 15 April 2014 the European Parliament approved the Bank Recovery and Resolution Directive (BRRD), after several months of negotiations between the Commission, the European Council and the European Parliament. The enforcement of BRRD is scheduled for 1 January 2015, and the bail-in regime will be introduced from 2016. The goal of the Directive is to achieve a common framework of rules and powers that guide all 28 EU countries' intervention in banking crises. The BRRD is based on three main pillars, reflecting the different stages of the recovery and resolution planning and execution: 1) Preparation & prevention: banks must draw up recovery plans while resolution authorities must prepare resolution plans that ensure the continuity of critical functions. 2) Early intervention: the supervisor may activate the early intervention process if a bank does not meet regulatory capital requirements or is likely to breach them. The institution must restore its financial situation by implementing recovery measures, and/or adopting key reforms or restructuring its debt with creditors, among others. 3) Resolution powers and tools: the resolution phase is activated only if the two previous stages fail. Authorities would take control of the institution and activate any of the following resolution tools: i) sale of business, ii) bridge bank, iii) asset separation and iv) debt conversion or write down (bail-in, the main novelty).

¹ BBVA Research.



The Single Resolution Mechanism (SRM) approved also last spring is the natural complement of the BRRD in the eurozone context. Its main purpose is to put bank resolution decisions and actions at the same centralized level as supervision and to make possible the orderly resolution of a failing bank over a weekend, following unified criteria and with the possibility to resort to common (mutualized) private funds in those cases in which the bank's own private resources prove insufficient to cover the costs of the resolution process. To do that the SRM will encompass a centralized system for bank resolution across the eurozone, composed of the National Resolution Authorities (NRAs), a new Single Resolution Authority (which will have the ultimate decision-making power), a Single Resolution Fund and a single set of resolution rules (that will be fully aligned with the BRRD).

Although it will not fully assume resolution powers until January 2016, the SRM will have to be established in less than six months as the Regulation will apply as of January 2015. This tight deadline imposes several challenges from an operational perspective, including the constitution of the Board (and the appointment of its Chair and the four permanent members), and the recruitment of a significant number of qualified professionals.

By providing integrated bank supervisory and resolution frameworks, banking union will preserve the integrity of the euro, helping to overcome the current fragmentation problem and to break the vicious circle between banks and sovereign risks. But only with further integration on the financial retail markets as well as on the fiscal, economic and political fronts will the eurozone be able to restore a sustainable virtuous circle of financial integration, growth and prosperity for Europe.

6.1. INTRODUCCIÓN

La Unión Bancaria, como muchos otros aspectos de la construcción europea, ha ido avanzando gradualmente, de manera que los primeros pasos han ido requiriendo pasos adicionales. En este proceso, la unificación de la supervisión bancaria ha conducido de manera natural a una discusión sobre un marco unificado de resolución. Tras la discusión sobre el Mecanismo Único de Supervisión (SSM por sus siglas en inglés) en 2012-2013, el Mecanismo Único de Resolución (SRM) ha sido uno de los temas de debate principales en la Unión Europea en el año 2014.

De acuerdo con la lógica del proceso de unión bancaria, el supervisor único exigía un mecanismo de resolución también único en la Eurozona. Ello es así porque, en el caso de que el supervisor europeo (el BCE) detecte problemas en uno de los bancos por él supervisado, le corresponde la misión de poner en marcha su resolución. Si las competencias sobre resolución hubieran continuado siendo nacionales, una institución europea como el BCE se habría visto en la difícil tesitura de exigir que las autoridades de un país, al poner en marcha la resolución de un banco, afrontaran su coste en solitario, bien sea con el dinero de los contribuyentes, bien forzando a los acreedores o al resto de la industria nacional a asumir pérdidas. Además, las autoridades nacionales hubieran podido



achacar la crisis a una inadecuada supervisión por parte del BCE. Rápidamente se alcanzó un consenso sobre lo peligroso de un marco tan inestable, aunque fue más complicado alcanzar un acuerdo sobre el esquema idóneo de funcionamiento y la mejor manera de alcanzarlo.

El debate sobre el Mecanismo Único de Resolución en la Eurozona ha coincidido, por otro lado, con un foco creciente de las discusiones sobre reforma de la arquitectura financiera internacional en los temas de resolución: cómo hacer que los bancos puedan quebrar sin necesitar dinero del contribuyente ni crear problemas de estabilidad financiera. Los acuerdos en el Comité de Basilea y en el Financial Stability Board (FSB) se han traspuesto en Europa a través de la Directiva de Recuperación y Resolución de Bancos (BRRD), con alcance UE-28 y que se ha venido discutiendo en paralelo con la regulación sobre el SRM. Este proceso de discusión en paralelo – por un lado una legislación para todos los países de la Unión Europea, cuyo objetivo es asegurar un terreno de juego equilibrado en el mercado único y, por otro, los países de la Eurozona, que aspiran a un grado de cohesión mucho mayor– ha introducido cierta confusión en los debates. Pero finalmente ambos procesos se han completado satisfactoriamente, lo que debe contabilizarse como un mérito de los legisladores europeos.

Este capítulo pretende resumir los debates, acuerdos y puntos abiertos en torno a los temas de resolución dentro de la unión bancaria, haciendo referencia en la medida necesaria a los procesos de discusión paralelos en el ámbito más amplio, tanto global como de la UE-28. La sección segunda explica por qué los temas de resolución se han convertido en un elemento clave de la reforma financiera internacional, así como las líneas de reforma acordadas; en la sección tercera se describe la BRRD como base de la legislación europea en la materia; la sección cuarta se ocupa del Mecanismo Único de Resolución como complemento del SSM; en la sección quinta se aborda el papel del Fondo Único de Resolución (SRF por sus siglas en inglés), y en la sexta se presentan algunas conclusiones.

6.2. RESOLUCIÓN: UNA PIEZA CLAVE EN LA REFORMA FINANCIERA INTERNACIONAL

Conscientes de que las recientes crisis bancarias habían supuesto un coste inaceptable para los contribuyentes, los líderes del G20 aprobaron en la Cumbre de Cannes de noviembre de 2011 un documento titulado «Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions» (en adelante «Key Attributes»), que establece los elementos básicos que deben incluirse en cualquier marco efectivo de resolución de bancos: (i) una autoridad de resolución con experiencia, así como con (ii) recursos y poderes adecuados, (iii) una gama suficiente de herramientas de resolución (incluyendo mecanismos de *bail-in*, por los que los acreedores asumen pérdidas de acuerdo con un orden de prelación establecido, sin necesidad de llegar a la liquidación), (iv) una adecuada coordinación transfronteriza en los procesos de resolución y (v) mecanismos para garantizar que las pérdidas sean soportadas finalmente por los accionistas y acreedores no garantizados.

El objetivo general de cualquier régimen de resolución es liquidar las entidades



financieras no viables, y resolver las viables, de forma rápida, garantizando la estabilidad del sistema financiero y preservando las principales operaciones bancarias. Además, para ser eficaz este régimen de resolución debe cumplir las siguientes características:

- Garantizar la continuidad de los servicios financieros, así como los de pagos, compensación y liquidación que tengan importancia sistémica;
- Proteger a los depositantes de acuerdo con las especificaciones de su Fondo de Garantía de Depósitos;
- Asignar pérdidas a los accionistas y tenedores no asegurados de deuda no garantizada de manera que se respete la jerarquía de acreedores;
- No contar con el apoyo del sector público en caso de problemas de solvencia, y no crear la expectativa de que ese apoyo estará disponible;
- Evitar la destrucción innecesaria de valor minimizando los costes de la resolución y las pérdidas para los acreedores, tanto para la jurisdicción de origen como para las de destino;
- Fomentar la rapidez, transparencia y previsibilidad de los procesos de resolución, a través de la claridad jurídica y procesal, así como una planificación «ex ante» de una resolución ordenada;
- Establecer con rango legal un mandato para la cooperación, coordinación e intercambio de información entre autoridades, tanto a nivel nacional como internacional, antes y durante la resolución;
- Garantizar que los bancos no viables puedan salir del mercado de una manera ordenada;
- Fomentar la credibilidad de los regímenes de resolución, reforzando la disciplina de mercado.

Los «Key Attributes» desarrollan una serie de requisitos mínimos para alcanzar estos objetivos, con especial atención a las instituciones financieras de importancia sistémica, que se basan en las siguientes líneas básicas:

- Se establece la presunción de que los bancos no sistémicos serán objeto de liquidación y los sistémicos se someterán a resolución, asegurándose en este último caso la continuidad de las funciones críticas.
- La arquitectura institucional requiere el establecimiento de una autoridad de resolución con poderes amplios para decidir sobre el uso de las posibles herramientas de resolución: venta de activos, banco puente, separación de activos y *bail in*. Cada país puede decidir sobre la naturaleza concreta y características de esta autoridad.
- El marco legal debe ser claro y sometido a una salvaguardia de protección de los acreedores según la cual su tratamiento en caso de resolución no puede ser peor en ningún caso que el que hubieran tenido en caso de liquidación (el principio de «No Creditor Worse Off Than in Liquidation»).
- En caso de que los bancos en resolución necesiten financiación, ésta será proporcionada por mecanismos privados (bien un fondo de resolución, bien el mecanismo de aseguramiento de los depósitos, o una combinación de ambos), aunque no se

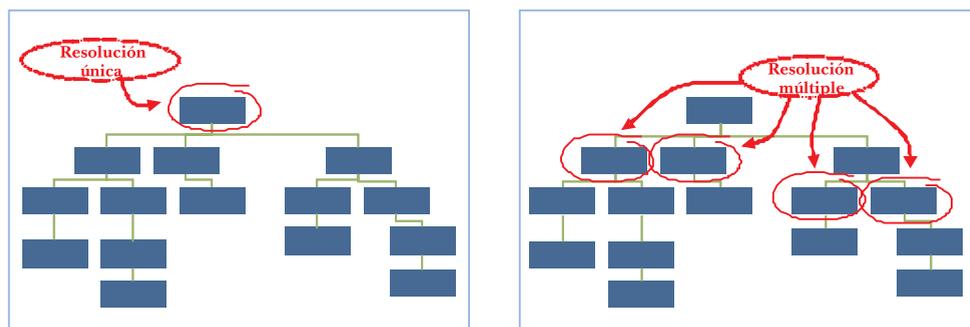
excluye que puedan recibir financiación temporal del sector público, por ejemplo a través de la actuación del banco central como prestamista de última instancia.

- Las instituciones financieras y las autoridades trabajarán de manera preventiva para asegurar la resolubilidad de aquéllas, a través de la elaboración de Planes de Recuperación y de Resolución, así como de una valoración de la capacidad de resolver la entidad por parte de la autoridad competente.
- El FSB abordó inicialmente de manera bastante superficial uno de sus retos mayores: la resolución de entidades transfronterizas. Los «Key Attributes» se limitaron a enumerar una serie de principios generales, como la necesidad de cooperación e intercambio de información entre las autoridades de los países de origen y destino de los bancos internacionales, a través de la creación de Crisis Management Groups (CMGs) y acuerdos de cooperación bilaterales para cada institución.

En un documento posterior, de junio de 2013, el FSB desarrolló de manera mucho más elaborada estos aspectos de resolución transfronteriza, estableciendo dos tipos de estrategias de resolución: la de punto de entrada único (SPE, por sus siglas en inglés) y la de punto de entrada múltiple (MPE).

- La estrategia de SPE es propia de bancos con una estructura de capital y liquidez fuertemente centralizada, con forma legal de sucursales, predominio de la actividad de banca mayorista y elevadas posiciones intragrupo (apoyo sistemático de la matriz a las filiales o sucursales).
- La estrategia de MPE es propia de bancos con gestión descentralizada del capital y la liquidez, forma legal de filiales, negocio básicamente minorista y posiciones intragrupo muy limitadas y no sistemáticas.

GRÁFICO 1



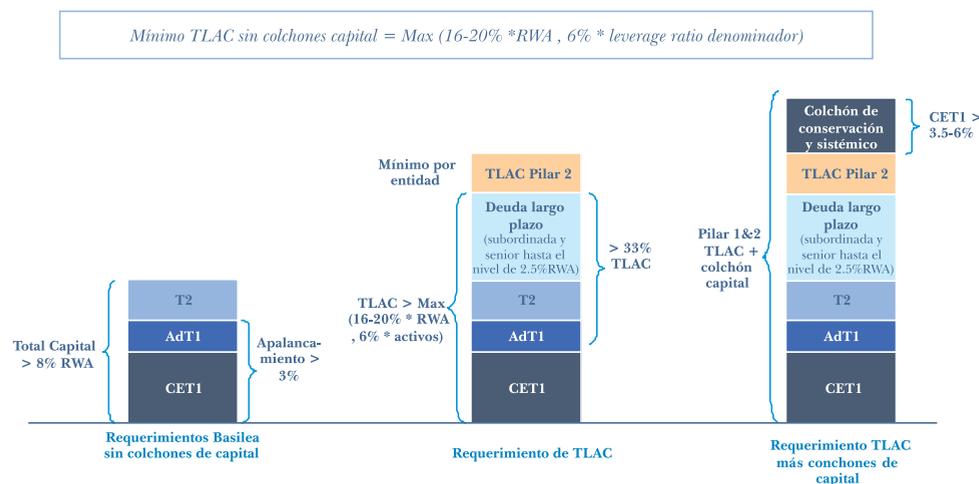
Fuente: BBVA Research.

El progreso en la trasposición nacional de los «Key Attributes» ha sido muy desigual: Europa ha desarrollado un marco de resolución sumamente detallado (véase sección 3), en tanto que Estados Unidos, aunque parece tenerlo muy avanzado, no lo ha hecho público (y en todo caso tiene intención de limitarlo a las entidades sistémicas globales, GSIFIs).

En el momento de escribir este capítulo, la discusión sobre resolución está muy centrada en un nuevo concepto: la capacidad de absorción de pérdidas en caso de resolución (Total Loss Absorption Capacity, TLAC), que establece un mínimo de pasivos que deben actuar como colchón para hacer frente a las posibles pérdidas en caso de resolución. Es un concepto a caballo entre la normativa de capital (que no deja de ser un colchón de absorción de pérdidas en una situación de continuidad de negocio o *going concern*) y la normativa de resolución. La filosofía de TLAC es que las entidades (en principio las sistémicas, aunque podría extenderse *mutatis mutandis* a todas ellas) dispongan de un rango de pasivos que puedan estar sometidos a *bail-in* en caso de resolución. Es un concepto por tanto complementario al de *bail-in*, cuyo objetivo es hacerlo operativo. En el marco europeo tiene estrecha relación con el concepto de Mínimo Requerido de Pasivos Elegibles (MREL por sus siglas en inglés), que se explica en la siguiente sección.

El pasado 10 de noviembre de 2014, el FSB publicó la propuesta de TLAC a consulta estableciendo que el requerimiento mínimo de TLAC se debe constituir con instrumentos que legal y eficazmente puedan ser convertidos en acciones en caso de resolución, esto es capital y deuda senior subordinada, y en una cantidad que duplique los requisitos de capital y apalancamiento: entre el 16 y el 20% de los Activos Ponderados por Riesgo (APR) y el 6% de los activos a través del ratio de apalancamiento. Como elemento diferenciador a la normativa prudencial de capital y liquidez, este nuevo requerimiento no se fija a nivel consolidado sino que su aplicación depende de la estrategia de resolución que adopte cada entidad. En principio, los bancos con modelo de resolución MPE tendrán que cumplir con un mínimo de TLAC emitido a terceros en cada una de sus filiales de resolución. Por el contrario, los bancos con modelo de resolución SPE deben de cumplir con el mínimo de TLAC emitido a terceros a nivel de la entidad matriz, y posteriormente crear un TLAC intragrupo entre la matriz y las filiales significativas.

GRÁFICO 2



Fuente: BBVA Research.



6.3. LA BRRD: UN MARCO COMÚN PARA EUROPA

El pasado 15 de abril de 2014, el Parlamento Europeo aprobó, tras largas discusiones que han durado más de año y medio², el texto final de la Directiva de Resolución Bancaria para Europa (más conocida BRRD-*Bank Recovery and Resolution Directive* por sus siglas en inglés) que fue publicado en el Boletín Oficial de la Unión Europea el 12 de junio de 2014. La entrada en vigor de la BRRD está prevista para enero 2015, mientras que la aplicación del *bail-in* como herramienta de resolución se retrasa hasta enero de 2016.

El elemento central de la BRRD es la fijación una serie de reglas comunes que deben de aplicar todos los países de la Unión Europea para hacer frente a la resolución de grupos bancarios con problemas financieros de capital o liquidez, minimizando el coste para el contribuyente y preservando las operaciones básicas que dicha entidad pueda llevar a cabo. De esta forma, todos los 28 países de la Unión Europea tendrán un mismo marco de resolución de bancos, reduciendo la fragmentación del mercado y mejorando el equilibrio del terreno de juego para la competencia entre bancos europeos.

El cambio institucional más relevante de la BRRD es la creación de una autoridad de resolución con amplios poderes de intervención en las entidades tanto en procesos de resolución como en la fijación de medidas ex -ante (por ejemplo planes de resolución) que faciliten una potencial resolución futura. Aunque la BRRD no proporciona una lista prescriptiva de los tipos de autoridades, en la práctica, los poderes de resolución serán concedidos a las autoridades competentes, bancos centrales o ministerios.

La creación de este nuevo organismo plantea como principal reto la necesidad de coordinar sus actuaciones con las funciones de supervisión. La clave está en encontrar un equilibrio entre la independencia entre el supervisor y la autoridad de resolución y a la vez compartir las sinergias en materia de conocimiento e información de las entidades.

La BRRD se complementa con más de treinta estándares técnicos y guías de aplicación que tiene que publicar la EBA durante los próximos dos años, abordando aspectos tan relevantes como el contenido de los planes de resolución y recuperación, características en la aplicación del *bail-in*, determinación de los *triggers* de resolución e intervención temprana, etc. En el siguiente cuadro se muestran las consultas publicadas por EBA hasta noviembre 2014.

² La Comisión Europea publicó el primer borrador a consulta de la BRRD en junio de 2012.

³ Los compartimentos de los estados afectados conservarían todavía un remanente del 16% en el año 2, del 20% en el año 3 y creciente hasta el año 7. En el año 8, en cambio, no habría remanente porque se habría mutualizado todo en el paso 2.

CUADRO 1

	Código consulta EBA	Nombre	Plazo comentarios
1	EBA/CP/2014/16	Contenido de los planes de resolución y análisis de resolubilidad	09/10/2014
2	EBA/CP/2014/15	Medidas para reducir los impedimentos a la resolución	09/10/2014
3	EBA/CP/2014/18	Requisitos para valorados independientes	11/10/2014
4	EBA/CP/2014/21	Criterio de intervención temprana	22/12/2014
5	EBA/CP/2014/22	Criterio de interpretación de quiebra o alta probabilidad de quiebra	22/12/2014
6	EBA/CP/2014/23	Mínima lista de servicios en la creación de un banco puente	22/12/2014
7	EBA/CP/2014/24	Estrategias de resolución: separación de activos y venta de negocios	22/12/2014
8	EBA/CP/2014/25	Criterios para la aplicación de obligaciones simplificadas	03/01/2015
9	EBA/CP/2014/26	Identificación y transmisión de información entre autoridades	03/01/2015
10	EBA/CP/2014/28	Indicadores cualitativos y cuantitativos del plan de recuperación	02/01/2014
11	EBA/CP/2014/29	Criterios en la aplicación de conversión o quitas	03/01/2014
12	EBA/CP/2014/30	Condiciones para la aplicación de apoyos financieros intragrupo	04/01/2014
13	EBA/CP/2014/33	Criterios para el reconocimiento contractual del <i>bail-in</i>	05/02/2015
14	EBA/CP/2014/38	Criterios para la valoración en resolución	06/02/2015
15	EBA/CP/2014/39	Ratios de conversión de deuda a acciones en caso de <i>bail-in</i>	06/02/2015
16	EBA/CP/2014/40	Criterio para el tratamiento de accionistas en <i>bail-in</i>	06/02/2015

LOS TRES PILARES DE LA RESOLUCIÓN BANCARIA EN EUROPA

La BRRD establece que la resolución bancaria no sólo se debe centrar en las propias tareas de resolver un banco, sino que su ámbito de actuación debe ser más amplio abordando tareas preventivas que faciliten una posible resolución futura. En este sentido, la BRRD establece tres fases de actuación:

1. Preparación y prevención

La etapa de preparación y prevención establece los pasos previos y tareas que se deben realizar cuando una entidad está «sana» para minimizar los riesgos de problemas potenciales en una resolución futura de una entidad. En este sentido, la BRRD requiere



a las instituciones y a las autoridades de resolución la necesidad de desarrollar planes de recuperación y resolución para todas las entidades europeas.

- **Planes de recuperación:** Según la BRRD, todos los bancos europeos tienen que preparar y actualizar periódicamente un plan de recuperación. En esencia, los planes de recuperación tienen como objetivo establecer las medidas que puede tomar una entidad para la restauración de su posición financiera tras un deterioro significativo de su capital, liquidez, rentabilidad, etc. El detalle de las medidas deberá ir acompañado de una descripción de la gobernanza interna de la entidad en la toma de decisiones tanto a la hora de aplicar cada una de las medidas como en los flujos de información a la alta dirección y autoridades. Finalmente, es importante destacar que la autoridad encargada de su análisis y validación es el supervisor y no la autoridad de resolución.
- **Planes de resolución:** Como complemento a los planes de recuperación, las autoridades de resolución deben elaborar un plan donde se describa el procedimiento de resolución de la entidad o grupo financiero. En particular, el plan establecerá las diferentes opciones para la resolución de un banco en función de una variedad de escenarios. Adicionalmente, estos planes deben incluir detalles sobre la aplicación de instrumentos de resolución (banco puente, venta de activos, separación de activos o *bail-in*) y las maneras de asegurar la continuidad de las funciones críticas, con el fin de minimizar el impacto de la resolución sobre el contribuyente y sobre la estabilidad financiera.

Uno de los elementos clave en esta fase es la identificación de las posibles barreras que pudieran existir a la resolución. Como medida preventiva, en el caso de existieran, la autoridad de resolución podría imponer a las entidades cambios estructurales, legales o de negocio.

2. Intervención temprana

La BRRD amplía los poderes de la autoridad del supervisor para intervenir en una etapa temprana en los casos en que una institución se encuentra en un proceso de rápido deterioro de su condición financiera (por ejemplo, deterioro de la liquidez, aumento de los niveles de apalancamiento, morosidad, etc.) pero todavía cumple con los ratios mínimos de solvencia y liquidez.

Las herramientas con las que cuenta el supervisor en esta fase son muy amplias y van desde la implementación de medidas concretas del plan de recuperación a la sustitución temporal de parte de la alta dirección de la entidad por un administrador dependiente de la autoridad de supervisión.

Es importante destacar que durante las fases de intervención y recuperación temprana previstas en el BRRD, los accionistas deben conservar la plena responsabilidad y control de la institución.



3. Resolución

El pilar más importante de la BRRD es la fase que se encarga de abordar la resolución de una entidad con un doble objetivo: i) mantener la estabilidad financiera y ii) reducir el coste al contribuyente. Para ello, la BRRD trata de responder a dos preguntas fundamentales: ¿cuándo se considera que una entidad ha entrado en resolución? y ¿de qué herramientas dispone la autoridad de resolución para resolver una entidad?

- **Triggers para considerar que una entidad debe entrar en resolución**

Uno de los grandes logros de la BRRD es la armonización a nivel europeo de los condicionantes que determinan que una entidad es insolvente o puede ser insolvente en el muy corto plazo. Para ello, la BRRD define el concepto de «punto de no viabilidad» como desencadenante de la resolución cuando se cumplen todas las siguientes tres condiciones:

- A) La entidad no es viable o es muy probable que no sea viable en el muy corto plazo. De esta forma, la BRRD establece cuatro situaciones en las que se puede entender que una entidad no es viable: i) la entidad no cumple que los requerimientos mínimos regulatorios (por ejemplo capital, liquidez, apalancamiento, etc.), ii) la entidad no puede hacer frente a sus obligaciones financieras (por ejemplo el pago de cupones o necesidades de colateral), iii) los pasivos de la entidad son mayores que sus activos, y iv) la entidad ha recibido ayudas públicas extraordinarias.
- B) No existen alternativas privadas para resolver la situación financiera de la entidad (por ejemplo la compra de la entidad, ampliación de capital privado, etc.)
- C) La entidad tiene un carácter sistémico y lleva a cabo funciones críticas para la estabilidad financiera del sector, país o región.

Durante el desarrollo de la BRRD, la definición de los *triggers* de resolución ha sido uno de los elementos de mayor discusión debido a la naturaleza subjetiva de alguna de las condiciones, que pueden generar dudas e incertidumbre y dificultar la búsqueda de una solución viable para la entidad. Debido a estas dudas, y con el fin de disponer de unos criterios concretos, homogéneos y predecibles, la EBA deberá desarrollar en los próximos meses numerosos estándares técnicos donde se detalle la aplicación de los *trigger* de resolución.

- **Herramientas de resolución**

La BRRD permite a las autoridades de resolución el uso de cuatro herramientas para abordar la resolución de un banco cuando se cumplen los criterios definidos anteriormente: venta de negocios, separación de activos, creación de un banco puente y *bail-in*.

- A) Venta de negocios: Esta herramienta permite a las autoridades de resolución vender determinados activos o pasivos de la entidad sin el consentimiento de los accionistas u otros procedimientos operativos internos (principalmente requisitos de aprobación) fijados en las políticas de la entidad.
- B) Separación de activos: El objetivo de la segregación de activos consiste en separar los activos «malos» que han causado la entrada en resolución y gestio-



narlos de una manera que maximice su valor, mientras que los activos «buenos» se puedan seguir gestionando de manera separada sin que se vean afectados. Las autoridades de resolución tendrán derecho a transferir los activos, derechos o pasivos de una institución a un vehículo de gestión de activos para su posterior liquidación y/o venta.

- C) Creación de un banco puente: Esta herramienta es similar a la anterior, pero con la diferencia de que se segregan tanto activos como pasivos. En la práctica, se generan dos entidades: una entidad con los activos no problemáticos (la entidad «buena») que será vendida en el corto/medio plazo y una entidad con los activos problemáticos que en la mayoría de los casos será liquidada con la consiguiente pérdida de valor para accionistas y, en su caso, acreedores.

La opción de banco puente debe cumplir determinados requisitos. Primero, la entidad puente (la «buena») debe ser una persona jurídica controlada por las autoridades públicas con el objetivo de mantener las funciones básicas (principalmente, mantener el flujo crediticio y asegurar el correcto funcionamiento de los depósitos). De esta forma, las autoridades de resolución siguen manteniendo todo el poder de decisión sobre la entidad, incluyendo el nombramiento de la administración y el perfil de riesgo de la institución puente, entre otros. Segundo, el rol de la autoridad de resolución debe ser temporal con el objetivo de maximizar su valor y pasar el control de la entidad a manos privadas en el menor plazo posible.

- D) Bail-in: es la piedra angular de la BRRD e implica que los acreedores de los bancos sufrirán quitas o se convertirán en accionistas en caso de resolución y, por lo tanto, asumirán gran parte de los costes para ayudar a recapitalizar un banco en quiebra, en lugar de los contribuyentes.

La aplicación del *bail-in* tiene las siguientes características clave:

- Los pasivos susceptibles de hacer frente a las pérdidas bancarias a través del *bail-in* serán todos aquellos que no estén garantizados. En este grupo se incluyen los accionistas, los tenedores de deuda junior y senior y los depositantes que no se encuentren cubiertos por el Fondo de Garantía de Depósitos (importes mayores a 100.000€).
- La presencia de los depositantes minoristas no cubiertos por el FGD dentro del alcance del *bail-in* ha planteado numerosas discusiones en el diseño de la BRRD. Para minimizar su impacto y teniendo en cuenta su menor sofisticación y conocimiento crediticio, los legisladores europeos han otorgado un mayor grado de prelación a los minoristas dentro del proceso de absorción de pérdidas. De esta forma, los depósitos de particulares y pymes por encima de 100.000 € únicamente absorberán pérdidas una vez que los accionistas, los acreedores de deuda junior y senior y los depósitos de grandes empresas no cubiertos por el FGD haya sufrido unas pérdidas del 100%.
- Las entidades deben de cumplir con un ratio mínimo de pasivos «bailinables» expresados como un porcentaje del total de pasivos de la entidad (denominado MREL- *Minimum Required Eligible Liabilities* en sus siglas en



inglés). De esta forma, las autoridades se aseguran que las entidades cuentan en todo momento con pasivos suficientes para realizar el *bail-in*.

- Finalmente, la BRRD establece que el *bail-in* no es la única herramienta existente para recapitalizar una entidad. Como complemento al *bail-in* se permite el uso de fondos del Fondo de Resolución Bancario (ver próximo apartado) y/o inyecciones de dinero público, estos últimos en casos excepcionales de crisis sistémicas y por razones de estabilidad financiera. Sin embargo, el empleo de estas dos alternativas se pueden aplicar siempre y cuando los accionistas y acreedores ya hayan asumido previamente un porcentaje muy elevado de las pérdidas (importe equivalente al 8% del total de pasivos de la entidad).

FONDOS DE RESOLUCIÓN BANCARIA

Como se ha comentado anteriormente, la BRRD permite el empleo de fondos de resolución privados como complemento al *bail-in* con un máximo del 5% de los pasivos de la entidad a resolver. En este sentido, los fondos existentes en el Fondo de Resolución Bancario podrán ser empleados en el proceso de resolución de una entidad otorgando garantías, comprando activos, inyectando capital, etc.

Para conseguir este objetivo, cada Estado miembro debe crear un fondo de resolución a partir de las contribuciones privadas de las entidades financieras. El importe objetivo del fondo está fijado en al menos al 1% de los depósitos cubiertos en el Estado miembro. Con el objetivo de llegar a dicho nivel, los bancos deberán ir aportando anualmente un importe determinado por el tamaño relativo del banco en cada Estado miembro y al perfil de riesgo de cada entidad.

En el transcurso de la vida del fondo es posible que, debido a la quiebra de una entidad grande, las necesidades de fondos excedan su tamaño. En este caso, la BRRD permite dos alternativas posibles de financiación:

- La solicitud a las entidades de derramas extraordinarias para cubrir las necesidades adicionales de fondos.
- La obtención de financiación de forma independiente en el mercado de capitales o a través de préstamos con otros fondos de resolución de la Unión Europea.

HERRAMIENTAS DE ESTABILIZACIÓN PÚBLICAS

La BRRD establece que, en una situación muy extraordinaria (crisis sistémica) y por motivos de estabilidad financiera, la autoridad de resolución puede buscar financiación adicional a través de dinero público. Dado que el objetivo de la BRRD es minimizar el coste para el contribuyente de futuros rescates bancarios, el uso dichas herramientas está sujeto a los siguientes condicionantes:

- Previo al uso de fondos públicos, los accionistas y acreedores privados deben, al menos, asumir pérdidas equivalentes al 8% de los pasivos de la entidad.



- El uso de herramientas de estabilización públicas debe estar sujeta a la normativa comunitaria de ayudas de estado de la Unión Europea.
- El uso de dichas herramientas debe ser considerada como una «opción de último recurso» para proteger el interés público y salvaguardar la estabilidad financiera.
- En el caso de inyecciones de capital, la permanencia del capital público en la entidad debe ser temporal y limitado en el tiempo.

ASPECTOS TRANSFRONTERIZOS EN LA RESOLUCIÓN DE GRUPOS GLOBALES

Como último elemento destacable en la BRRD cabe mencionar la necesidad de establecer mecanismos concretos para hacer creíble y eficiente la resolución de un grupo bancario con presencia en múltiples jurisdicciones donde intervienen no sólo autoridades europeas sino también autoridades de terceros países. Dado que muchas instituciones de la Unión Europea actúan en terceros países, un marco de resolución efectivo necesita establecer unos principios de cooperación con las autoridades de terceros países.

En este sentido y siguiendo las directrices del FSB, la BRRD establece una serie de principios generales para la cooperación entre las autoridades a la hora de tomar una decisión o adoptar medidas de resolución a través del establecimiento de colegios y acuerdos de resolución con terceros países.

- El objetivo principal de los colegios de resolución es establecer un ámbito de diálogo e intercambio de información en la fase preventiva para elaborar un plan de resolución creíble y viable a nivel de todo un grupo financiero con presencia global. En principio, la participación en dichos colegios podría restringirse a las autoridades de aquellas jurisdicciones donde la filial sea relevante para el grupo o donde tenga un papel sistémico local.
- Finalmente, la BRRD proporciona a las autoridades de resolución los poderes necesarios para apoyar acciones de resolución en terceros países. Sin embargo, dicho apoyo sólo se concederá en el caso de que se garanticen tres criterios:
 - A) Un trato justo e igual para los depositantes y acreedores locales y extranjeros,
 - B) Que no se ponga en peligro la estabilidad financiera en el Estado miembro.
 - C) Que el acuerdo esté basado en un criterio de reciprocidad. Las acciones que tome una autoridad de resolución europea sobre filiales o sucursales de terceros países serán acatadas por sus autoridades locales y viceversa.

Sin embargo, incorporar el reconocimiento *cross-border* de medidas de resolución en la BRRD no es suficiente si no son aceptadas por las normativas de terceros países. El elemento clave para hacer creíble y viable un procedimiento de resolución *cross-border* es la existencia de un marco de resolución homogéneo en todas las jurisdicciones que minimice la desconfianza entre autoridades y que aporte certidumbre a todo el proceso. Siendo conscientes que estamos muy lejos de alcanzar ese objetivo, un elemento transitorio y necesario para favorecer la resolución *cross-border* es la incorporación de cláusulas contractuales que favorezcan el reconocimiento de medidas de resolución. En particular, hay dos áreas en la que se debe prestar especial atención: i) incorporación de cláu-



sulas de *bail-in* en emisiones de deuda fuera de la Unión Europea, y ii) cláusulas de cancelación de derechos de amortización anticipada en derivados a través de su incorporación en el correspondiente protocolo de ISDA.

6.4. EL MECANISMO ÚNICO DE RESOLUCIÓN (SRM) COMO COMPLEMENTO DEL MECANISMO ÚNICO DE SUPERVISIÓN (SSM)

Más allá de la armonización en materia de resolución bancaria a través de la BRRD descrita en el epígrafe anterior, y referida al conjunto de los 28 países de la UE, la Eurozona necesita de un grado de integración muy superior, como se ha puesto de manifiesto en el proyecto de Unión Bancaria.

El Mecanismo Único de Resolución (SRM) es el segundo pilar fundamental de la unión bancaria. Su objetivo principal es situar la toma de decisiones de resolución bancaria al mismo nivel que se realiza la supervisión, esto es a nivel centralizado, y hacer posible la resolución ordenada de un banco en quiebra en un fin de semana.

El SRM constituye por tanto el nuevo sistema centralizado de toma de decisiones sobre resolución bancaria en toda la zona euro. Estará compuesto por las Autoridades Nacionales de Resolución (ANR), una nueva Autoridad Única de Resolución, un Fondo Único de Resolución y un conjunto único de normas de resolución (en línea con el marco de gestión de crisis definido en la BRRD).

La Autoridad Única de Resolución aplicará de manera uniforme las reglas de resolución determinadas en la BRRD. Tal y como se ha explicado en la sección anterior, en los casos en los que los recursos privados del banco resulten insuficientes para cubrir los costes del proceso de resolución y toda vez que los acreedores privados hayan asumido al menos un 8% de las pérdidas, se podrá recurrir a el Fondo Único de Resolución hasta un límite del 5% de los pasivos totales de la entidad bajo resolución. El Fondo Único de Resolución será financiado por los bancos y alcanzará el nivel objetivo general de 55.000 millones de euros en 2024. Su capacidad financiera será progresivamente mutualizada comenzando por un 40% desde su inicio (2016) hasta llegar al 100% en 2024.

EL SRM COMO ELEMENTO NECESARIO DE LA UNIÓN BANCARIA

La unión bancaria necesita el SRM por tres razones principales:

1. Para proporcionar una contrapartida creíble para el SSM en materia de resolución. El Supervisor Único no puede romper por sí mismo el círculo vicioso entre riesgo soberano y bancario. Además, tener un supervisor único en funcionamiento con 18 autoridades de resolución nacionales implicaría altos riesgos. El SRM evitará las fricciones que se producirían en caso de que el BCE adopte una decisión sobre un banco europeo con implicaciones de resolución exclusivamente nacionales.
2. Mantener un terreno de competencia equilibrado. La existencia de una autoridad común asegura la estabilidad de las reglas del juego y garantiza una implementación



uniforme de las normas de resolución bancaria de la UE (BRRD) en toda la zona del SSM. La amplia discrecionalidad que permite la BRRD no encaja bien con la uniformidad de las normas que se requiere a nivel de la zona euro. El SRM aportará certidumbre y previsibilidad a la aplicación de la BRRD y la DGSD dentro de la Eurozona, evitando así posibles brechas que surjan en las transposiciones nacionales.

3. Mejorar los procesos de resolución transfronterizos en la Eurozona. El Mercado Único necesita basarse en un marco de resolución transfronteriza eficaz para garantizar la estabilidad financiera y evitar distorsiones competitivas. Dentro de la Eurozona, es claro que la resolución de una entidad con presencia en distintas jurisdicciones será más fácil al contar con una Autoridad Única de Resolución que actuará en interés de toda la zona. Pero además también cabría esperar que la existencia de una única autoridad facilite la resolución incluso fuera de la Eurozona, aunque solo sea por la reducción del número de decisores últimos.

ÁMBITO DE APLICACIÓN

Desde un punto de vista geográfico, el ámbito de aplicación del SRM es la Eurozona y todo aquel Estado miembro cuya moneda no sea el euro pero que acuerde una cooperación estrecha con el SSM.

Atendiendo al criterio de entidades, la Autoridad Única de Resolución resolverá directamente los bancos significativos, los bancos transfronterizos de la Eurozona y todos los bancos cuya resolución requiera el uso del Fondo Único de Resolución. Las autoridades de resolución nacionales resolverán los bancos restantes, pero la Autoridad Única de Resolución podrá intervenir en cualquier momento y los Estados miembros siempre tendrán la opción de que la Autoridad Única de Resolución se haga responsable de todos los bancos con sede en su territorio.

ASPECTOS INSTITUCIONALES

El marco institucional del SRM viene definido por dos elementos. Por un lado, el Reglamento del SRM, que establece la creación de la Junta Única de Resolución y del Fondo Único de Resolución, y también especifica las modalidades de uso de este Fondo Único. Por otro lado, el Acuerdo Intergubernamental, que establece la obligación de los países participantes de realizar una transferencia de las contribuciones recaudadas a nivel nacional al Fondo Único y define la mutualización progresiva del uso de los compartimentos nacionales, de forma que al final del periodo transitorio de 8 años los compartimentos nacionales dejan de existir.

LA COMISIÓN COMO ÚLTIMA AUTORIDAD RESPONSABLE DE RESOLUCIÓN

La mayoría de las decisiones de resolución las tomará un nuevo organismo europeo independiente, la Junta Única de Resolución (JUR), aunque desde la perspectiva legal



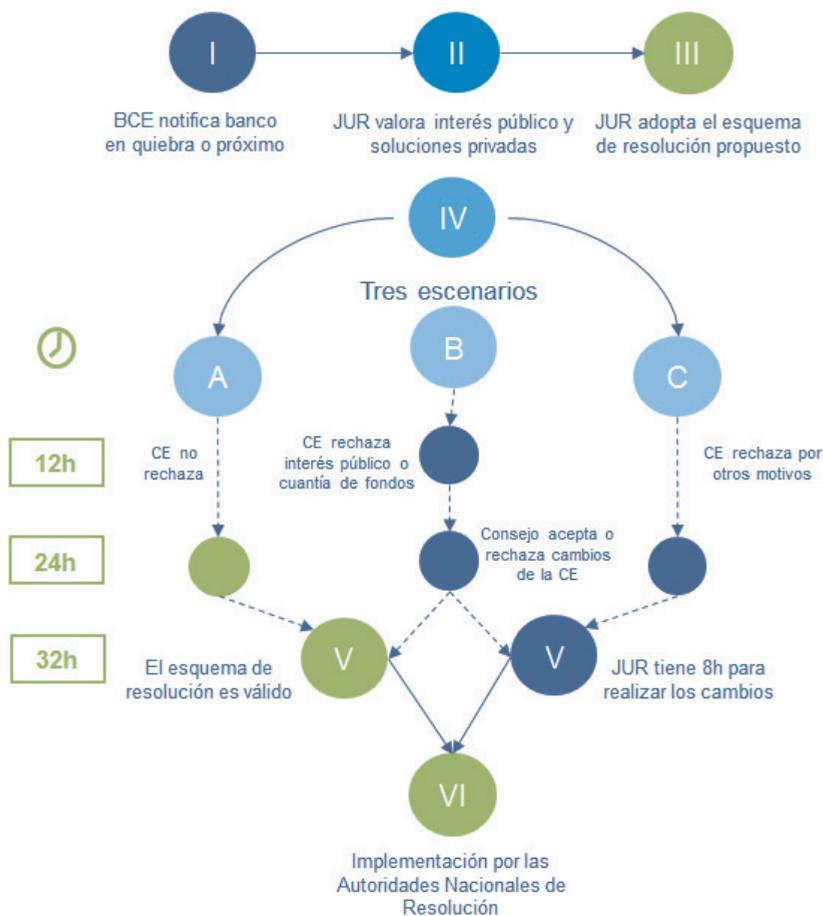
la máxima autoridad en materia de resolución será la Comisión ya que es quien tiene la última palabra.

La JUR estará operativa en enero de 2015 y tendrá su sede en Bruselas. Desde su creación, la JUR asume las tareas preparatorias de los planes de resolución pero no será hasta enero de 2016 cuando asuma plenos poderes de resolución, incluida la potestad de hacer uso de la herramienta de *bail-in* introducida por la BRRD para la UE-28. Es importante destacar que el Fondo Único de Resolución no se utilizará en el contexto de las recapitalizaciones preventivas que se tengan que producir resultado de las pruebas de esfuerzo del BCE.

El plan de resolución de un banco en quiebra se adoptará a través de un proceso que busca dar a la JUR tanta independencia como sea posible dentro del actual marco legal de la UE. Los pasos principales son los siguientes:

- 1. Inicio de la resolución.** Un banco solo entrará en resolución después de que el BCE (como supervisor) determine que ha quebrado o está a punto de quebrar (o lo determine la JUR y se lo comunique al BCE). La JUR también tiene que decidir que (i) no hay alternativas privadas a la resolución y (ii) que la resolución se realiza en aras del interés público.
- 2. Puesta de la entidad en resolución.** Si la JUR considera que la resolución debe activarse (paso 1) colocará al banco bajo resolución y adoptará un plan de resolución en el que se especifique qué herramientas de resolución se utilizarán en línea con las ya previstas en la BRRD y cómo y cuándo se utilizará, en su caso, el Fondo Único de Resolución. El plan de resolución adoptado debe transmitirse inmediatamente a la Comisión.
- 3. Escrutinio del plan de resolución por parte de la Comisión y el Consejo.** Una vez que la JUR comunica un plan de resolución a la Comisión, la Comisión tiene 24 horas para apoyarlo o rechazarlo (y proponer enmiendas). El Consejo solo participa a instancias de la Comisión, y podrá rechazar el plan por dos razones principales. Si duda de que está justificado la causa de interés público debe pedir al Consejo, en las primeras 12 horas, que veto el plan (en cuyo caso el banco se liquida de acuerdo con las leyes de insolvencia nacionales). Si la Comisión rechaza el plan porque no está de acuerdo con el uso propuesto del Fondo Único pedirá al Consejo, en las primeras 12 horas, que apruebe un cambio sustancial en el uso del Fondo. En ese caso, el Consejo tiene 12 horas más para decidir acerca de la propuesta de la Comisión (por mayoría simple). Por último, la Comisión puede rechazar el plan y proponer enmiendas por otras razones discrecionales y en este proceso no participa el Consejo. Si se rechaza el plan, el Consejo o la Comisión (según sea el caso) debe dar razones para sus objeciones.
- 4. Adopción del plan.** Si no se plantean objeciones por parte del Consejo ni de la Comisión en un plazo de 24 horas, se adopta automáticamente el plan de la JUR. Si el plan tiene que someterse a cambios como resultado del proceso de escrutinio de la Comisión/Consejo, la JUR tiene 8 horas para modificarlo en consecuencia y dar instrucciones a la Autoridades Nacionales de Resolución para que tomen las medidas necesarias para implementar el plan.

DIAGRAMA 1
¿CÓMO SE TOMARÁN LAS DECISIONES DE RESOLUCIÓN?



Fuente: BBVA Research.

COMPOSICIÓN DE LA JUR: PLENARIO Y EJECUTIVO

La JUR podrá reunirse en dos composiciones distintas, la sesión plenaria y la ejecutiva. La sesión plenaria estará compuesta por un presidente, un vicepresidente, cuatro miembros independientes y dos observadores permanentes (sin voto) de la Comisión y el BCE, además de un representante de cada Autoridad Nacional de Resolución de los Estados miembros que participan en el SSM/SRM. La sesión ejecutiva no incluye representantes nacionales, excepto cuando se delibere sobre la resolución de un banco o de un grupo bancario concretos, en cuyo caso se incluiría un representante de las autoridades nacionales de resolución afectadas.



- **La sesión ejecutiva de la JUR** (en la que cada miembro tiene un voto) preparará y tomará la mayoría de las decisiones relacionadas con el plan de resolución. Si en la sesión ejecutiva no se puede alcanzar un consenso, será entonces el presidente junto con el vicepresidente (que también tendrá la función de director del Fondo Único) y los cuatro miembros permanentes los que tomarán una decisión por mayoría simple. Si el plan de resolución requiere el uso de más de 5.000 millones de euros del Fondo Único de Resolución (o el doble de esa cantidad si se usa solo con fines de liquidez) el plenario puede vetar o enmendar la propuesta de la ejecutiva si lo propone al menos uno de los miembros del plenario. Si el uso acumulado del fondo en 12 meses llega al umbral de 5.000 millones de euros, el plenario dará las instrucciones que la ejecutiva tendrá que seguir en las decisiones de resolución futuras.
- **El plenario de la JUR** tomará decisiones por mayoría simple cuando delibere sobre asuntos de carácter general (presupuesto, plan de trabajo, normas de procedimiento, etc.). Sin embargo, cuando el plenario delibera sobre el uso del fondo por encima del umbral de 5.000 millones de euros es necesario que un número mínimo de miembros que representen al menos el 30% de la capacidad del fondo apoyen la decisión votada por la mayoría simple. Además, para cualquier decisión relativa al periodo de transición hasta que el Fondo Único esté plenamente mutualizado, el plenario también decidirá sobre cualquier recaudación de aportaciones ex post de los bancos y sobre los préstamos voluntarios entre compartimentos. En este caso, las normas de voto también serían especiales. Durante la fase transitoria de 8 años estas decisiones requerirán una mayoría de dos tercios de los miembros del plenario, que representen al menos el 50% de las aportaciones al Fondo Único. Después de 2024 requerirán una mayoría de dos tercios de los miembros, con una representación de al menos el 30% de las aportaciones al FUR.

EL MECANISMO DE TOMA DE DECISIONES: ¿DEMASIADO COMPLEJO?

La configuración finalmente aprobada se asemeja más a las propuestas del Parlamento y de la Comisión que a la posición del Consejo acordada en diciembre de 2013. El mecanismo de toma de decisiones resulta sin duda complejo no sólo por la diversidad de autoridades que intervienen sino también por el propio proceso en sí. Más aún si tenemos en cuenta que en materia de resolución resulta imprescindible la agilidad en la toma de decisiones para poder resolver a la entidad de una forma ordenada y sin causar contagio al resto del sistema. Sin embargo, dadas las restricciones políticas a las que se enfrenta la Unión Europea en general, el resultado final otorga suficiente independencia a la autoridad y ha limitado mucho el papel del Consejo, mitigando las posibles interferencias de las políticas nacionales en la toma de decisiones.

6.5. EL SRF Y SU FINANCIACIÓN

Para romper el círculo vicioso soberano-bancario y evitar la fragmentación de mercados, la zona euro necesitaba, además de una autoridad única en materia de resolución que inter-



prete con un criterio único las reglas europeas de gestión de crisis bancarias, la creación de un Fondo Único de Resolución (SRF) que estuviera financiado por la industria y que soportara de forma solidaria parte de los futuros costes de las crisis bancarias. El nuevo marco institucional aporta certidumbre y predictibilidad sobre cómo se va a resolver una crisis bancaria en el futuro. Pero sobre todo, aporta igualdad en las reglas de juego entre entidades y una solidaridad privada nunca vista con anterioridad. En efecto, el rescate de una entidad se desligará de la fortaleza que tenga su Tesoro nacional. A partir de la entrada en vigor del fondo único de resolución, pierde importancia donde tenga una entidad localizada su sede. Se mutualizarán por primera vez en la historia a nivel europeo los recursos aportados por las entidades privadas que irán a parar a una misma hucha, el Fondo Único de Resolución. Esto hace más creíble todo el marco institucional creado en torno al SRM.

ELEMENTOS PRINCIPALES DEL SRF

El Fondo Único de Resolución se crea por el Reglamento del SRM y estará en vigor desde enero de 2016. Se financiará a partir de las aportaciones individuales de los bancos y deberá alcanzar el 1% de los depósitos cubiertos de todas las entidades de los Estados miembros participantes, por lo que llegará a una capacidad total ex-ante de 55.000 millones de euros en 2024. En general, este diseño representa una mejora sustancial en relación al acuerdo del Consejo alcanzado en diciembre de 2013, ya que no solo acorta el periodo de transición de 10 a 8 años sino que también aumenta la credibilidad del Fondo y garantiza un significativo nivel de mutualización en los dos primeros años (60%, frente al 20% que apoyaba inicialmente el Consejo).

El Acuerdo Intergubernamental regula la obligación de los Estados participantes a realizar las transferencias al FUR y la mutualización de dichas transferencias. Durante el periodo transitorio, las transferencias de las contribuciones nacionales irán a parar a los compartimentos nacionales de cada país, que desaparecerán tras 8 años, momento a partir del cual se puede hablar ya de una mutualización plena de la financiación.

La obligación de crear un fondo de resolución nacional entra en vigor en enero de 2015, mientras que el Fondo Único de Resolución no se creará hasta enero de 2016. El paso de un esquema puramente nacional a uno paneuropeo conlleva que los EEMM transfieran la recaudación obtenida en 2015 (derivada de la BRRD) al SRF como tarde el 31 de enero de 2016. En los años siguientes, los países deberán transferir al SRF lo recaudado anualmente como tarde el 30 de junio de ese año.

LA MUTUALIZACIÓN DE LOS COSTES DE RESOLUCIÓN

Durante el periodo de transición, el Fondo Único estará compuesto por compartimentos nacionales sujetos a una mutualización gradual que se completará en 2024, cuando los compartimentos nacionales estén totalmente fusionados y desaparezcan. La mutualización llegará al 40% en el primer año, se incrementará hasta el 60% en el segundo año y luego un 6,6% anual hasta llegar al 100% en 2024. La secuencia para soportar los costes de resolución será la siguiente:

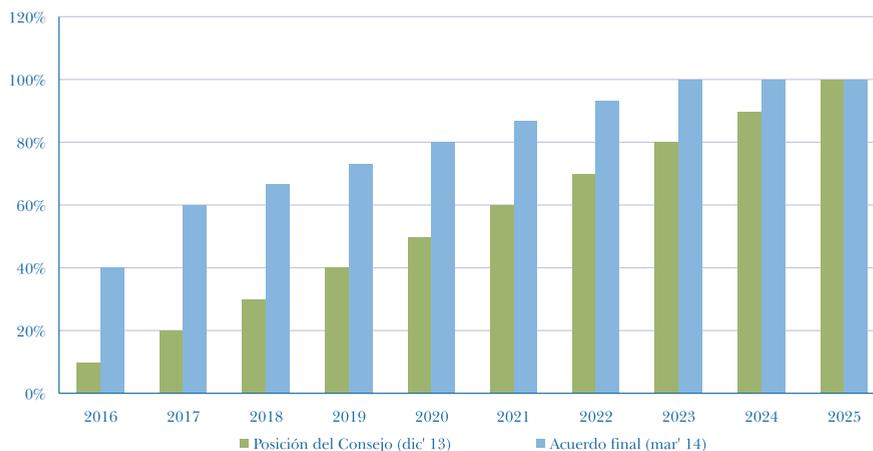
1. **Paso 1.** Los compartimentos nacionales de los Estados miembros de origen y de acogida afectados se utilizarían en primer lugar para cubrir los costes de resolución restantes tras el *bail-in*. El primer año estos compartimentos se utilizarán hasta el 100% de su capacidad, el segundo y el tercer año se utilizarán hasta un 60% y un 40% de su capacidad respectivamente y los años siguientes el porcentaje se reducirá de forma lineal (un 6,67% al año) hasta llegar al 0% en 2024.

2. **Paso 2.** Si el paso 1 no es suficiente para cubrir los costes, se utilizará una parte de todos los compartimentos (incluidos los de los Estados miembros afectados), de acuerdo con el perfil de mutualización siguiente: el 40% en el primer año, el 60% en el segundo año y, a partir de ahí, se incrementará de forma lineal (un 6,67% al año) hasta llegar al 100%.

3. **Paso 3.** Si todavía hay más costes a cubrir, se utilizarían los fondos restantes de los compartimentos afectados tras los pasos 1 y 2³.

Más allá de los pasos 1 a 3, si la financiación disponible del SRF no es suficiente para una determinada acción de resolución, entonces el Fondo Único podrá (i) captar fondos ex-post de las entidades, (ii) gestionar préstamos temporales entre compartimentos nacionales, (iii) endeudarse en los mercados o (iv) recibir financiación puente de fuentes nacionales respaldada por contribuciones bancarias o del Mecanismo Europeo de Estabilidad Financiera (MEDE) en línea con las herramientas existentes, lo que apunta a que la herramienta de recapitalización directa del MEDE podría desempeñar un papel importante, pero esto aún está por clarificarse.

GRÁFICO 3. MUTUALIZACIÓN PROGRESIVA DE LOS FONDOS



Fuente: BBVA Research.

³ Los compartimentos de los estados afectados conservarían todavía un remanente del 16% en el año 2, del 20% en el año 3 y creciente hasta el año 7. En el año 8, en cambio, no habría remanente porque se habría mutualizado todo en el paso 2.



CONTRIBUCIONES INDIVIDUALES DE LAS ENTIDADES AL SRF

El Consejo ha desarrollado una metodología que servirá para calcular las contribuciones individuales de cada banco al Fondo Único. Dicha contribución individual será el sumatorio de dos elementos (i) la cuota basada en el tamaño relativo (pasivo total menos recursos propios y depósitos cubiertos), y (ii) el ajuste por riesgo de la entidad.

La metodología para determinar la contribución individual al SRF tiene que ir en línea con lo establecido en la BRRD. Pero el hecho de que los países de la zona euro contribuyan al SRF en vez de a un fondo nacional tiene consecuencias muy relevantes en términos de cuánto contribuye cada entidad. De ahí que inicialmente hubiera una amplia discusión sobre si la base de cálculo del componente tamaño debía ser europea o si por el contrario debía prevalecer la determinación de un objetivo nacional. Finalmente las autoridades han optado por la base europea, donde las contribuciones de la banca al fondo único (SRF) vienen determinadas por el cociente de los pasivos ajustados (menos fondos propios y depósitos cubiertos) del banco en relación a los pasivos ajustados del conjunto de bancos de la zona euro. Esto resulta coherente con el objetivo último de la unión bancaria de romper el vínculo soberano-bancario, pero perjudica a entidades de algunos países por lo que se está trabajando en posibles vías para compensar la mayor cuota que tienen que pagar por el paso de la BRRD al SRF.

Con datos de la Comisión Europea, la cantidad que las entidades españolas aportarían por el concepto de tamaño relativo sería 740 millones de euros anuales (5.916 millones de euros en 8 años) lo que representa un 10.7% del fondo.

Fuentes de financiación complementarias en la resolución

El nuevo marco de resolución prevé que los costes de una resolución sean absorbidos principalmente y como norma general a través del *bail in*. Sin embargo, como se ha comentado, existe la posibilidad de hacer uso del Fondo Único de Resolución por motivos de estabilidad financiera. Adicionalmente, existen otras vías de financiación que podrán jugar un papel en la resolución de una entidad:

- **Fondo de Garantía de Depósitos.** Está previsto que el Fondo de Garantía de Depósitos (FGD) tenga funciones de resolución. Éstas están orientadas principalmente a garantizar los depósitos cubiertos. El FGD actuará bajo el principio de menor coste. Por ello, el FGD contribuirá cuando le resulte más barato ejercer las funciones de resolución que la cobertura de depósitos en un contexto de liquidación. En todo caso, dado que la BRRD otorga una superpreferencia a los depósitos cubiertos por debajo de 100.000 euros cabe esperar un menor papel de los FGD en resolución.
- **Liquidez:** Una entidad que entra en resolución a menudo tendrá problemas de liquidez. No obstante, con la aplicación del *bail in* debería quedar suficientemente recapitalizada como para recuperar el acceso a las facilidades de liquidez ordinarias previstas por el Banco Central Europeo en calidad de prestamista de últi-

ma instancia. Con todo, es posible que en los primeros momentos de la resolución pueda necesitar un apoyo de liquidez de emergencia.

Potencia financiera del SRF: ¿Es suficiente?

La capacidad total de 55.000 millones de euros ex-ante del Fondo Único ha sido criticada por ser demasiado baja. Sin embargo, es importante tener en cuenta que el Fondo Único se utilizaría como un respaldo privado, después de haber sido aplicado un rescate interno (*bail-in*) del 8% para cubrir el déficit de capital, en línea con la BRRD. Además, se aplicaría un tope del 5% de los pasivos del banco en el uso del Fondo Único, lo que hace que sea sumamente improbable que el Fondo pueda agotarse prematuramente. Según la Comisión Europea esta suma (8+5=15%) habría sido suficiente para cubrir las pérdidas de la mayoría de las recientes crisis bancarias en Europa. Por último, hay que recordar que la cifra de 55.000 millones de euros se refiere a un nivel objetivo ex-ante y que también se han previsto mecanismos de financiación adicionales ex-post como los descritos anteriormente.

En todo caso, pese a ser improbable, no se puede descartar por completo un escenario en que el Fondo Único tenga que captar recursos extra de manera ex-post, o incluso recurrir al respaldo público. En este sentido, resulta imprescindible que se avance en la consecución de un mecanismo de respaldo público europeo, ya que su falta de concreción mina la credibilidad del SRM y podría poner en peligro los efectos de estabilización previstos gracias a la unión bancaria.

DIAGRAMA 2
USO DEL FONDO ÚNICO DE RESOLUCIÓN



Fuente: BBVA Research.

IMPLICACIONES DE UN MODELO BASADO EN CONTRIBUCIONES DE LOS BANCOS:

Se pueden extraer dos reflexiones finales sobre este modelo de financiación de resolución basado en contribuciones de la industria.

Por un lado, cabe preguntarse si la mutualización de los costes de resolución podría acabar generando riesgo moral toda vez que los bancos encuentren incentivos para asu-



mir más riesgo. El diseño previsto limita la ocurrencia de este supuesto dado que antes de recurrir al Fondo Único de Resolución los acreedores privados deben absorber al menos un 8% de las pérdidas. Además el uso del Fondo de Resolución está limitado.

Por otro lado, conviene destacar que la contribución de los bancos al SRF no será la única nueva tasa que la banca tendrá que pagar en la renovada arquitectura institucional europea. A esta hay que sumar las siguientes:

- **Tasa de supervisión al SSM** : El BCE cargará a los bancos una nueva tasa anual de supervisión para cubrir los costes de supervisión, principalmente administrativos, estimados en unos 260 millones de euros para 2015, a los que habrá que añadir otros 40 millones de euros para cubrir los gastos del lanzamiento del SSM en noviembre de 2014.
- **Tasa para cubrir los gastos administrativos del SRB**: Se financiarán con cargo a la industria mediante contribuciones anuales de todos los bancos sujetos al SRM. Dichos gastos están estimados en unos 22 millones de euros los dos primeros años.
- **Contribuciones a los Fondos de Garantía de Depósitos (FGD)**: la contribución a los FGDs no son nuevos en el contexto europeo. Sin embargo, la revisión de la Directiva de Fondos de Garantía de Depósitos introduce varios requisitos nuevos que podrían tener un impacto significativo en algunos Estados miembros (por ejemplo, los depósitos cubiertos en lugar de los depósitos elegibles y la financiación para a ser ex -ante en lugar de ser mayoritariamente ex post como hasta ahora ocurría).
- **Tasa para financiar a las Autoridades de Supervisión Europeas**: La nueva Comisión Europea tiene previsto que las Autoridades de Supervisión Europeas como EBA, ESMA o EIOPA pasen a ser financiadas por la industria.

6.6. DE LA UNIÓN BANCARIA 1.0 A LA VERSIÓN 2.0

- En el avance hacia la unión bancaria pronto resultó evidente que la supervisión única debía venir acompañada de una resolución también única. Las dificultades objetivas para este paso eran muy elevadas, ya que comporta una mutualización de fondos de resolución que supone un cierto grado de unión fiscal. Dadas estas dificultades, los acuerdos alcanzados en tiempo récord deben valorarse muy positivamente.
- El marco de resolución europeo descansa como piedra angular en la idea de que los accionistas y acreedores bancarios deben soportar el coste de las crisis, en lugar de los contribuyentes. Sólo una vez absorbidas pérdidas en un porcentaje cuantioso a través de este mecanismo (*bail in*) podrá utilizarse el Fondo Único de Resolución, financiado por la industria.
- La toma de decisiones en materia de resolución debe ser muy rápida (típicamente un fin de semana). El marco diseñado en la Eurozona, con una Junta Única de Resolución en la que participan las autoridades nacionales, el BCE como supervisor, la Comisión y el Consejo Europeo puede parecer excesivamente complejo.



La presunción es que prevalecerán los criterios técnicos en las decisiones de resolución, ya que la carga de la prueba para contradecir las propuestas de la Junta Única de Resolución exige que las autoridades políticas tengan motivos muy fundamentados para hacerlo. Pero sólo la experiencia práctica demostrará la viabilidad del esquema de toma de decisiones.

- La arquitectura de la resolución en el marco de la Unión Bancaria es también compleja, con autoridades de resolución y de supervisión tanto nacionales como europeas, que deberán coordinarse estrechamente. Por ejemplo, los Planes de Recuperación serán responsabilidad de los supervisores y los Planes de Resolución corresponderán a las autoridades de resolución, pero la necesidad de consistencia entre ambos es muy elevada.
- Aunque el progreso realizado es enorme, la Unión Bancaria no está completa con la autoridad única de resolución. Será necesario unificar los Fondos de Garantía de Depósitos y establecer un mecanismo de apoyo público al SRM, paso que requieren una cesión de soberanía fiscal para la que parece que los países que comparten el euro no están aún preparados.
- Al mismo tiempo, algunos de los acuerdos alcanzados han debido articularse por la vía de los Acuerdos Intergubernamentales, al no tener cabida en el Tratado. La arquitectura final de una unión bancaria 2.0 requiere una reforma del Tratado que sustente la unificación de los esquemas de garantía de depósitos y dé mayor consistencia legal a sus elementos integrantes.
- El punto de llegada de la Unión Bancaria será un genuino mercado integrado de servicios financieros, no sólo en el ámbito mayorista sino también minorista. Los pasos dados en el ámbito de la supervisión y resolución de bancos son decisivos, pero deberán completarse en el futuro con un marco más completo y más compacto.

BIBLIOGRAFÍA

- Abascal M., Alonso T., Fernández de Lis S., Golecki W., (2014). «A banking union for Europe: making a virtue out of necessity». BBVA Research Working Paper https://www.bbva.com/wp-content/uploads/2014/07/14-18_4BBVA-Res-WP_Banking-Union_eng_vf_maq.pdf
- Fernández de Lis S., Mirat P., Pardo J.C., Santillana V., (2014). «Compendium on Bank Resolution Regimes». BBVA Research. <https://www.bbva.com/wp-content/uploads/2014/06/Regulation-Outlook.pdf>
- Fernández de Lis S., Pardo J.C., Santillana V., (2014). «Total Loss-Absorbing Capacity (TLAC): making bail-in feasible and credible instead of bail-out». BBVA Research https://www.bbva.com/wp-content/uploads/2014/11/20141111_Regulation-Watch_TLAC-V-def1.pdf
- Official Journal of the European Union (2014), Directive 2014/59/EU for the recovery and resolution of credit institutions (Bank Recovery and Resolution Directive – BRRD).



Official Journal of the European Union (2014), Regulation 2014/806/EU of a Single Resolution Mechanism (SRF) and a Single Resolution Fund (SRF).

Financial Stability Board (2014), «Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions» (revised version).

Institute International Finance (2012), «Making Resolution Robust: Completing the legal and Institutional frameworks for effective cross-border resolution of financial institutions».

Institute for International Finance (2014), «Achieving Bank Resolution in Practice».



7. UNIÓN ECONÓMICA, FISCAL Y SOCIAL

FERNANDO FERNÁNDEZ MÉNDEZ DE ANDÉS
CARLOS POZA LARA¹

«Fears of a Eurozone break-up would persist until the EU is handed sweeping powers to control countries' fiscal policies and reform efforts»

Mario Draghi, Financial Times, Noviembre de 2014

ABSTRACT

This chapter reviews developments in completing monetary union by advances in the coordination of economic policies, completing the framework for a fiscal union and addressing a social union. It thus presents developments in economic, fiscal and social union. It starts from a basic assumption, the Eurozone is incomplete as corroborated by the nature of the financial crisis. It is far from an optimal currency area, a reality that has taken almost five years for the political leadership to fully understand. But it is today common European policy. However, significant developments in banking union have not been accompanied by similar progress in the other components of a sustainable monetary union. 2014 has witnessed the implementation of the economic and fiscal discipline framework developed in the previous years, but it has not seen any major institutional development in these areas. Whatever shortcoming existed at the beginning of the year, remained so at the end. If anything, the Eurozone has become closer to a union of rules and further away from a transfer union. It remains to be seen whether the rules will be sufficient to ease markets concerns, their implementation clear and straightforward to dissipate any lingering credibility problems. It is also possible that markets believe those rules being neglected or postponed will become inevitable once the political climate changes with the resumption of economic growth. It is fair to say that financial agents have taken a benign view of European problems, and seem more interested in short term growth than long term sustainability. And in this environment, European authorities have used their scarce capital in doing what was urgent, banking union, postponing the inevitable, economic and fiscal union.

As economic coordination is concerned, the Commission released its cautiously positive assessment. Growth, albeit anemic, has resumed in most crisis countries, public finances have improved and reforms are bearing fruit. The policy of internal adjustment with European funding and attached conditionality is working. Important problems remain

¹ Fernando Fernández es Profesor en IE Business School y Carlos Poza en la Universidad Nebrija.



though, most notably the dismal performance of employment, increased social contestation, and in particular Greece seems un-capable exiting the program in any foreseeable future. European policy recommendations for economic reform have insisted in traditional topics: smart structural fiscal adjustment, increased flexibility in labour markets and active employment policies, and further liberalization of product and service markets. European competitiveness, however, has become a concern, not only because of to the strength of the euro during the first half of the year. And the Union has started to address its shortcomings in education, training, innovation and technological preparedness.

But something has changed in Europe in 2014, as economic imbalances within the area have started to subside while deflation became a serious concern. The prescribed macro policy mix has turned expansionary in all areas. Demand policies need to accompany unconventional monetary expansion, and surplus countries have been explicitly asked to do more. Countries with fiscal space need to use it for the benefit of the Union, and countries with external surplus should foster domestic demand. It is not surprising that these prescriptions have not been well received in core countries, creating a worrisome sense of lack of internal consensus. It has become evident, as the European supranational authorities are more vocal, that Germany is increasingly drifting apart from its partners, and not only at the ECB. How to reconcile both views will become the overriding concern next year.

New Euro competencies in fiscal governance have been implemented in 2014. The Excessive Deficit Procedure and the assessment of 2015 draft Budgetary Plans have been conducted as planned, and produced insightful reports. In November 2014, seven countries show risks of not adhering to the Stability and Growth Pact and the Commission formally asked them to adopt additional budgetary measures. Three in particular - France, Italy and Belgium- have been demanded concrete and quantifiable measures or running the risk of sanctions. The Commission has used unusual language for large countries, and that has been welcomed by Europhiles as the start of a new era in fiscal governance. Also, the need to proceed with fiscal consolidation in the context of very low growth, has resulted in the authorities taking a more sanguine approach to expenditure review by emphasizing three priorities: ensuring the sustainability of social expenditure, promoting increased efficiency in public outlays to promote growth, and developing independent institutions for the review of public expenditure. In that light, eight European countries have significantly reviewed or are in the process of reviewing, their expenditure policies. Moreover, national Fiscal Frameworks have evolved to comply with European recommendations, with 30% of them still pending implementation. Independent Fiscal Authorities are a substantial element of these frameworks and many countries, including Spain, have established one such an agency. But despite these improvements in fiscal discipline, debt sustainability has remained a concern and creative alternatives to non-dramatic debt restructuring have continued to mushroom as the Eurozone has not moved decisively forward towards a fiscal union, and as low growth and extremely low inflation make debt dilution an implausible alternative.

In our view, however, the Union has not advanced in any meaningful way in 2014 in three important question marks for its sustainability. First and foremost, the Eurozone still lacks federal fiscal stabilization capacity. Although some would argue that the ESM



together with the incoming Single Bank Resolution Fund could be sufficient. Let us hope that its concrete regulation, expected for 2015, resolves pending concerns, but it is today still a question mark. Second, supranational decision making has not advanced, as evidenced by the postponement of the formalization of a full time Euro-group president with its own permanent staff. If anything economic and fiscal policies have become re-nationalized, in the sense that the Council is proving itself to be the master at the helm, with the Commission playing the minor role of a diligent but grumpy secretariat. Third, we are nowhere closer to a social union. Difficult political issues regarding a single labour market -like a European unemployment insurance mechanism, social security compatibility or full transportability of retirement pensions, have been shelved in the current nationalistic political mood. Nevertheless, a social union is even more necessary in the context of a limited Fiscal Union with transfers limited by pre-agreed rules.

7.1. INTRODUCCIÓN

Enfrentados a las dos visiones de la Eurozona que se describen en el resumen ejecutivo de este libro, este capítulo ha de abordar necesariamente ambas perspectivas. Nos proponemos por tanto describir aquí los avances en la gobernanza económica, fiscal y social en Europa, analizar sus principales actuaciones, recomendaciones y niveles de cumplimiento. Pero también cuestionar cuando nos parezca oportuno su conveniencia, orientación o ambición. Y enmarcar las distintas propuestas en las dos concepciones citadas para que el lector informado pueda sacar sus propias conclusiones de hacia dónde se dirige Europa.

Las lecciones aprendidas durante la crisis han desembocado en importantes reformas en las reglas de gobernanza económica de la Unión Europea. Se han reforzado los mecanismos de supervisión de las políticas económicas y fiscales y se ha introducido un nuevo calendario para la evaluación de las políticas presupuestarias. El aparato legal es muy complejo (Six Pack, Two Pack, Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza) y fue definido con profusión y esperamos que también precisión en el Anuario del año anterior². Se enmarca en el llamado Semestre Europeo, el calendario de coordinación de la política económica de la UE, que empieza en Noviembre del año anterior con la publicación del *Annual Growth Survey* de la Comisión y el *Alert Mechanism Report* que es el comienzo del procedimiento de desequilibrios macroeconómicos (MIP). Tras analizar los compromisos de los diferentes Estados Miembros en sus Programas de Estabilidad en la primavera, la Comisión publica sus recomendaciones específicas para cada país.

La supervisión presupuestaria propiamente dicha empieza el 15 de octubre de cada año cuando los distintos países deben remitir sus presupuestos nacionales a Bruselas. La Comisión hace públicas sus recomendaciones antes del 30 de noviembre. En su informe del 28 de noviembre de 2014, la Comisión constata que este nuevo procedimiento de supervisión fiscal ya ha jugado un papel importante en la corrección de los desequili-

² Ver Anuario del Euro 2013, en particular los capítulos 7 y 8.



brios internos. En concreto, subraya que el déficit para el conjunto de la Unión ha descendido desde el 4,5% del PIB en 2011 al 3% estimado para 2014. Igualmente, si en el año 2011, 23 de los 28 Estados Miembros estaban incurso en el procedimiento de déficit excesivo, este número se había reducido a 11.

En este capítulo se realiza una revisión de los avances conseguidos (o sujetos a debate) en materia económica, fiscal y social. Avances que son necesarios para poder completar la unión monetaria. En primer lugar, se hace alusión a la unión económica, donde se abordan las grandes orientaciones de política económica, el procedimiento de desequilibrios macroeconómicos excesivos, el análisis de las reformas estructurales y su impacto sobre el crecimiento así como los avances necesarios en materia de educación; en segundo lugar, se analiza la gobernanza fiscal, en particular el procedimiento de déficit excesivo, el control del gasto público, los Marcos Fiscales y una discusión sobre la restructuración de la deuda soberana y sobre otros aspectos que todavía están pendientes en el marco europeo de disciplina fiscal; y finalmente, se presenta un apartado de la Europa social, en donde se estudian los principales problemas sociales (especialmente el desempleo) y su vínculo con el crecimiento.

7.2. UNIÓN ECONÓMICA: COORDINACIÓN Y GOBERNANZA

a. RECOMENDACIONES GENERALES DE POLÍTICA ECONÓMICA

La Comisión Europea (2014a) hizo pública su opinión sobre los avances realizados por los países miembros a lo largo de 2014, tras las recomendaciones de política económica formuladas en 2013. En particular, señala que:

- *Se ha vuelto al crecimiento en la mayoría de los países afectados por la crisis.* Las únicas economías en donde se espera una contracción en 2014 son Chipre, Italia, Finlandia y Croacia y para 2015 se espera que la mayoría de las economías de la UE vuelvan a la senda del crecimiento, aunque un crecimiento débil.
- *Las finanzas públicas continúan mejorando.* En 2014, se espera que el déficit presupuestario agregado de los Estados Miembros de la UE se sitúe en el entorno del 3% del PIB, por primera vez desde el inicio de la crisis.
- *Las reformas en los países más vulnerables están dando fruto.* Irlanda dejó su programa de asistencia financiera en diciembre de 2013, y España y Portugal lo hicieron en enero y mayo de este año respectivamente. En Grecia se prevé una recuperación del crecimiento en 2014, mientras que la situación en Chipre se ha estabilizado. Gracias a la determinación en la aplicación de las reformas económicas, Letonia pudo ingresar en el euro en enero.
- *Se avanza en el reequilibrio macro.* En marzo de 2014, por primera vez desde que se introdujo el procedimiento de desequilibrios macroeconómicos, se han dado por cerrados algunos procedimientos abiertos. La Comisión llegó a la conclusión de que dos países (Dinamarca y Malta) ya no experimentan desequilibrios, y que España ya no estaba en situación de desequilibrio excesivo.



- *Las previsiones apuntan a un ligero aumento del empleo en 2015.* Se han introducido grandes reformas para mejorar la resistencia del mercado laboral en varios Estados Miembros como España, Portugal, Italia y Francia. Se espera una reducción del desempleo, en la Eurozona del 11,6% al 11,3% y en la Unión Europea del 10,3% al 10%, entre 2014 y 2015. Una reducción sin duda pequeña, marginal, pero que indica un cambio de tendencia en toda la Eurozona, en opinión de la Comisión.

Pero la recuperación sigue siendo débil y desigual entre los distintos países, por ello, la Comisión insiste en la continuidad de las reformas estructurales para potenciar el crecimiento. Concretamente, hace alusión a cinco objetivos prioritarios hacia donde deberían ir orientadas las políticas económicas:

- Luchar contra el alto nivel de desempleo, desigualdad y pobreza. La crisis ha tenido un impacto devastador sobre el nivel de empleo de la UE con diferencias que oscilan entre el 4,9% de Austria y el 27,3% de Grecia. Esto requiere continuar con las políticas de empleo así como con la mejora de la cobertura y el rendimiento de los sistemas de educación y de ayuda social. Se dedica una atención especial a las recomendaciones en materia de desempleo, especialmente mediante la aplicación de la Garantía Juvenil.
- Reformar la fiscalidad para hacerla más favorable a la creación de empleo. Durante la crisis muchos países optaron por aumentar los impuestos en lugar de recortar los gastos, lo que supuso un incremento de la presión fiscal en general. Dado que existe un margen de maniobra limitado por la delicada situación de las arcas públicas, las recomendaciones fiscales se centran en pasar de la imposición al trabajo a impuestos sobre los bienes inmuebles, el consumo y el medio ambiente.
- Impulsar la inversión privada. La financiación bancaria sigue siendo escasa en Italia, Grecia, España, Lituania, Eslovenia, Croacia y Chipre, en particular para las pequeñas y medianas empresas. Las recomendaciones indican la necesidad de incrementar la estabilidad y solvencia del sector bancario para permitir la ampliación del crédito, y por apoyar formas de financiación alternativas que puedan complementarla, tales como los sistemas de garantía crediticia o los mercados de bonos corporativos.
- Aumentar la competitividad europea. Dado que los avances en las reformas estructurales de los sectores clave siguen siendo limitados respecto a 2013, este año la Comisión reclama una serie de medidas en los sectores de servicios, infraestructuras de energía y transporte, sistemas de I+D y legislación sobre competencia.
- Reducir la deuda. Debido a la acumulación de déficits a lo largo del tiempo, se prevé que la deuda pública alcance su máximo en 2015, momento a partir del cual tendería a reducirse. La Comisión señala la importancia de que se reduzca la deuda soberana en Bélgica, Irlanda, Grecia, España, Italia, Chipre y Portugal, cuyos niveles en 2015 superarían el 100% del PIB. La mayor dificultad para las finanzas públicas radica en intentar preservar los gastos que favorecen a la educación, la investigación y la innovación al tiempo que se gestio-



nan los costes del envejecimiento de la población, en particular las pensiones y la atención sanitaria.

Estas orientaciones de política económica, generales para toda la UE, se precisan luego para cada país en las «recomendaciones específicas de 2014». En el caso de España, la Comisión señala –tras revisar el Programa Nacional de Reformas 2014– que se ha avanzado en el ajuste de los desequilibrios excesivos y la reanudación del crecimiento pero continúan existiendo riesgos asociados a los altos niveles de deuda interna y externa y al elevado desempleo. En concreto, los puntos a destacar son los siguientes:

- Estrategia presupuestaria presentada en el Programa de Estabilidad. El programa confirma el objetivo a medio plazo de una situación presupuestaria equilibrada en términos estructurales. Dicho programa prevé situar el déficit por debajo del 3% en 2016 y la deuda pública en el 101,7% en 2015, momento a partir del cual tendería a bajar. Según la Comisión, el escenario macroeconómico en el que se apoyan las previsiones presupuestarias es plausible en líneas generales por lo que respecta a 2014, pero presenta riesgos de sobreestimación en lo que se refiere a 2015. Para 2016-2017, las tasas de crecimiento del PIB se consideran optimistas si se tienen en cuenta las estimaciones actuales del PIB potencial y las necesidades de ajuste adicionales. Esto tendría como consecuencias el posible incumplimiento de los objetivos de déficit y deuda pública.
- Dimensión presupuestaria estructural. Se han producido avances en la notificación de la ejecución del presupuesto y en la aplicación de medidas correctoras a los organismos administrativos incumplidores; pero sigue habiendo importante margen para aplicar los mecanismos coercitivos adicionales a las Comunidades Autónomas incumplidoras. Una recomendación que es más que una sugerencia, más en el actual contexto político español.
- Reforma fiscal. La Comisión señala que España ha avanzado en el cumplimiento de las obligaciones tributarias intensificando la lucha contra el fraude fiscal y el trabajo no declarado. También se introdujeron en 2013 y 2014 reducciones de las cotizaciones de la seguridad social para fomentar la contratación de jóvenes y nuevos trabajadores. Y señala que tras la presentación de un informe exhaustivo sobre la reforma fiscal elaborado por una Comisión de Expertos independientes, es de esperar que las autoridades recojan sus propuestas en las modificaciones legislativas propuestas para modernizar el sistema impositivo español³.
- Estabilidad financiera. Ha mejorado como consecuencia de la recapitalización y reestructuración del sector bancario de acuerdo al MEDE. No obstante, la Comisión hace hincapié en la importancia de garantizar que el crédito siga fluyendo hacia los sectores viables de la economía al tiempo que se va desapalanando el sector privado.

³ Conviene aclarar que estas recomendaciones se hicieron antes del verano cuando ya se conocía el informe de la Comisión de Expertos pero todavía no la propuesta de reforma fiscal que el gobierno finalmente presentó.



Mercado de trabajo. La Comisión manifiesta abiertamente su preocupación por la elevada tasa de paro, en especial la juvenil y la de larga duración. También aprueba las medidas llevadas a cabo para acrecentar la flexibilidad interna de las empresas y limitar las pérdidas de empleo (moderación salarial, negociación descentralizada, reducción del coste de despido, etc.). Pero afirma que todavía sigue existiendo un elevado número de tipos de contrato y la diferencia entre los costes de despido de los contratos de duración determinada y de los contratos indefinidos se sitúa aún entre las más elevadas de la UE. También se resalta la necesidad de acelerar las iniciativas de modernización de los servicios públicos de empleo.

Finalmente, se destaca la inadecuación de la educación y la formación a las necesidades del mercado de trabajo y el elevado porcentaje de desempleados sin cualificación formal.

Reformas estructurales. La Comisión enfatiza que la Ley de emprendedores simplifica algunos procedimientos para la concesión de licencias y apertura de establecimientos minoristas. También resalta los avances para eliminar el déficit tarifario del sector eléctrico y las reformas iniciadas en la Administración Pública, como la Ley de Transparencia. Pero pone de manifiesto el retraso de la reforma de los servicios profesionales, los obstáculos que limitan el establecimiento de grandes superficies comerciales y la necesidad de fomentar la cooperación público-privadas en temas de innovación y desarrollo.

b. EL PROCEDIMIENTO DE DESEQUILIBRIOS MACROECONÓMICOS EXCESIVOS: PRINCIPALES CONCLUSIONES Y GRADO DE CUMPLIMIENTO MÁS ALLÁ DE LA RETÓRICA

El informe sobre el mecanismo de alerta 2015 señala que los desequilibrios macroeconómicos en la Unión Europea continúan preocupando a pesar de los ajustes realizados, por lo que se requiere una acción política decidida, exhaustiva y coordinada. Medidas enfocadas particularmente a la reducción de la deuda pública y privada, el aumento de la competitividad y la mejora de los niveles de empleo y otros indicadores sociales.

La Comisión Europea (2014d) también pone de manifiesto que el lento crecimiento económico y la baja inflación están dificultando la reducción de los desequilibrios y riesgos macroeconómicos. Las últimas cifras apuntan a que la actividad económica será débil con expectativas desinflationarias en la mayor parte de la UE. Sin embargo, los datos agregados esconden considerables diferencias entre Estados Miembros. En los países bálticos, la República Checa, Luxemburgo, Hungría, Polonia, Eslovaquia y el Reino Unido se ha observado un crecimiento económico más robusto que en el resto de economías de la UE, aunque se destaca a España y a Eslovenia también por su buena respuesta tras los exigentes procesos de ajuste realizados. Por último, el reconocimiento por parte de las autoridades europeas de que la tasa de inflación seguirá por un largo periodo de tiempo por debajo del nivel objetivo, confirma la idea de que el esfuerzo de desalancamiento de las economías sobre-endeudadas será todo un desafío.



En el *Alert Mechanism Report* 2015 se identifican 16 Estados Miembros de la UE con desequilibrios macroeconómicos (mismo número que el año pasado pero con diferente composición de países): Croacia, Italia, Eslovenia, Irlanda, España, Francia, Hungría, Bélgica, Bulgaria, Alemania, Holanda, Finlandia, Suecia, Reino Unido, Portugal y Rumanía. Grecia y Chipre, por su parte, continúan monitorizados en el contexto de sus programas.

Al comparar los resultados con los del ejercicio anterior, se observa que países como Dinamarca, Luxemburgo o Malta ya no se encuentran entre los países que presentan desequilibrios en el sentido del Procedimiento de Desequilibrio Macroeconómico. Otros Estados Miembros, como Irlanda, Portugal o Rumanía, aparecen dentro de los países con desequilibrios después de haber pasado por un programa de asistencia financiera.

España, por su parte, continúa experimentando desequilibrios macroeconómicos pero en menor medida que en años anteriores. Dichos desajustes provienen principalmente de la posición neta de la inversión internacional –a pesar de las mejoras de la balanza por cuenta corriente–, la cuota de mercado de las exportaciones –incluso tras el aumento de la competitividad internacional medida en costes laborales–, la deuda del sector privado y la tasa de paro, especialmente de los jóvenes y de larga duración.

c. REFORMAS ESTRUCTURALES Y SU IMPACTO EN EL CRECIMIENTO

La propia Comisión Europea (2013) reconoce que la crisis actual no es solo una recesión cíclica al uso, producto de desequilibrios macroeconómicos acumulados durante años, sino que es también consecuencia de la tendencia estructural de la productividad en Europa en los últimos 20 años. El deterioro de la productividad total de los factores iniciada en los años 90 ha reducido el potencial de crecimiento; la pérdida asociada de competitividad ha limitado el excedente para financiar un generoso estado de Bienestar, la disminución resultante del consumo privado se ha intentado contener mediante aumentos de los niveles de endeudamiento hasta alcanzar niveles difícilmente sostenibles de deuda pública. La crisis de la deuda soberana europea no hubiera sido la misma si la evolución de la productividad europea hubiera sido favorable.

Los datos del indicador de competitividad global del *World Economic Forum*⁴ refuerzan la tesis anterior. La Eurozona¹⁸ ha perdido continuamente competitividad entre 2007 y 2014 (primer y último año publicado), no solo en términos absolutos sino también en términos relativos medido por su posición en el ranking por países. No solo los países en crisis han perdido posiciones en el ranking mundial, también lo han hecho Francia, Eslovenia, Eslovaquia, Letonia y Estonia, pero sobre todo la mejora de los países del norte de Europa no ha compensado la caída de la periferia.

En este contexto, no es de extrañar que la Comisión insista en que los avances realizados en materia de productividad son manifiestamente insuficientes. Siguen siendo necesarios esfuerzos persistentes para revertir las tendencias de largo plazo y para con-

⁴ Ver *World Competitiveness Report* del Foro Económico Mundial.



trarrestar el inminente impacto del envejecimiento de la población sobre el crecimiento.

La Comisión Europea (2013b), en el informe *Quarterly Report on the Euro Area* de finales de 2013, realiza una simulación del crecimiento esperado durante la próxima década en el escenario «no adoptar ninguna medida estructural». Los resultados muestran que las tasas de crecimiento europea serían sustancialmente más bajas que las disfrutadas en la década anterior a la crisis financiera. Sin embargo, el informe también destaca que la zona del euro tiene un enorme potencial para mejorar el crecimiento, en comparación con los EEUU. Indican que es fundamental la introducción de un abanico de reformas estructurales vinculadas tanto al mercado de trabajo como a la productividad total de los factores en general. La Comisión (2013b: 7) afirma que «*los responsables políticos podrían mejorar significativamente las perspectivas futuras de crecimiento y aliviar las tensiones fiscales*». El servicio de estudios del BBVA⁵ ha realizado un ejercicio similar para España y llega a conclusiones no muy distintas, subrayando los problemas del envejecimiento de la población, escasa adopción y difusión de las nuevas tecnologías, insuficiencias del sistema educativo y de investigación, raquitismo empresarial y un modelo tradicional de crecimiento excesivamente dependiente de la construcción, el empleo sin cualificar y el crédito barato.

El objetivo del modelo de simulación de la Comisión es proporcionar una evaluación cuantitativa del potencial impacto macroeconómico de la implementación de determinadas reformas así como evaluar los *spillovers* sobre los Estados Miembros de la UE. Para ello, se utiliza una muestra de países: los cuatro de mayor tamaño, Alemania, Francia, Italia y España, y los tres bajo un programa de ajuste, Grecia, Portugal e Irlanda. Los tipos de reformas estructurales consideradas se relacionan con la regulación y competencia en el mercado (reducciones de precios finales y barreras de entrada en el sector servicios y manufacturas), con la reforma fiscal (desplazar la carga de los impuestos desde el factor trabajo hacia el consumo), con la reforma del mercado de trabajo (racionalización de las prestaciones por desempleo e incremento de la población activa), con la inversión en capital humano (mejoras de la calidad de la educación e incremento de las habilidades de la fuerza laboral) y con la inversión en I+D (incentivos fiscales para el estímulo de la investigación y desarrollo en instituciones privadas).

Los resultados de este análisis se presentan de dos maneras: por un lado, se muestran de forma separada por países, sin *spillovers*, lo que podríamos llamar análisis de equilibrio parcial, y por otro, teniendo en cuenta dichas externalidades entre países, lo que sería un análisis de equilibrio general. Más allá de los positivos resultados de las reformas domésticas en cada uno de los países estudiados, que pueden verse con detalle en el informe mencionado, el PIB de la Eurozona podría ser, en 10 años, hasta un 6% superior si los Estados Miembros adoptasen las medidas propuestas. De todas las reformas analizadas, las más efectivas son aquellas que están relacionadas con el fomento de la competencia en los mercados de factores y productos. Los subsidios a la I+D tendrían

⁵ Ver Andrés, J. y R. Doménech (2014a): «Los Retos de la Economía Española», en T. Stehling y E. Olier (eds.), *El Modelo de Economía Social de Mercado como Propulsor de la Salida de España de la Crisis Económica*. Geoeconomía, 10. Instituto Choiseul. Disponible en: <http://goo.gl/BN6uM2>



un efecto *crowding-out* a corto plazo pero pueden provocar unos beneficios a largo plazo muy superiores. Las reformas en el capital humano son también especialmente importantes, aunque con efectos más tardíos por el tiempo necesario para mejorar efectivamente la calidad de la educación. Por el contrario, las reformas fiscales tienen un impacto más rápido sobre el crecimiento y el empleo. La Comisión destaca también la importancia de los *spillover* en el PIB, pues las principales sinergias vendrían del lado del estímulo de las importaciones y de la reducción y coste de los niveles de endeudamiento.

La Comisión Europea (2014a) ha analizado también el impacto sobre el crecimiento de las reformas estructurales en una situación de *Zero Lower Bound (ZLB)*. Intenta responder así a la crítica habitual de que determinadas reformas, en una situación como la actual de estancamiento estructural y riesgo de deflación, pueden incluso ser contraproducentes a corto plazo. La explicación de esa aparente paradoja radicaría en que las políticas de oferta tienden a reducir la inflación y, por tanto, a elevar los tipos de interés reales, dada una política monetaria en el ZLB. Esto no favorecería a la demanda agregada ni, como consecuencia, al crecimiento económico. Sin embargo, los modelos utilizados para llegar a estas conclusiones simplistas ignoran otros canales que podrían mitigar estos efectos negativos sobre el crecimiento. Canales que están relacionados con la rentabilidad de la inversión, la renta disponible de los hogares con restricciones de liquidez y los efectos de la competitividad en el comercio internacional. Así la Comisión concluye afirmando que teniendo en cuenta todos estos aspectos, el efecto sobre el crecimiento a corto plazo podría seguir siendo negativo, pero en una magnitud significativamente inferior a la que se deducía de la literatura previa. El impacto depende crucialmente, además, del tipo de política estructural y de las medidas de política monetaria no convencionales adoptadas. «*La implicación política de este análisis es que las recientes advertencias de los efectos adversos de las reformas estructurales en la coyuntura actual hacen excesivo hincapié en los posibles costes a corto plazo. Si bien es cierto que una política monetaria acomodaticia facilita el ajuste en «tiempos normales», las reformas en un entorno de ZLB no parecen implicar costes significativos a corto plazo en términos de actividad económica. Los resultados también sugieren que el aplazamiento de las reformas no es una buena alternativa*» (Comisión Europea, 2014a: 46).

d. AVANCES NECESARIOS HACIA UNA EUROPA COMPETITIVA EN LA ECONOMÍA DEL CONOCIMIENTO: ¿ES LA EDUCACIÓN EUROPEA COMPETITIVA?

La tasa de paro de la Unión Europea es inaceptablemente alta, la más alta de las áreas económicas avanzadas. Casi el 25% de los jóvenes europeos están desempleados y la tasa de desempleo juvenil ha estado por encima del 20% en 11 de los últimos 20 años. Europa se enfrenta sin duda al desafío de la llamada «generación perdida». En Grecia, la tasa de paro de los jóvenes alcanzó su máximo en el 3T-13 llegando al 60% y, en España, el mismo indicador llegó al 56% en esa misma fecha. Pero en la economía española también se ha observado una situación especialmente preocupante. Los llamados *ninis*, los jóvenes que ni estudian ni trabajan, aumentaron un 27% entre 2008 y 2009, cifra que ha estado creciendo constantemente desde entonces.



La pregunta obligada es por qué. Más allá de los problemas actuales derivados de la crisis financiera y de la deuda europea, que evidentemente afectan negativamente al paro juvenil, es indiscutible que Europa se enfrenta a un problema estructural en su mercado de trabajo y en su sistema educativo o, al menos, en algunos países europeos. Mourshed, Patel y Suder (2014), en su reciente informe «*Education to Employment: Getting Europe's Youth into Work*», intentan arrojar algo de luz sobre las ineficiencias, lagunas y desconexiones entre el sistema educativo y el mercado laboral europeos. Estudian cuatro cuestiones principales: 1) ¿es el problema del desempleo juvenil en Europa consecuencia de la falta de puestos de trabajo, de la falta de habilidades o de la falta de coordinación?; 2) ¿cuáles son los principales obstáculos a los que se enfrentan los jóvenes en la transición de la educación al empleo?; 3) ¿qué grupos de jóvenes y empleadores en Europa son los más afectados?; y 4) ¿qué se puede hacer para solucionar el problema? Para responder a estas preguntas, utilizan una muestra de más de 5.300 jóvenes, 2.600 empleadores y 700 instituciones de formación, procedentes de Francia, Alemania, Grecia, Italia, Portugal, España, Suecia y Reino Unido. Nótese que en estos ocho países se encuentran aproximadamente el 75% de todos los jóvenes desempleados de Europa.

Hemos querido describir aquí, en un Anuario del Euro, alguna de sus principales conclusiones, llevados de nuestra convicción que si la Eurozona no consigue paliar drásticamente el drama del desempleo, y en particular del desempleo juvenil, la sostenibilidad de la unión monetaria estará siempre cuestionada y el desapego popular hacia la moneda única será creciente y eventualmente explosivo.

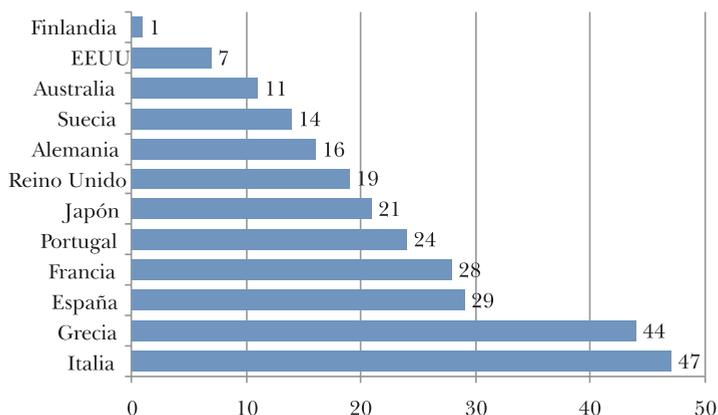
El informe comentado parte de una evidencia sorprendente, los empleadores en Europa no pueden encontrar las habilidades que necesitan a pesar del enorme ejército de desempleados. La extensa e intrusiva regulación laboral europea dificulta la contratación y los despidos, lo que supone una importante barrera para la contratación de jóvenes y es la causa de la dualidad en el mercado de trabajo. Un tercio de los empleadores señalan que la falta de trabajadores con cualificaciones adecuadas es el principal cuello de botella de su negocio, en términos de coste, calidad o tiempo; por encima de la insuficiencia de la demanda o las restricciones del crédito. El 27% de las empresas señalan que la falta de cualificaciones es la razón principal por la que no cubren vacantes. Y esta proporción aumenta entre los empleadores de los países con mayor tasa de paro. En este mismo sentido, el informe McKinsey (2012) constata que los empleadores, los jóvenes y los centros de formación viven en mundos paralelos. El 74% de los centros de formación piensan que sus graduados están preparados para trabajar pero solo el 38% de los jóvenes y el 35% de los empleadores estaban de acuerdo. Y es que, quitando al Reino Unido y Alemania, únicamente el 50% de los empleadores europeos contactan con los centros de formación más de una vez al año.

Los jóvenes europeos encuentran además obstáculos particulares en todas y cada una de las etapas de la transición educación-empleo. Una transición que es muy reñida, porque la extensión de la edad de jubilación y el incremento de la tasa de actividad de las mujeres han aumentado la competitividad en el mercado de trabajo y dificultado el acceso de los menos experimentados. En pocas palabras, el mercado de trabajo se ha hecho mucho más duro porque ha aumentado el número de potenciales competidores y la mejora de las competencias necesarias para sobrevivir no ha estado a la altura de las cir-

cunstancias. Competencia que se ha agrandado con la globalización y el traslado de muchos puestos de trabajo semi-cualificados a economías emergentes donde los costes laborales unitarios son más atractivos⁶.

Las deficiencias estructurales detectadas por McKinsey o la Comisión Europea se observan también analizando el subíndice «educación superior y formación» del indicador de competitividad global, publicado por el *World Economic Forum* (2014), (gráfico 1). Finlandia ocupa el primer puesto en todo el mundo, lo que nos llevaría a pensar que posee el mejor sistema educativo y aconsejaría el estudio y difusión de sus características principales, entre las que destaca la flexibilidad y autonomía de los centros, a no confundir con autonomías políticas o regionales, y las ingentes posibilidades de experimentación incluso en los modelos de financiación de la educación. En el otro extremo se encuentran Italia y Grecia, que ocupan las posiciones 47 y 44 de 144 países. España presenta resultados ambivalentes, pero manifiestamente insuficientes: por un lado, destaca muy favorablemente en la extensión de la matriculación en educación secundaria y terciaria así como en la calidad de sus escuelas de negocio, pero por otro lado, la calidad del sistema educativo en general, y de los conocimientos de matemáticas y ciencias en particular, junto con el nivel de formación del personal educativo, dejan mucho que desear. La principal conclusión del análisis de estos datos es que existe una elevada correlación entre la tasa de paro juvenil y los problemas estructurales en el sistema educativo de los países, más allá de que el ciclo económico haya podido influir y hacer más evidente el problema.

GRÁFICO 1. RANKING DE EDUCACIÓN SUPERIOR Y FORMACIÓN PARA UNA MUESTRA DE PAÍSES AVANZADOS



Fuente: Elaboración propia a partir del *Global Competitiveness Report* (2014).

⁶ No es sorprendente pues que en estas circunstancias surjan respuestas políticas populistas o nacionalistas por toda Europa. España no es ninguna excepción. No conviene olvidar que siempre ha existido una fuerte tendencia a la Europa Fortaleza, al proteccionismo económico europeo disfrazado de diferentes maneras en los distintos momentos políticos: dumping social o ambiental, defensa de nuestros valores como civilización o pureza racial más o menos disimulada. *Europa ante su 98*, Diario El País 18 de septiembre de 2014.



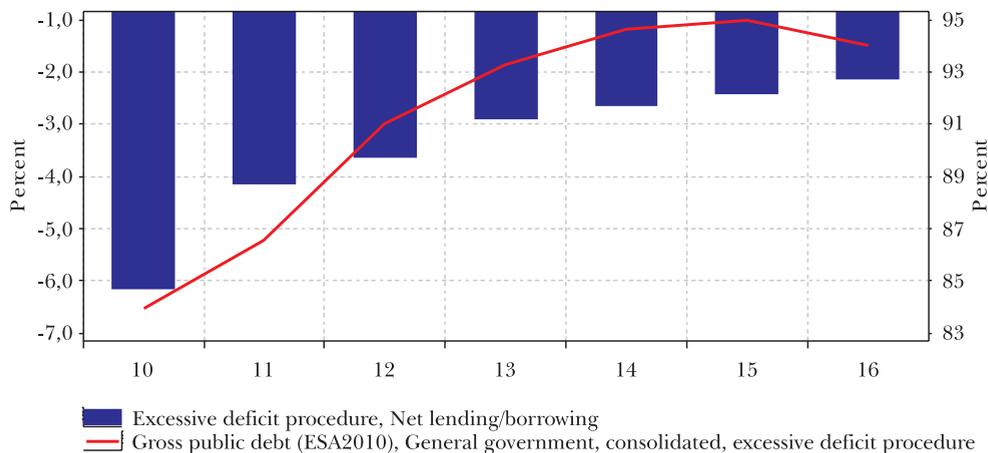
Las conclusiones sobre cómo evitar los problemas de la transición del mundo educativo al laboral son complejas. No hay soluciones sencillas ni mágicas. Pero todas ellas giran en torno a dos ideas: aumentar la información y la coordinación entre las partes: estudiantes, centros educativos y empleadores, y fomentar la participación del Estado, de la Comisión Europea; no tanto, o no sólo según algunos, como proveedor de educación y financiación, sino como *honest broker*, como difusor de información y buenas prácticas, como innovador e incubador de experiencias de éxito. Todo un reto para un espacio, el académico y laboral donde los paradigmas dominantes parecen anclados en la primera Revolución Industrial. Así, Mourshed, Patel y Suder, proponen avanzar hacia un «sistema integrador» para reunir y compartir información sobre los puntos clave entre la educación y el mercado laboral –previsiones sobre salidas profesionales, tasas de inserción laboral de los jóvenes, satisfacción del empleador con los graduados de diferentes programas y compartir casos de éxito- e involucrar directamente a la Unión Europea en tres áreas clave: información, movilidad y buenas prácticas para casar oferta y demanda de empleo.

7.3. LA GOBERNANZA FISCAL EN EUROPA

A. EL PROCEDIMIENTO DE DÉFICIT EXCESIVO EN 2014: PRINCIPALES RECOMENDACIONES GENERALES Y GRADO DE CUMPLIMIENTO. ESPECIAL REFERENCIA A ESPAÑA

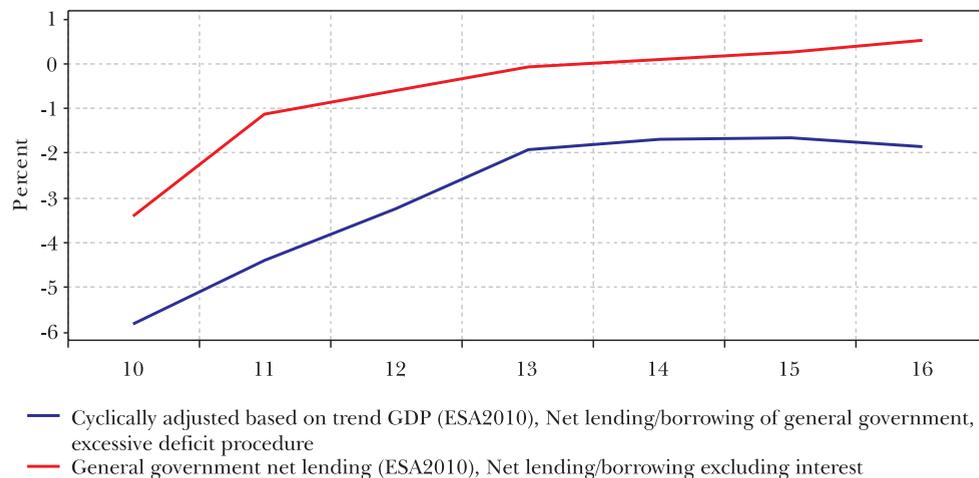
Los datos agregados de déficit público en la Eurozona18 (EZ) mejoran en 2014 con respecto a 2013, pero las estimaciones se revisan a la baja en el último informe de noviembre (European Commission, 2014e). Según la Comisión, el déficit de la EZ cerrará este año en el 2,6% del PIB, lo que supondría una reducción de 0,3 puntos porcentuales al comparar las cifras con las del ejercicio pasado (ver gráfico 2). Sin embargo, esta disminución del déficit no permite reducir la deuda pública, que continuaría subiendo en 2014 –hasta el 94,5%- por la intensa carga de intereses acumulada y por el débil crecimiento económico experimentado a lo largo del año (tasas de variación anual inferiores a 1%). Descontando el pago de intereses, la Eurozona tendría en 2014 un saldo fiscal positivo del 0,1% del PIB (saldo presupuestario primario) pero que volvería a ser negativo una vez ajustado por el ciclo económico, -1,7% (saldo presupuestario estructural) (ver gráfico 3). Sin que se haya producido un cambio significativo en la política ni en el discurso fiscal de la EZ, lo cierto es que el proceso de consolidación se ha ralentizado y el impulso fiscal, definido en términos estructurales es ya positivo. Podemos seguir discutiendo si la política fiscal en Europa es adecuada, pero los datos no permiten ya calificarla de restrictiva. Quizás no sea suficientemente expansiva, pero ese es sin duda otro estadio distinto del que estábamos en 2012-13. Conviene no olvidarlo cuando a su vez, la deuda pública sigue creciendo, cierto es que con el beneplácito de unos inversores más preocupados por el crecimiento que por la consolidación de las cuentas públicas.

GRÁFICO 2



Fuente: Comisión Europea (AMECO).

GRÁFICO 3



Fuente: Comisión Europea (AMECO).

Como siempre en la EZ, y ésta sigue siendo su característica singular, estas cifras agregadas esconden significativas diferencias entre países. Las tres economías con mayor déficit público en 2014 serán, según los últimos datos, España (5,6%), Portugal (4,9%) y Eslovenia (4,4%) y las tres economías con deuda pública más elevada Grecia (175,5%), Italia (132,2%) y Portugal (127,7%). La deuda soberana española alcanzará el 98,1%. En el otro extremo se encuentran, en términos de saldo presupuestario, Alemania (0,2%), Luxemburgo (0,2%) y Estonia (-0,4%) y, en términos de deuda pública, Estonia (9,9%), Luxemburgo (23%) y Letonia (40,3%).

Dada la elevada dispersión observada dentro de la Eurozona18, y también dentro de la UE, es obligado distinguir tres bloques de países atendiendo al procedimiento de déficit excesivo (PDE):

- Países que se encuentran bajo el procedimiento de déficit excesivo:

TABLA 1. PAÍSES DE LA UE CON PDE ABIERTOS

País	Decisión del Consejo sobre la existencia de déficit excesivo	Plazo actual para la corrección
Croacia	21-ene-14	2016
Malta	21-jun-13	2014
Chipre	13-jul-10	2016
Portugal	02-dic-09	2015
Eslovenia	02-dic-09	2015
Polonia	07-jul-09	2014
Francia	27-abr-09	2015
Irlanda	27-abr-09	2015
Grecia	27-abr-09	2016
España	27-abr-09	2016
Reino Unido	08-jul-08	Año financiero 2014/15

Fuente: Comisión Europea.

- Países con procedimientos de déficit excesivo cerrados. Ninguno de estos países ha sido finalmente sancionado.

TABLA 2. PAÍSES DE LA UE CON PDE CERRADOS

País	Duración del PDE
Austria	2009-2014
Bélgica	2010-2014
Bulgaria	2010-2012
República Checa	2004-2008 y 2009-2014
Dinamarca	2010-2014
Finlandia	2010-2011
Alemania	2002-2007 y 2009-2012
Hungría	2004-2013
Italia	2005-2008 y 2009-2013
Holanda	2010-2014
Eslovaquia	2010-2014
Letonia	2009-2013
Lituania	2009-2013
Luxemburgo	2010
Rumania	2009-2013

Fuente: Comisión Europea.



- Y finalmente solo dos países no han incurrido nunca en el procedimiento de déficit excesivo: Estonia y Suecia.

A lo largo de 2014 seis países han cerrado el procedimiento de déficit excesivo (Dinamarca, Austria, Bélgica, República Checa, Holanda y Eslovaquia) como consecuencia de las reformas estructurales acometidas, de los ajustes presupuestarios realizados y de los mayores niveles de crecimiento económico experimentados, mientras que otros países como Croacia aparecen como nuevos miembros en la lista de países con el PDE abierto y bajo vigilancia.

Esta dispersión por países se mantiene a la hora de evaluar los proyectos de presupuestos nacionales. En su informe de noviembre, la Comisión constata que cinco países (Alemania, Irlanda, Luxemburgo, Países Bajos y Eslovaquia) cumplen estrictamente el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Otros cuatro (Estonia, Letonia, Eslovenia y Finlandia) lo cumplen en líneas generales y la Comisión se limita a pedir aclaraciones menores. Pero hay siete (Bélgica, España, Francia, Italia, Malta, Austria y Portugal) que presentan serios riesgos de incumplimiento y a los que solicita que adopten las medidas oportunas en el marco de su proceso presupuestario. Pero la Comisión distingue también entre ellos a los verdaderamente incumplidores –Francia, Italia y Bélgica–, a los que exige medidas concretas e identificadas so pena de incurrir en sanciones⁷.

A pesar de lo inusual del lenguaje utilizado, lo cierto es que la nueva Comisión con el exministro francés Moscovici a la cabeza, lanza un cable salvavidas a los países incumplidores, a los que da hasta marzo para realizar reformas antes de abrir formalmente un procedimiento de déficit excesivo. No ha pasado desapercibido a los analistas que antes de emitir esa opinión definitiva, es muy probable que la Comisión Juncker revise al alza los objetivos de déficit de la Unión. Al menos así lo ha sugerido el nuevo presidente al tomar posesión de su cargo y presentar su programa económico. Un programa que basado en la tesis de Mario Draghi⁸ promete combinar una cierta relajación fiscal en todos los Estados Miembros con un amplio programa europeo de inversión en infraestructuras, reformas estructurales largamente aplazadas en los distintos Estados y una significativa expansión monetaria hasta alcanzar el BCE un balance de tamaño equivalente al que tenía en el verano de 2012, el momento más álgido de la crisis europea. Una vez más, presionada esta vez por la amenaza de deflación y el serio riesgo de estancamiento estructural, la gobernanza europea da muestras de una extraordinaria flexibilidad para ajustar su discurso y sus políticas a la cambiante realidad económica. Pero una vez más también la Eurozona certifica que carece de reglas fiscales estables y previsibles. Un hecho que solo puede irritar a aquellos que consideran la UEM deseable como un espacio de reglas acordadas y cumplidas.

⁷ En el caso de Francia, por ejemplo, incluso teniendo en cuenta el paquete extraordinario de reducción del gasto público presentado por el primer ministro Valls el 27 de octubre, la Comisión considera que «el déficit estructural solo se reduciría en 0,3% frente al 0,8% objetivo» y señala que Francia «no ha tomado medidas efectivas para avanzar en la parte estructural de las reformas».

⁸ Mario Draghi, *Unemployment in the Euroarea*, discurso en el Symposium anual de bancos centrales en Jackson Hole, USA, 22 de agosto de 2014.



La evaluación que hace Bruselas del presupuesto español para 2015 es un buen ejemplo de las dificultades concretas de la nueva gobernanza fiscal europea. La Comisión hace públicas sus dudas al afirmar que no puede asegurar que el conjunto de medidas enmarcadas en los presupuestos permitan el cumplimiento de los objetivos presupuestarios establecidos en el procedimiento de déficit excesivo. «Estimamos que hay un esfuerzo insuficiente»⁹ ha afirmado el comisario Moscovici. Pero está lejos de poder afirmar su incumplimiento y por ello se resiste incluir a nuestro país en la lista de países incumplidores. Sobre todo cuando la Comisión es consciente de que los objetivos se revisarán al alza, de lo que ella misma es partidaria. Pero no quiere dejar de expresar sus dudas y su incomodidad con algunas de las medidas adoptadas, y en concreto con una reforma fiscal que busca reducir impuestos a costa de aumentar la deuda pública, si las previsiones macroeconómicas no se hacen realidad.

b. EL CONTROL DEL GASTO PÚBLICO

La necesidad de reducir el déficit público y de hacer sostenible la deuda pública en la Unión Europea, han generado un interesante debate en torno al control y eficiencia del gasto público que merece la pena dar a conocer en detalle. El FMI, en su informe «*Fiscal Monitor*» (2014b), examina las diferentes opciones para priorizar y racionalizar el gasto público. El análisis tiene en cuenta las dimensiones redistributivas y de impulso al crecimiento del gasto público y la necesidad de maximizar la eficiencia. También se discute cómo las instituciones fiscales pueden afrontar las reformas en el gasto pero no se entra a valorar cuál debe ser el tamaño óptimo y el papel del Estado, por ser materia opinable y sujeta a distintas preferencias sociales y personales¹⁰.

Pero eso no quiere decir que los economistas no tengamos nada que decir sobre la eficiencia del gasto, como sobre la manera óptima de financiarlo, sobre la estructura impositiva deseable para un nivel de gasto dado. Las estrategias de reforma del gasto consisten esencialmente en tres elementos: 1) garantizar la sostenibilidad del gasto social y los salarios públicos, 2) lograr ganancias de eficiencia, prestando la debida atención a la equidad; y 3) establecer instituciones que promuevan el control del gasto y el estímulo de su eficacia. La experiencia reciente sugiere algunas pautas generales de actuación:

- En aquellos países en los que los desequilibrios fiscales exigen reducciones de gasto, se deben evitar los recortes generalizados. Este enfoque puede parecer conveniente desde el punto de vista político, y es sin duda el más sencillo y directo, pero no es ni eficiente ni potenciador del bienestar, y puede afectar al potencial de crecimiento a largo plazo de la economía.

⁹ El País, 2 de diciembre de 2014.

¹⁰ Por eso el FMI (2014b) se limita a constatar que la estrategia de gasto más apropiada dependerá de las circunstancias específicas de cada país, incluyendo las preferencias sociopolíticas sobre el papel del Estado en la economía y de la capacidad del gobierno para recaudar impuestos.



- Los recortes de salarios y empleo públicos pueden generar ahorros sustanciales e impulsar el crecimiento a largo plazo, en particular cuando los salarios del sector público son más altos que los que prevalecen en el sector privado¹¹ o el tamaño del empleo público es desproporcionado en relación con los servicios prestados a la economía. Pero han de aplicarse selectivamente. Episodios anteriores de ajustes exitosos sugieren que las reformas de los salarios públicos han sido las más duraderas y de impacto más positivo en el crecimiento (Gupta et al., 2005). Sin embargo, los casos exitosos de reforma sugieren que la congelación o reducción indiscriminada de salarios públicos puede ser eficaz en el corto plazo pero no puede sustituir a una reforma integral de la Administración Pública.
- La evaluación de los programas de gastos sociales puede, en muchos casos, generar importantes ahorros y mejorar la eficiencia, mientras se preserva la equidad. Por ejemplo existe un amplio consenso que correlacionar negativamente el gasto público en educación con los años de escolarización puede estar justificado. Como la sustitución de las transferencias generalizadas (por ejemplo, las subvenciones a los precios) por transferencias en especie, puede ser a la vez rentable y equitativo.
- Las ganancias derivadas de la mejora de la eficiencia son potencialmente elevadas, y podrían evitar que la restricción del gasto afecte a la cantidad o calidad de los servicios prestados. En materia de salud y educación, concretamente, una mayor competencia y la adopción de prácticas provenientes del sector privado podrían hacer frente a las presiones de costes y generar ahorro.
- La tendencia a la reducción en la inversión pública tiene que acompañarse al mantenimiento y mejora del stock de capital público productivo para evitar efectos adversos sobre el crecimiento a largo plazo y el bienestar. Lo que exige centrarse en la inversión pública productiva y aumentar la participación del sector privado.
- Las reformas del gasto son más efectivas cuando se acompañan de instituciones fiscales de apoyo, como normas de gasto bien diseñadas y marcos de descentralización eficaces. Además, las reformas del gasto tienen más probabilidades de tener éxito si son compatibles con un amplio consenso político y una estrategia de comunicación adecuada.

Vandierendonck (2014), en la Dirección General de Asuntos Económicos y Financieros de la Comisión Europea, presenta un análisis de las principales características y factores de éxito en el diseño, comportamiento e implementación de las políticas de gasto público, utilizando como base las experiencias de los Estados

¹¹ Como sucede en España. Según datos del INE (EPA, noviembre de 2014), el salario mensual medio en el sector público alcanzó en 2013 los 2.530 euros, mientras que en el sector privado se situó por debajo de los 1.700 euros. Esto significa que el salario medio en el sector público es aproximadamente 1,5 veces superior al del sector privado. Asimismo, dentro de los asalariados públicos existen diferencias salariales en función del tipo de administración. Así, las Comunidades Autónomas se sitúan en los niveles de remuneración más altos.



Miembros de la UE. Señala la importancia de mejorar el rendimiento del gasto público; rendimiento que está relacionado con la conexión entre las decisiones de financiación y las prioridades políticas así como entre el binomio esfuerzo fiscal y resultados obtenidos o beneficios generados en la población. Destaca los casos de Canadá, los países nórdicos y Holanda durante la década de los 80 y 90, en donde profundas revisiones del gasto trajeron como consecuencia incrementos importantes de la eficiencia del gasto público. No existe una fórmula general aplicable a cualquier país, pero destaca que existen unos factores de éxito comunes. Factores que tienen que ver con el compromiso político, la claridad de objetivos y la integración en el proceso presupuestario, la anticipación de la ejecución así como la construcción de la capacidad de transformación y de la cultura del rendimiento, de la productividad, en todos los niveles de la administración pública.

Las necesidades de consolidación fiscal han propiciado que, según la Comisión Europea, ocho Estados Miembros de la UE han revisado recientemente o están revisando significativamente sus políticas de gasto. Estos países son el Reino Unido, Holanda, Francia, Italia, Irlanda, Dinamarca, España y Suecia. En la tabla 3 se ofrece el alcance y los resultados esperados tras las medidas anunciadas por esta selección de países. Medidas que van en línea con las mejoras de control y eficiencia del gasto público propuestas por la Comisión. La Comisión, como es sabido, no tiene competencias específicas sobre el gasto público de los distintos Estados, pero considera acertadamente su obligación de contribuir a un debate informado sobre el tema y contribuye al mismo disseminando información de buenas prácticas en un buen ejemplo de la utilidad de la integración europea respetando el principio de subsidiariedad.

**TABLA 3. PRINCIPALES CARACTERÍSTICAS DE LAS REVISIONES DE GASTO EN LOS PAÍSES DE LA UE SELECCIONADOS**

	Project name and timeframe	Scope	Aggregated public savings (expected/captured)
Italy	Spending review (since October 2013)	General Government -including: tax expenditures akin to subsidies, companies not issuing bonds directly or indirectly controlled by the state -excluding: interest payment, Constitutional bodies (Parliament, Presidency, Constitutional Court)	Expected: €32bn recurring savings in 2016 (2% of GDP) with a progressive roll-out starting in 2014
	"Bondi/Monti" Spending review published in 2012	General Government	Expected: €15.6bn in 2015 Captured: approx. €13.9bn
UK	Comprehensive Spending Review (2010-2015)	General Government	Expected: £81bn by 2014/2015, of which £18bn in welfare reform. The target also includes lower debt interest payment and freeze in public sector pay. Captured: 65% captured mid-2013 (according to the UK Treasury). On efficiency measures: £3.7bn in 2010; £5.5bn in 2011; £10 in 2012; expected £15bn in 2013
	Gershon Efficiency review (published in 2004)	Spending ministries including Health and transfers to subnational governments	Expected: £21.5bn over 2004-2008 (broadly captured)
Ireland	Special Group on Public Service Numbers and Expenditure Programmes (published in 2008-2009)	Central Government	Captured > €7.8bn (implementation ongoing over 2012-2014)
	Comprehensive Expenditure Report 2012-14	Central Government	
	Capital Expenditure Review (published in 2011)	Capital spending of line ministries	
The Netherlands	Comprehensive Expenditure Review (published in 2010)	Central government and social security (20 review topics)	Proposed: €35bn (12% of scope)
	Interdepartmental Policy Reviews/Reconsideration Procedure (1981-2000s)	5 to 30 annual reviews	Captured: €3.2bn in 1982, €4.2bn over 1984-1997
France	Public Action Modernization (MAP) (2012-ongoing)	General Government	Expected: €1.8bn in 2014
	Conseil stratégique des dépenses publiques (announced in January 2014)	General Government	Expected: €50bn over 2015-2017
	General Review of Public Policies (RGPP) (implemented 2007-2012)	Central government and agencies, mostly operating costs	Captured: €11.9bn over 2009-2012 (3% of scope), of which 30% driven by payroll volume reduction (150 000 public FTEs cut)
	Modernization audits (published over 2005-2007 in 7 waves)	Central government and agencies on a 150bn€ scope of public expenditure	Expected: €6bn, partially implemented and captured via the RGPP
Finland	Productivity Programme (implemented 2005-2015)	General Government	N.A. (e.g., cuts in public jobs compensated by financial incentives)
Sweden	Implemented early 1990s	General Government	Size of the consolidation program: 126bn SEK (8% GDP) in 1996
Spain	Commission for the Reform of the Public Administration 2012-2015	Central Government. Regions can adhere to the central government measures	Expected: €37.62bn over 2012-2015. When implementation is complete: that's €17.5bn annually compared to 2011. In June 2014, 29 % of the measures had been adopted and the remaining 71 % had been launched
Denmark	Annual Special Studies (implemented since the 1980s)	General Government	N.A. (expenditure agreements included in budget law)

Fuente: European Commission (2014).



c. LOS MARCOS FISCALES (FISCAL FRAMEWORKS)

i. Descripción y evolución

Por Marco Fiscal se entiende el conjunto de disposiciones, procedimientos, normas e instituciones que sustentan la gestión de las políticas presupuestarias de las administraciones públicas. Una de las principales lecciones aprendidas de la crisis actual es la necesidad de fortalecer el Marco Fiscal de los Estados Miembros y garantizar que la gobernanza fiscal tanto de las autoridades nacionales como de la UE, sean coherentes entre sí. Esto requiere, según la Comisión Europea (2013a: 5), «una mejora de los Marcos Fiscales internos con el fin de reforzar su carácter instrumental, promoviendo el cumplimiento de las disposiciones fiscales del Tratado».

Ya en 2010 el Ecofin estableció un doble enfoque en el campo de los Marcos Fiscales nacionales. Por un lado, se determina un conjunto de requisitos mínimos en dichos Marcos Fiscales nacionales coherente con las normas presupuestarias de la UE. Requisitos ligados a la contabilidad pública, calidad y frecuencia de las estadísticas y estimaciones fiscales, las reglas presupuestarias cuantitativas, la necesidad de la presupuestación a medio plazo y la transparencia. Y por otro lado, se estableció una revisión regular de dichos Marcos Fiscales nacionales, pero no revisión vinculante. Las iniciativas legales contenidas en el *Six Pack*, el *Compact Fiscal* o el *Two Pack* reforzaron los mecanismos de supervisión europea de los Marcos Fiscales de cada país.

El último informe disponible sobre los Marcos Fiscales en la Unión Europea data de diciembre de 2013 (European Commission, 2013a). En él se ofrece un resumen de los avances realizados en materia de mejora de los Marcos en la Unión Europea pero también el detalle de los progresos de los distintos Estados Miembros. En él se señala que los Estados Miembros han implementado en torno al 30% de las recomendaciones recibidas por parte del Comité de Política Económica, el 40% aún están experimentando avances y el 30% han sido ignoradas. Como era de esperar, aquellos países que han recibido asistencia financiera de la UE/FMI presentan un mayor grado de implementación.

El éxito en la implementación de las recomendaciones recibidas en este campo está relacionado con la complejidad de las reformas a desarrollar. Así, las políticas que exigen cambios menores en las leyes nacionales vigentes muestran una mayor tasa de éxito, como por ejemplo la introducción o modificación de reglas fiscales cuantitativas. Sin embargo, las políticas que requieren un cambio mayor, tales como la creación de un consejo fiscal o la introducción de un Marco Fiscal a medio plazo, presentan una tasa de éxito baja.

En el caso específico español, los servicios de la Comisión (2013a) señalan que el grado de cumplimiento de las directrices de política, realizadas en 2011/12 por la propia Comisión Europea, es moderadamente positivo. Por un lado, se consideran implementadas las medidas asociadas a la adopción de la regla constitucional de equilibrio presupuestario, pero por otro, se critica que el Marco Fiscal no ha sido suficientemente vinculante para los gobiernos regionales y locales. Estas cuestiones se han abordado a lo largo de 2014 (techos de gasto y límites de déficit por Comunidades Autónomas) aunque a la vista de los últimos datos publicados, los mecanismos de control sub-nacionales todavía presentan margen de mejora.



ii. Las Agencias Independientes de Responsabilidad Fiscal. La puesta en marcha de la AIREF en España

La creación de Agencias Fiscales Independientes para velar por la sostenibilidad de las finanzas públicas es una práctica cada vez más utilizada ya que están mostrando efectos positivos sobre el crecimiento y el bienestar (IMF, 2014a). La puesta en marcha de este tipo de organismos tuvo una primera etapa allá por los años 50 cuando Holanda creó la primera Agencia Independiente en 1947. Unos años más tarde aparecieron los casos de Dinamarca (1962) y Alemania (1963) y, posteriormente, se sumaron Estados Unidos (1975), Bélgica (1989), Austria (1997), Corea (2003), Suecia (2007) y Canadá (2008).

A partir de 2009, se generalizó la necesidad de garantizar la estabilidad presupuestaria y la creación de organismos independientes que contribuyeran a esa labor. En la actualidad, más de 80 países, España entre ellos, ya han constituido estas autoridades que responden a los siguientes objetivos:

- Evitar la visión cortoplacista implícita en la gestión política. Se plantean objetivos a medio plazo que permitan aislarse del ciclo electoral.
- Fomentar la transparencia. Facilitar la publicación de datos, informes y proyecciones fiscales y macroeconómicas.
- Reforzar la independencia. Proporcionan una fuente independiente de disciplina, no expuesta a la presión de grupos de interés ni al debate político partidista.
- Incrementar los costes reputacionales del incumplimiento de los objetivos fiscales.

Para la Comisión Europea, y en respuesta a los avances en la unión fiscal, las Agencias Fiscales Independientes se definen como organismos públicos (que no sean el banco central, el gobierno o el Parlamento) que preparan las previsiones macroeconómicas para el presupuesto, controlan el rendimiento fiscal y asesoran al gobierno en materia de política fiscal. Estas instituciones se financian principalmente con fondos públicos y son funcionalmente independientes.

Según la Comisión, estas instituciones han demostrado ser útiles para mejorar la formulación de la política fiscal, proporcionando análisis, evaluación y recomendaciones en el ámbito de la política fiscal. En particular, (i) las instituciones fiscales pueden proporcionar proyecciones macroeconómicas para la preparación del presupuesto evitando los sesgos optimistas que a menudo se encuentran en las previsiones gubernamentales; (ii) realizan el seguimiento de manera imparcial de la aplicación de los planes presupuestarios y el cumplimiento de los objetivos presupuestarios, (iii) favorecen la conciencia pública sobre los costes y beneficios de las medidas presupuestarias, tanto entre los responsables políticos como en la población y (iv) permiten evaluar si las medidas fiscales son apropiadas en términos de sostenibilidad de las finanzas públicas.

Con este objetivo, en noviembre de 2013 se crea en España la Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal (AIREF) y en marzo de 2014 se aprueba el Estatuto Orgánico de la AIREF que desarrolla su organización y funcionamiento interno. Dicha autoridad ejerce sus funciones en todo el territorio nacional y tiene como misión el cumplimiento efectivo por las Administraciones Públicas del principio de estabilidad



presupuestaria previsto en el artículo 135 de la Constitución Española, mediante la evaluación continua del ciclo presupuestario y del endeudamiento público. Dada su novedad, su posible relevancia como observador externo cualificado de las cuentas públicas y sobre todo su especial relación con el marco de disciplina fiscal europeo, nos ha parecido relevante detenernos en la exposición de sus competencias y principales líneas de actuación en este su primer año de funcionamiento efectivo.

La AIREF, que está adscrita a efectos organizativos y presupuestarios al Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas, se basa en tres principios básicos para su funcionamiento: 1) independencia, 2) transparencia y 3) rendición de cuentas. En el primer caso, la AIREF actúa con plena independencia orgánica y funcional en el desarrollo de su actividad y para el cumplimiento de sus fines, por lo que ni su Presidente, ni los miembros de los distintos órganos de gobierno, ni el resto de personal pueden solicitar o aceptar instrucciones de ninguna entidad pública o privada. En el segundo caso, se establece el compromiso de proporcionar de manera abierta y transparente a los ciudadanos toda la información relevante sobre sus informes, opiniones y estudios, así como los fundamentos de los mismos. Y en el tercer caso, se contemplan comparecencias dentro del proceso parlamentario del Presidente y otros miembros del equipo y el sometimiento a evaluación externa de forma regular. La AIREF está obviamente sometida a la rendición de cuentas ante la Intervención General de la Administración del Estado y el Tribunal de Cuentas.

La AIREF publicará informes principalmente sobre las previsiones macroeconómicas, sobre la metodología para calcular las previsiones tendenciales de ingresos y gastos y la tasa de referencia de crecimiento, sobre el proyecto de Programa de Estabilidad, sobre los proyectos y líneas fundamentales de presupuestos de las Administraciones Públicas y sobre los planes económico-financieros y de reequilibrio de la Administración Central y de las Comunidades Autónomas. Pero la AIREF también tendrá la potestad de elaborar, emitir y publicar juicios de valor sobre cualquier cuestión de su competencia (ver artículo 23 de la Ley Orgánica 6/2013, de 14 de noviembre). Finalmente, esta agencia realizará los estudios que le soliciten el Gobierno, el Consejo de Política Fiscal y Financiera, la Comisión Nacional de la Administración Local o la Comisión Financiera de la Seguridad Social, así como las Comunidades Autónomas o las Entidades Locales siempre que estos se refieran a cuestiones propias de su competencia y no afecten a ninguna otra Administración (BOE 77, 29 de marzo de 2014).

La AIREF ha empezado a funcionar en 2014 y ha publicado una serie de documentos que evalúan aspectos vinculados a la sostenibilidad de las finanzas públicas españolas. Por fecha de publicación destacan: la opinión sobre los cambios en los procedimientos del ciclo presupuestario (22 de julio), el informe de los Planes Económico-Financieros de las CCAA (28 de julio), la opinión sobre el cumplimiento de los objetivos de déficit y deuda (30 de julio), el informe sobre Previsiones Macroeconómicas del Proyecto de PPGG del Estado (26 de septiembre), el informe sobre los Presupuestos de las AAPP (15 de octubre), el documento de trabajo sobre el análisis de la sostenibilidad de la deuda pública española (20 de octubre) y la opinión sobre el Índice de Revalorización de las Pensiones 2015 (25 de noviembre).



De todos los informes anteriores, merece la pena detenerse a nuestros efectos en las principales conclusiones de su informe sobre los Presupuestos de las Administraciones Públicas.

El objetivo de estabilidad de 2015 fijado en un déficit del 4,2% del PIB para el conjunto de las Administraciones Públicas es muy exigente. Su cumplimiento requiere una ejecución estricta de los presupuestos que permita materializar los márgenes de ahorro que parecen existir en algunos subsectores para compensar las insuficiencias que se aprecian en otros. En concreto, la consecución del objetivo en 2015 requiere: el cumplimiento del objetivo de estabilidad de este año lo que parece ciertamente posible; la confirmación de las previsiones macroeconómicas para 2015, es decir, un crecimiento económico en el entorno del 2%; que en la Seguridad Social, el nuevo sistema de liquidación directa y la plena aplicación de las retribuciones en especie en la base de cotización cumplan las expectativas de recaudación recogidas en su presupuesto; que el gasto en prestaciones por desempleo mantenga su actual tendencia decreciente; y que nuevas medidas de control del crecimiento del gasto limiten las desviaciones de las CCAA con respecto al objetivo de estabilidad en 2015.

Es probable que el cierre estimado para 2014 supere ampliamente el objetivo de estabilidad fijado para las CCAA. Esta desviación negativa debería compensarse con el resultado del Estado y las Corporaciones Locales, que parecen tener cierto margen.

El principal riesgo de incumplimiento de los objetivos de estabilidad para el año 2015 reside en el subsector de las CCAA. Además, el incumplimiento del objetivo de estabilidad en este año va a hacer todavía más complicado el esfuerzo de consolidación presupuestaria de 2015.

La AIREF expresa también su insatisfacción por el escaso grado de concreción de las medidas de consolidación del gasto previstas para 2015.

d. «THE ELEPHANT IN THE ROOM»: LA RESTRUCTURACIÓN DE DEUDA SOBERANA

La restructuración de la deuda es siempre un tema controvertido por sus inevitables consecuencias que se extienden incluso al estigma asociado a su mero anuncio; un estigma característico de economías poco maduras e inestables. Los Estados Miembros en la Eurozona «*don't default*». Aunque como señalan Wyplosz y Pâris (2014), este criterio o dogma va en contra de una larga historia de reestructuraciones. Para ellos la insostenibilidad de la deuda pública no implica necesariamente que un gobierno esté quebrado, sea materialmente incapaz de hacer frente a sus obligaciones de pago, sino que la definen como una situación en la que el servicio de la deuda es tan alto, absorbe tantos recursos, que puede llegar a impedir o dificultar seriamente el crecimiento económico, evitar el uso de la política fiscal como instrumento anti-cíclico y aumentar la vulnerabilidad de esa economía a los *animal spirits* de los inversores.

La posibilidad de que una unión bancaria exija para su funcionamiento ordinario un esquema de restructuraciones no dramáticas de deuda soberana, nacional o sub-nacional, es una cuestión ampliamente debatida en la literatura económica. De hecho, exis-



ten casi tantos estados federales como casos de reestructuración. Todo depende de la existencia de una cláusula generalizada de *bail-out* del gobierno central y de la magnitud de las transferencias fiscales cuasi-automáticas. En Estados Unidos, por ejemplo, son relativamente normales los casos de los gobiernos de los Estados y de las ciudades. No son un proceso dramático, porque el gobierno federal garantiza siempre la provisión mínima de unos servicios públicos esenciales y porque una unión bancaria consolidada con nula posibilidad de ruptura institucional y un banco central, la Reserva Federal, que actúa de prestamista de última instancia para el conjunto de la Unión, garantizan la continuidad de un mercado financiero único. Por eso, la eventual quiebra de un estado de la Unión no provoca ciclos viciosos de crisis bancarias y soberanas. Pero son siempre procesos traumáticos, que afectan de manera duradera a la capacidad y condiciones de financiación de ese Estado. Son siempre la constatación de un fracaso, y merman durante mucho tiempo la credibilidad del fallido. En el caso de la Unión Monetaria Europea hay un creciente número de autores que consideran entre inevitable y deseable una reestructuración de la deuda de algunos de los países en crisis¹². Pero sigue siendo un tema muy controvertido. Porque su sola consideración provoca movimientos económicos, financieros y políticos claramente indeseables. Los propios mercados financieros que coquetearon con la idea en varios momentos de la crisis, en mayo de 2010 y luego después en el verano de 2012, parecen haber descartado toda posibilidad en la medida en que los diferenciales de deuda entre los distintos Estados Miembros están en mínimos históricos.

En cualquier caso, se sigue hablando mucho sobre la sostenibilidad de las cuentas públicas de los países más vulnerables. Y se seguirá haciendo en el futuro próximo mientras las posibilidades de dilución vía inflación o crecimiento sean remotas. La evaluación de la sostenibilidad de la deuda pública es un elemento clave en la medición del riesgo fiscal. Darvas, Sapir y Wolff (2014) presentan un análisis de sostenibilidad de la deuda para algunos países de la Eurozona: Grecia, Irlanda y Portugal. En él se simulan diferentes escenarios de evolución de tipos de interés y PIB, para estudiar los superávits primarios que permitirían estabilizar las ratios de deuda pública a niveles considerados adecuados y posibles. Y concluyen afirmando que los tres países siguen siendo vulnerables ante un posible escenario de estancamiento económico¹³ y shocks moderados de tipos de interés porque exigirían superávits fiscales primarios que parecen socialmente inalcanzables, sobre todo en Grecia y Portugal¹⁴. Lo importante de este análisis no es que la probabilidad de *default* sea baja en las condiciones actuales, sino que una perturbación no esperada en alguno de los países citados, puede provocar nuevos episodios de contagio y explosividad de la deuda.

¹² En esa lista de autores encontramos un amplio espectro ideológico pues incluiría desde Krugman y Stiglitz, que reclaman la reestructuración como un acto de justicia y solidaridad, hasta Bill White en el BIS que lo considera una inevitable consecuencia del diseño institucional de la Eurozona, hasta un cauteloso FMI que en un *Policy Paper* estudia las alternativas para construir un sistema no dramático de *defaults* soberanos.

¹³ Recordemos que Larry Summers, entre otros, habla ya abiertamente del «estancamiento estructural de la Eurozona» (voxEU, 2014).

¹⁴ Ver artículo de Barry Eichengreen en el *Financial Times*, 17 de noviembre de 2014.



Por eso, porque soluciones del tipo de alivio o condonación de deuda no son descartables a medio plazo, es necesario estudiar alternativas racionales. Ellos consideran explícitamente tres por orden de impacto en el valor actual de los flujos esperados por los acreedores: (i) prolongar los vencimientos de los préstamos del *European Stability Mechanism* y *European Financial Stability Facility*, (ii) reducir el tipo de interés de los préstamos de ESM/EFSF o (iii) diseñar una estrategia europea de reestructuración de la deuda soberana. Un paso más allá van Wyplosz y Pâris (2014) que con su propuesta PADRE¹⁵ proponen convertir una parte de la deuda pública actual en deuda perpetua sin intereses, lo que supone su cancelación y la transferencia a un futuro indefinido, sin que existan más transferencias entre Estados que las que se deriven de cubrir los costes financieros del endeudamiento necesario para adquirir la deuda actual. El problema, o la ventaja según sus proponentes, es que solo el BCE podría movilizar los recursos necesarios para ese canje masivo de deuda. Una operación que equivaldría a una masiva inyección de liquidez, a un QE espectacular.

En los últimos años, también el FMI (2013) ha venido prestando atención creciente a la reestructuración de la deuda soberana y analizando toda una serie de propuestas que se centran, más que en ocurrencias financieras concretas, en definir un marco legal internacional que posibilite una reestructuración ordenada, que supere los problemas de acción colectiva y facilite una reestructuración de la deuda en tiempo y forma. La propuesta de un Mecanismo para la Reestructuración Ordenada de la Deuda Soberana, fue realizada originalmente por Anne Krueger, *Sovereign Debt Restructuring Mechanism*, basándose en una idea previa de Jeffrey Sachs y consistía esencialmente en otorgar al FMI la capacidad para decretar una *stand still*, una suspensión temporal de las obligaciones externas a semejanza de la declaración judicial de una situación concursal, a petición del país afectado que se pondría así bajo la protección del FMI que procedería a decretar algo semejante a un convenio de acreedores tras oír a todas las partes afectadas. El acuerdo del FMI incluiría la ayuda externa necesaria, contemplando flujos concesionales de nuevo dinero y, en su caso, quitas una vez definido un nivel de deuda sostenible y un nivel de ajuste interno políticamente posible, y conllevaría la obligación de aceptación de todos los países miembros del Fondo. La simple descripción anterior de la propuesta da una idea de las enormes dificultades de su aplicación. No es pues de extrañar que doce años después el FMI siga discutiéndola y haciendo mejoras técnicas.

Un mecanismo semejante ha sido propuesto en el contexto de la Unión Europea bajo el supuesto de que el nivel de integración política y económica haría más factible esa cesión de poder de decisión a una autoridad supranacional. El llamado Mecanismo de Resolución de Crisis Europeas (ECRM por sus siglas en inglés) ha sido definido por Von Hagen et al. (2010) en un documento de Bruegel. Su atractivo reside en su aparente simplicidad, se nutre de las instituciones europeas ya existentes y «sólo» requiere una directiva europea. Constaría de tres componentes: un organismo que proporcionaría financiación provisional (por ejemplo, el actual MEDE); una agencia que evaluaría la sostenibilidad de la deuda y supervisaría el ajuste económico del país deudor (por ejemplo, el

¹⁵ Así denominada por sus siglas en inglés, «*Politically Acceptable Debt Restructuring*».



Banco Central Europeo o la propia Comisión Europea); y un Tribunal de resolución de disputas (por ejemplo, la Corte Europea de Justicia). Obviamente, viniendo de una Europa un poco obsesionada por su autonomía, el ECRM no otorga ningún papel formal al FMI. La posibilidad de que en las actuales circunstancias políticas, la UE sea capaz de aprobar una directiva semejante parece, cuando menos, remota.

En el otro extremo de la ecuación «derechos de acreedores - derechos de los deudores» se encuentra la propuesta del Instituto Internacional de Finanzas conocida como Principios del IIF¹⁶. Los Principios se diseñaron a raíz de las crisis latinoamericanas y rusa de los noventa y constituyen un acuerdo voluntario entre los emisores de deuda soberana y sus acreedores privados, ratificado en la reunión del G-20 de Berlín en 2004, que ha sido posteriormente ampliado a cubrir emisores sub-nacionales y empresas públicas. Definen cuatro principios básicos: disponibilidad y transparencia de información sobre la deuda soberana, diálogo y cooperación, negociación de buena fe y trato no discriminatorio ni privilegiado a ningún acreedor. Fueron modificados en 2012 tras observar los resultados de la restructuración griega, para incluir una mayor participación de los acreedores privados en los análisis de la sostenibilidad de la deuda, en contra de la opinión del FMI, y garantizar la existencia en todo evento de restructuración de un comité de acreedores.

En el seno del IIF, Tran (2013) subraya el papel que deberían jugar los mercados en la detección, prevención y resolución de crisis de deuda soberana siempre que exista información pública en tiempo real, «*se puede afirmar que los precios de mercado y las acciones de rating proporcionan un aviso previo entre 3-6 meses de la próxima crisis de deuda soberana*». Sugiere también aumentar el esfuerzo de vigilancia de las instituciones internacionales y de grupos del sector privado como el *Market Monitoring Group* del *Institute of International Finance (IIF)*. Y destaca que la participación del sector privado abarca un gran número de opciones, que van desde la extensión del vencimiento y rebajadas del tipo de interés hasta la reducción del nominal de la deuda. Todo ello alivia los flujos de caja y niveles de deuda y facilita el proceso de recuperación de la economía deudora.

Además de estas iniciativas que podríamos calificar de cuasi institucionales, en los últimos años han proliferado con mayor o menor éxito público, multitud de propuestas de académicos privados deseosos de contribuir a la solución de la crisis europea. Sin ánimo de ser exhaustivo, hemos considerado los que brevemente se exponen a continuación como más representativos del debate actual:

- Buchheit et al. (2013) proponen la modificación del Tratado del MEDE para inmunizar los activos de un país de la Eurozona que recibe asistencia del mismo de un posible embargo por parte de los acreedores no aceptantes (*holdout*). El objetivo de la enmienda es dificultar la existencia de estos acreedores resistentes y facilitar así la restructuración de común acuerdo. Weber et al (2011) sugieren también reforzar el MEDE mediante una cláusula obligatoria que extienda automáticamente por tres años el vencimiento de los bonos de los países de la Eurozona que se acojan al mismo.

¹⁶ Ver *Principles for Stable Capital Flows and Fair Debt Restructuring*, Institute of International Finance y sobre todo el Informe PCG de 2014 sobre su implementación.



- Paulus (2010) y Raffer (2005) han propuesto la creación de un Tribunal internacional de arbitraje especializado en deuda soberana, para garantizar un proceso justo y transparente de arbitraje.
- Gitlin y House (2013) proponen la creación de un Foro de deuda soberana, creado por consenso de deudores, acreedores e instituciones internacionales, con el objetivo de permitir un ágil intercambio de información entre las partes y acelerar el proceso de restructuración.
- Hasta las propias Naciones Unidas se han unido al debate institucional y han sugerido la creación en su seno de un Tribunal de restructuración de deuda internacional que aseguraría los principios internacionales respecto al orden de prioridad de los créditos, el tamaño de las quitas y la distribución de la carga de las amortizaciones.

e. ALGUNOS DEBATES PENDIENTES EN EL MARCO EUROPEO DE DISCIPLINA FISCAL

Visto el proceso de supervisión fiscal en perspectiva, una vez que se ha cumplido un ciclo completo tras la aprobación del nuevo paquete de disciplina en la UE, es difícil no tener una sensación ambigua y dudas serias sobre su efectividad. Ciertamente, la nueva gobernanza fiscal ha hecho más transparente y colaborativo el proceso; ha obligado a los gobiernos a dar más explicaciones de su política fiscal, de sus supuestos y de sus estimaciones, a Bruselas y a sus opiniones públicas. También ha hecho visible las diferencias con la Comisión y las ha convertido en materia de discusión de política nacional. Todo ello es positivo.

Pero está lejos de significar un paso definitivo hacia una unión fiscal por ambiguo que sea el término y estrecha la definición que utilizemos. Ha supuesto también un despliegue burocrático sin precedentes, con una proliferación de documentos emanados de la Comisión que son repetitivos, inocuos y carentes de utilidad práctica, dado que palabras grandilocuentes esconden una realidad innegable; nunca pasa nada, nunca hay sanciones, nunca hay cambios significativos en los presupuestos nacionales. El ciudadano europeo solo puede asistir perplejo ante tanto documento y tanto procedimiento. Si la unión fiscal quiere limitarse a una unión de reglas, éstas tienen que ser sencillas, comprensibles y de aplicación automática y sin ambigüedades. Si la unión fiscal se entiende como un paso hacia la creación de una unión federal europea, el camino no ha comenzado. Es más, algunos de los mecanismos federales que podían intuirse a finales del año 2013, como los eurobonos o la creación de un presupuesto federal de estabilización, se han aparcado sine die. Quizás este ha sido el año de la unión bancaria y ya bastante se ha avanzado. Pero lo cierto es que la unión monetaria no está mucho más cerca de parecerse a un área monetaria óptima y sostenible, al menos desde el punto de vista fiscal.

Hay temas pendientes que habrá que abordar. Es de desear que no haya que esperar a la próxima crisis. El Mecanismo Europeo de Estabilización ha supuesto un gran paso adelante, pero no es suficiente para disipar las dudas sobre si la Eurozona cuenta con



suficiente capacidad de estabilización macroeconómica. El debate europeo de política fiscal ha sido particularmente intenso este año. Es seguro que se ha saldado con una relación de los objetivos y el ritmo de consolidación presupuestaria en la Eurozona. Habrá impulso fiscal positivo y habrá un programa de inversión pública en Europa. Pero no hay, no parece que vaya a haber pronto, un fondo de estabilización con competencias específicas, autónomo y con capacidad suficiente. Son los gobiernos de los Estados Miembros los que controlan el proceso, no la Comisión ni ninguna autoridad supranacional. Son los gobiernos nacionales los que deciden o resisten la expansión fiscal, no son las autoridades europeas. El MEDE ha permanecido ajeno a este debate, porque no tiene ningún papel en él.

El debate fiscal en 2014 ha girado casi exclusivamente en torno al sesgo más o menos expansivo de la política fiscal, no respecto a las reformas institucionales necesarias para completar el marco de la gobernanza fiscal de la Eurozona. Cuestiones como los eurobonos y su financiación, las competencias y el diseño de un Tesoro Europeo, la institucionalización del Eurogrupo con un presidente y un staff técnico permanente y su capacidad de decisión en relación con los presupuestos y las políticas nacionales, fiscales y de reformas estructurales; cuestiones que tuvieron un papel principal en el Anuario de 2013 han desaparecido del debate. Porque las autoridades europeas han querido y tenido que concentrarse en lo urgente; en poner en marcha la unión bancaria y cumplir con garantías el calendario de funcionamiento de sus dos compromisos más relevantes, los mecanismos europeos de supervisión y resolución. Pero también porque se ha agotado el impulso reformista y los ciudadanos europeos han contagiado su escepticismo a sus gobiernos. Comprensible, pero el edificio de la unión monetaria no está aún completo, no es todavía plenamente sostenible.

7.4. LA EUROPA SOCIAL

a. CRECIMIENTO Y PROBLEMAS SOCIALES

Entre 2008 y 2013, se han perdido más de 6 millones de empleos en la Unión Europea, la tasa de paro ha crecido del 7% al 10,8%, la tasa de pobreza¹⁷ ha alcanzado el 16,7% y los niveles de desigualdad¹⁸ de la renta permanecen invariables desde hace una década. Obviamente, el aumento de los problemas sociales ha sido más intenso en los países periféricos. Grecia ha sido el país más castigado por el desempleo, la pobreza y la desigualdad; ha alcanzado niveles del 27%, del 23,1% y de 34,4

¹⁷ Conviene precisar para los no especialistas, y antes de sacar conclusiones desproporcionadas, que las mediciones de pobreza son siempre relativas y no absolutas. Miden la evolución de los percentiles, o deciles, más pobres de una determinada sociedad, pero no la evolución de su consumo absoluto, o de su acceso a bienes y servicios privados o públicos. En concreto, en lo que sigue el umbral de pobreza ha sido calculado como el 60% de la mediana de la renta equivalente después de transferencias sociales, con independencia del crecimiento de la mediana de renta.

¹⁸ El nivel de desigualdad ha sido medido mediante el índice de Gini (criterio de la renta disponible). El valor estimado para la UE-28 es de 0,305 (2013). Recuérdese que cuanto más se acerque a cero más igualdad sería la distribución de la renta y cuanto más se acerque a uno mayor desigualdad habrá.



puntos en el índice de Gini, en 2013. España, por su parte, también ha experimentado un deterioro de los indicadores sociales. En ese mismo año, las cifras fueron 26,1%, 20,4% y 33,7, todas ellas peores en comparación con 2004. Por todo ello, con la crisis europea, y mundial, ha habido un resurgir de los estudios sobre el impacto de la desigualdad en el crecimiento económico. La cuestión central es si el crecimiento de la desigualdad es en sí mismo un obstáculo a la recuperación en la medida en que sociedades más desiguales crecen menos, si la desigualdad afecta negativamente al crecimiento potencial¹⁹.

Piketty ha sabido capturar la ansiedad de la clase media de los países avanzados ante la globalización y enmarcarla en una aparente ley económica inmutable: el capitalismo tiende inexorablemente a la concentración de la riqueza porque la tasa de rendimiento del capital excede a la del crecimiento económico. Da igual que sus datos y sus cálculos hayan sido cuestionados o que sus supuestas predicciones no se comparezcan con la realidad, como escribió Larry Summers en su blog, *«el momento elegido es impecable, el libro requiere toda nuestra atención. Lo que no significa que sus conclusiones sean capaces de resistir la crítica académica o el test de la historia»*. Tres son en nuestra opinión los principales problemas de su reduccionista tesis: (i) la propia medición del capital, ¿de qué estamos hablando, de capital físico, financiero o capital humano? Porque si algo ha habido en el siglo XX es una espectacular universalización de la educación; (ii) la definición de concentración de la riqueza y de la tasa de ahorro, porque es bien conocido desde la Inglaterra Victoriana o el auge del capitalismo americano que la desigualdad aumenta fuertemente con el crecimiento inicial de un país, véase China hoy, pero no creemos que eso signifique que en cualquiera de esos países se vivía mejor antes de que empezara su despegue. Como no ha habido periodo más igualitario en Occidente que la Baja Edad Media; y (iii) la desigualdad creciente es una conclusión necesaria de su propio modelo solo en la medida en que la riqueza y no la renta salarial sea el principal factor explicativo de las diferencias sociales; un supuesto hecho que solo puede haber ido a menos.

La realidad es mucho más compleja y los análisis necesarios para entender la relación entre desigualdad y crecimiento potencial también. Darvas y Wolff (2014) analizan detalladamente el impacto del desempleo, pobreza y desigualdad en el crecimiento económico y concluyen que efectivamente la relación causa-efecto es compleja. El argumento tradicional señala que la mayor desigualdad genera a largo plazo beneficios sobre el crecimiento, en tanto en cuanto las medidas redistributivas pueden desincentivar el rendimiento de los trabajadores y poner obstáculos al emprendi-

¹⁹ El caso más popular de este renacido interés por los problemas de la desigualdad es Thomas Piketty, un hasta ahora desconocido economista francés convertido en *celebrity* y cuyo libro, *El Capital en el siglo XXI*, se ha convertido en un auténtico *best-seller*. Pero hay muchos más ejemplos de esta preocupación por la desigualdad. Hasta el FMI considera ahora la desigualdad de la renta y la riqueza una de sus prioridades. Meeting Rising Pressures to Address Income Inequality—A User's Guide | IMFdirect - The IMF Blog. Disponible en: <http://blog-imfdirect.imf.org/2014/03/19/meeting-rising-pressures-to-address-income-inequality-a-users-guide>, marzo 2014.

²⁰ Ostry, J.D.; Andrew, B. and Charalambos G.T. (2014): «Redistribution, inequality, and growth», Staff Discussion Note SDN/14/02, International Monetary Fund.



miento. Pero un reciente estudio del FMI²⁰ apunta que menores niveles de desigualdad se correlacionan positivamente con tasas de crecimiento más rápidas y duraderas y encuentra escasa evidencia empírica concreta de que la redistribución fiscal perjudique al crecimiento a nivel macroeconómico. En ese mismo sentido, Cynamon y Fazzari (2014) apuntan que un incremento de la desigualdad puede conducir a un exceso de endeudamiento de las familias menos favorecidas y conducir a episodios de insostenibilidad de deuda privada. De ser ese resultado generalizable, el crecimiento potencial a largo plazo se vería afectado negativamente por el crecimiento de la desigualdad. Parece pues consolidarse en la opinión académica una relación no lineal entre desigualdad y crecimiento, tanto en series temporales en un mismo espacio económico como en estudios comparativos en un momento del tiempo, estudios «*cross section*». El crecimiento económico exige una cierta tolerancia por la desigualdad, pero cuando las diferencias de renta o riqueza son excesivas, pueden perjudicar seriamente el crecimiento. Determinado nivel de desigualdad es positivo. Todo depende pues de las circunstancias concretas de tiempo y lugar.

La relación desempleo-crecimiento parece más sencilla. Máxime si se refiere al paro de larga duración. Un aumento del desempleo, como una tasa de actividad menor, está asociada con una disminución del potencial de crecimiento, y con un incremento de la desigualdad y la pobreza (Darvas y Wolff, 2014). Primero, porque se produce una pérdida irrecuperable de eficiencia al estar la economía en el interior de su frontera de posibilidades de producción; segundo, porque los parados consumen menos, sobre todo en ausencia o agotamiento de los mecanismos de mantenimiento de rentas como el seguro de desempleo, y la demanda interna se debilita; y tercero, porque el paro de larga duración genera problemas de histéresis que terminan por deteriorar las habilidades y conocimientos de los desempleados, tanto su capital humano técnico como relacional.

El binomio pobreza absoluta-crecimiento también parece claro. La pobreza persistente, definida en términos de un consumo de bienes y servicios privados y públicos insuficiente, implica dificultades crecientes de acceso a la sanidad y a la educación, lo que termina por afectar a la capacidad de desarrollo de determinados colectivos sociales, anulando la igualdad de oportunidades.

Adicionalmente, el deterioro de los indicadores sociales puede perjudicar también al crecimiento económico al generar desconfianza en el sistema, dudas sobre la efectividad de la política económica y deslegitimación política. Esto hace que la implementación de las necesarias reformas estructurales y los ajustes presupuestarios sean más dolorosos y se creen incentivos para retrasarlos. Hace también que sean más frecuentes las soluciones populistas y los falsos atajos. Todo ello termina deteriorando el clima económico y empresarial y retroalimenta las dificultades para recuperar una senda sostenible de crecimiento. Que ésta sea la situación en Europa está lejos de ser evidente, pero sin duda la persistencia de desempleo estructural a niveles elevados y las fuertes diferencias de resultados económicos y sociales entre los países de la Eurozona alimentan las dudas sobre su sostenibilidad y restan legitimidad social al proyecto europeo. Una cierta percepción de justicia de sus resultados es una condición necesaria de cualquier sistema económico y social.



b. EL PROBLEMA DEL DESEMPLEO EN EUROPA. UN APUNTE

i. Flexibilidad del mercado de trabajo y seguridad en el empleo: las mejores prácticas de flexi-seguridad en Europa

Como consecuencia de todo lo anterior, y de manera creciente y en concurrencia con las dificultades del proyecto de moneda única, en los últimos años se ha venido tomado conciencia de la importancia de reformar y mejorar el funcionamiento del mercado laboral en Europa, tanto el interno de los diferentes Estados Miembros como en cuanto a propiciar la creación y perfeccionamiento de un auténtico mercado laboral integrado, al menos en la Eurozona, aunque en sentido estricto la libre movilidad de la fuerza de trabajo es una de las cuatro libertades básicas de la Unión Europea.

Turrini et al. (2014) realizan un análisis sistemático y profundo de las distintas reformas laborales llevadas a cabo en la UE entre los años 2000 y 2011, con el objetivo de determinar sus características, determinantes y efectos. Para ello, utilizan una base de datos denominada LABREF que contiene información muy amplia de las medidas implementadas en los mercados de trabajo en cada uno de los países de la Unión Europea desde el año 2000. La crisis de 2008 ha provocado indiscutiblemente un mayor dinamismo político en la mayoría de países de la UE en lo referente a reformas liberalizadora del mercado laboral, protección del empleo, prestaciones por desempleo y sistemas de negociación colectiva y marcos institucionales de fijación de salarios. Concluyen inequívocamente que la mayor flexibilidad del mercado de trabajo ha terminado afectando positivamente a los niveles de empleo. Constatan además que las reformas tienden a ser más frecuentes en los países con resultados más claramente insatisfactorios de sus mercados de trabajo, resultados en términos de empleo y salarios, o con regulaciones laborales inicialmente más rígidas. Reformas con resultados claramente positivos en términos de incremento de la población activa y disminución de la tasa de paro.

La Comisión Europea, a través de los distintos mecanismos de coordinación y disciplina económica ya comentados, ha actuado en este capítulo como incentivo para la adopción de importantes reformas. Pero al carecer de competencias específicas en la materia se ha tenido que limitar a utilizar un procedimiento típico en una primera fase de los reguladores de los mercados de valores conocido como «*name and shame*» (que podemos traducir libremente como «identifica y avergüenza»). Las principales reformas para mejorar el funcionamiento del mercado laboral en la Unión Europea adoptadas en los últimos años pueden resumirse en los siguientes ocho apartados:

- I. Fiscalidad laboral. La mayor parte de las medidas adoptadas en este campo están enfocadas a la reducción de la carga impositiva sobre el trabajo y su desplazamiento hacia otras fuentes de ingresos. Ciertamente que en algunos casos, la necesidad de ajustes presupuestarios tras el estallido de la crisis ha conducido a incrementos no deseados, y no recomendados por autoridad internacional alguna, en el impuesto de la renta. Pero en general, se han utilizado (i) desde el lado de la demanda, recortes de las contribuciones a la seguridad social a los empleadores con el propósito de estimular la contratación y (ii) desde el lado de la oferta, medidas para hacer el trabajo más atractivo al segmento de la población

- de más bajos ingresos, tales como aumento del mínimo exento o reducción del tipo mínimo en el impuesto sobre la renta o la complementariedad creciente entre subsidios y rentas salariales, para hacer frente a los problemas derivados de los «nuevos pobres», aquellos trabajadores cuya baja productividad –por su escasa formación, por la naturaleza del puesto de trabajo que ocupan o por las condiciones de desempeño del mismo, i.e.: a tiempo parcial o de temporada– conduce a salarios de mercado considerados socialmente inaceptables.
- II. Prestaciones por desempleo. Las medidas adoptadas en este caso se relacionan con la reducción del nivel y sobre todo la duración de las prestaciones, con un mayor control de las mismas y un endurecimiento de las condiciones de elegibilidad de los subsidios. Medidas que se justifican socialmente por la necesidad de focalizar las ayudas hacia aquellos colectivos más necesitados en momentos de restricciones presupuestarias y económicamente por el deseo de evitar incentivos perversos a la inactividad o la economía irregular. Esa tendencia de exigencias crecientes no ha sido incompatible con una extensión temporal de las coberturas para situaciones de especial necesidad, como por ejemplo la extensión de ayudas sociales a parados con responsabilidades familiares más allá del límite temporal establecido en cada legislación original.
 - III. Políticas activas. Quizás el área en el que más han evolucionado las políticas de empleo con la crisis europea. La evidencia comentada anteriormente de la coexistencia de elevados niveles de desempleo con problemas bastante generalizados en la cobertura de vacantes ha cuestionado seriamente en toda Europa la eficacia de los sistemas públicos de gestión del desempleo y la conveniencia de su monopolio público. Así, se ha trabajado intensamente en toda Europa en el diseño de medidas destinadas a mejorar el proceso de conexión entre la demanda y oferta de trabajo. Medidas que incluyen la introducción de competencia privada y la racionalización de los servicios públicos de empleo, buscando acciones más individualizadas y mejor orientadas, mayor coordinación de los diferentes actores y la modernización de la oferta formativa.
 - IV. Empleo temporal y protección del empleo. En los últimos años se ha producido en muchos países de la UE un incremento de la duración máxima de los contratos temporales pero una reducción del número de renovaciones posibles en este tipo de contratos. Asimismo se ha producido una reducción tanto del coste como del tiempo de preaviso para el despido. Medidas todas estas que buscan reducir la dualidad observada, con muy desigual intensidad en los mercados de trabajo nacionales, y evitar repartos injustificados de los costes de la crisis entre los distintos segmentos de la población atendiendo a criterios primordialmente de edad o género. Por último, destacan las medidas orientadas a la simplificación de los procedimientos ante disputas empleado/empleador y a la dotación de mayor peso de las agencias de trabajo temporal.
 - V. Jubilaciones anticipadas. En general, las medidas implementadas van en la línea del endurecimiento de los requisitos para el disfrute de los regímenes de discapacidad y de la jubilación anticipada. Se trata no solo de aumentar la edad efectiva de jubilación para garantizar la sostenibilidad del sistema público de pen-

siones, sino también, algo menos conocido y que afecta también a las jubilaciones pactadas en el seno de empresas privadas y sin coste público aparente, a evitar que esas prácticas lesionen la competitividad de las mismas o se traspasen al consumidor en forma de mayores precios. Un importante efecto pedagógico de estas medidas es acabar con la falsa y persistente idea de que el stock de puestos de trabajo en una economía está dado y el desempleo solo puede reducirse estructuralmente mediante medidas de reparto del mismo. El reciente abandono del gobierno socialista francés de su tradicional política de 35 horas semanales es un ejemplo evidente del éxito de esta labor de creación de una cultura laboral y productiva europea.

- VI. Inmigración y movilidad. Sin duda el área de reforma con resultados más ambiguos y respuestas populares más decepcionantes. Y sin embargo un área absolutamente crucial para aumentar la coherencia interna de la Eurozona y su capacidad para resistir ciclos económicos heterogéneos, sobre todo en ausencia de un importante presupuesto federal de estabilización. Más aún en el contexto de renacionalización de los flujos financieros privados que ha supuesto esta crisis por las insuficiencias de la unión bancaria. Es cierto, por un lado, que se ha observado una mayor flexibilización tanto en el apartado migratorio como en el de movilidad intraeuropea. En el primero, facilitando la integración de los inmigrantes en el mercado laboral (i.e.: programas de formación para extranjeros, plataformas de anuncio de puestos de trabajo o ampliación de los reconocimientos de estudios extranjeros) y, en el segundo, fomentando la movilidad interna del factor trabajo dentro de la UE a través de distintas iniciativas. Pero el aumento de la población trabajadora proveniente de otros países europeos, que no pueden en ninguna circunstancia ser clasificados legalmente como emigrantes, un aumento nada desproporcionado para la dispersión de las tasas de paro nacionales, amenaza con hacer saltar uno de los pilares básicos de la propia Unión Europea, en países como el Reino Unido o la propia Alemania, y ha hecho imposible avanzar en resolver algunas barreras institucionales aún existentes para la realización plena de la libre movilidad de trabajadores, como la portabilidad de las pensiones de jubilación o de las prestaciones por desempleo.
- VII. Fijación de salarios como ejemplo de política de rentas. Son numerosos los países que han procedido en estos años a una congelación temporal, o incluso a recortes nominales, en los salarios del Sector Público. Una práctica que responde a objetivos más amplios que la mera contención del déficit público: la necesaria racionalización en el caso de sectores públicos hipertrofiados y anquilosados; la devolución de las «rentas de monopolio» extraídas del consumidor por los sindicatos del Sector Público en algunos países de rápido crecimiento; un reparto equitativo de los costes de la crisis dado que los funcionarios públicos están inmunes frente al desempleo y gozan por tanto de vidas laborales más largas e ininterrumpidas, de una mayor renta a lo largo del ciclo vital, etc. Pero una práctica que no debe convertirse en permanente y que debe huir de las reducciones lineales e indiscriminadas pues el abanico salarial ya está excesivamente comprimido en la mayor parte de los Sectores Públicos europeos.



VIII. Tiempo de trabajo. En la última década, incluso en los años de recesión, se ha producido una flexibilización del tiempo de trabajo para conciliar la vida laboral con la familiar (permisos de paternidad, reducciones voluntarias de jornada, etc.). La deslocalización de muchos puestos de trabajo con las nuevas tecnologías y las posibilidades abiertas de teletrabajo en muchas ocupaciones, han hecho posible prácticas laborales más flexibles sin merma alguna de la productividad. Sin embargo, conviene estar vigilante sobre los efectos redistributivos de estas prácticas y su efecto diferencial sobre determinados colectivos laborales y grupos sociales concretos. Por otro lado, la crisis ha visto la proliferación de medidas para fomentar la contratación a tiempo parcial ante la evidencia de que (i) un trabajo por precario que sea es siempre mejor que permanecer en el desempleo para evitar fenómenos de histéresis, y (ii) los países con tasas de desempleo más bajas, y distribuciones más igualitarias de los costes de la crisis, tiene elevadas proporciones de trabajadores a tiempo parcial, y (iii) se ha avanzado significativamente, como ya hemos comentado, en la complementariedad de rentas salariales y ayudas sociales.

ii. El debate sobre la posible y necesaria creación de un mecanismo europeo de seguro de desempleo

La tasa de paro en Europa ha alcanzado cotas socialmente insoportables y los mercados laborales nacionales están organizados de manera distinta (ver tabla 4), todo ello dificulta el ajuste de los desequilibrios y el funcionamiento eficiente de la unión monetaria.

Un ejemplo de la no sostenibilidad de los niveles de desempleo es España, cuya tasa de paro, duración máxima de la prestación por desempleo, tasa de reemplazo y tasa de cobertura supera notablemente a la media europea. Respectivamente, 24% frente a 10,3%; 24 meses versus 16,4; 70%/64,5% y 41%/35,1%. Es lógico pensar, por tanto, que el gasto público derivado del funcionamiento de los estabilizadores automáticos en España es mucho mayor que en la media europea, lo que dificulta la corrección de los desequilibrios tanto en el mercado de trabajo como en los presupuestos públicos. Asimismo, la literatura económica reciente señala que mayores niveles de protección del empleo explican tasas de paro de mayor duración (Blanchard et al., 2013).

En respuesta a este comportamiento extraordinariamente asimétrico del mercado de trabajo en Europa, se ha comenzado a discutir intensamente la necesidad de mejorar las herramientas de estabilización fiscal relacionadas con el mercado laboral europeo, mediante la creación de un seguro de desempleo europeo (EUI por sus siglas en inglés)²¹. La idea sería trasladar parte o la totalidad del seguro de desempleo nacional a nivel europeo, con el objetivo de crear un nuevo mecanismo capaz de estabilizar la eco-

²¹ El debate surgió obviamente en la propia Eurozona pero alcanzó probablemente su punto culminante en 2013 con la publicación por el FMI de su estudio, *Towards a Fiscal Union for the Euro Area*, IMF Staff Discussion Note, SDN 13/09, Céline Allard, Petya Koeva Brooks, John C. Bluedorn, Fabian Bornhorst, Katharine Christopherson, Franziska Ohnsorge, Tigran Poghosyan, and an IMF Staff Team.

nomía y reducir el desempleo en Europa. El seguro sería también un mecanismo para mejorar el funcionamiento de los mercados de trabajo europeos (Claeys, Darvas, y Wolff, 2014). Estos autores, como anteriormente Allard et al. (2013), evalúan los principales argumentos a favor y en contra del seguro de desempleo europeo. A su favor está su contribución a la estabilización macroeconómica y a la convergencia de las instituciones del mercado laboral. A los que cabría añadir la posible reducción de las transferencias fiscales directas entre los países de la Eurozona que serían al menos parte sustituidas por este seguro colectivo europeo. En contra, aparte de sus obvias dificultades políticas y las complejidades del reparto de los costes de la transición, citan el riesgo moral de un sistema de seguros común, la complejidad técnica y la eliminación de la heterogeneidad de los mercados de trabajo, que refleja las preferencias sociales de los distintos países.

**TABLA 4. HETEROGENEIDAD DEL MERCADO LABORAL EUROPEO:
TASA DE PARO Y SISTEMA DE PRESTACIONES POR DESEMPLEO
NACIONALES**

	Tasa de paro	Duración máxima (meses)	Tasa de reemplazo (%)	Tasa de cobertura (%)
Austria	5,1	12	55	49
Bélgica	8,5	48	65	58
Bulgaria	11,3	12	60	23
Croacia	16,1	15	70	23
Chipre	15,1	6	50	25
Rep. Checa	5,7	5	65	36
Dinamarca	6,6	48	60	49
Estonia	7,7	12	50	41
Finlandia	8,7	16	45	56
Francia	10,5	36	75	49
Alemania	5,0	24	60	82
Grecia	26,4	12	nd	29
Hungría	7,6	3	60	31
Irlanda	11,2	8	nd	nd
Italia	12,6	14	75	16
Letonia	10,8	9	65	29
Lituania	11,3	9	nd	29
Luxemburgo	6,1	12	80	36
Malta	5,8	6	nd	nd
Holanda	6,5	38	75	nd
Portugal	13,6	12	nd	17
Rumania	6,9	12	nd	18
Eslovaquia	13,0	6	50	19
Eslovenia	8,9	25	80	28
España	24,0	24	70	41
Suecia	7,7	14	80	25
Reino Unido	6,0	6	nd	33
PROMEDIO	10,3	16,4	64,5	35,1

Fuente: Elaboración propia a partir de Eurostat y Claeys, Darvas, y Wolff (2014).

Nota: Tasa de reemplazo: prestación por desempleo como porcentaje del salario anterior. Tasa de cobertura: número de desempleados de corta duración que reciben prestaciones con respecto al total de desempleados de corta duración. La cifra de paro se refiere a la de septiembre de 2014 (datos desestacionalizados).



El seguro de desempleo europeo reemplazaría o complementarí­a a los seguros nacionales y serí­a administrado centralmente o a nivel nacional. Si es administrado a nivel nacional, se podrí­an esperar flujos importantes desde los paí­ses con bajo desempleo hacia los de mayor paro; flujos que inmediatamente serí­an interpretados como un subsidio entre paí­ses, basta recordar los debates en torno a un mecanismo mucho más aséptico, neutral y consustancial a toda á­rea monetaria ú­nica como Target y la sesgada interpretaci3n que de él han hecho algunos economistas alemanes agrupados en torno al profesor Hans Werner Sinn y que comentamos en el Anuario 2013. Parece pues elemental que de ponerse en marcha su é­xito requerirá una administraci3n centralizada, lo que abre nuevos y apasionantes debates institucionales en la Eurozona. De hecho, en la mayorí­a de los estados federales existentes, el seguro de desempleo est­a altamente centralizado; incluso en EEUU donde los Estados financian parte de las prestaciones por desempleo. Pero es obvio que el papel del gobierno federal aumenta siempre ante el caso de shocks negativos graves (Allard et al., 2013). Por lo tanto, el seguro de desempleo europeo podrí­a considerarse tambi3n una herramienta federal para afrontar shocks especí­ficos de cada paí­is y aumentar el colch3n fiscal de aquellos paí­ses afectados por una crisis severa. Así­ se evitarí­a la aplicaci3n, contraproducente pero inevitable en el esquema europeo actual, de polí­ticas nacionales pro-cíclicas para controlar los d3ficit pú­blicos; polí­ticas que tienen un efecto negativo sobre la actividad econ3mica y el empleo de esos paí­ses y magnifican a corto plazo la severidad de la crisis.

El esquema propuesto por los economistas de Bruegel cubrirí­a durante los primeros 12 meses de desempleo, un porcentaje elevado de la renta de las personas que han perdido el empleo, reemplazando parcial o totalmente el sistema nacional. Los ingresos provendrí­an de las contribuciones de los trabajadores y de las empresas. Adicionalmente, los Estados Miembros, en la medida de sus posibilidades presupuestarias y sus preferencias sociales, podrí­an complementar el esquema europeo. Una caracterí­stica adicional interesante del EUI es que podrí­a financiarse en los mercados para hacer frente a una recesi3n sistémica en Europa. Este caracterí­stica permitirí­a tambi3n reducir la intensidad emocional de su puesta en funcionamiento pues no permitirí­a argumentar con seriedad que «el dinero de los trabajadores alemanes se destina a mantener parados griegos» aunque sí­ extenderí­a un seguro del contribuyente europeo a todos los parados de la zona. Es obvio que su aceptaci3n y popularidad se correlacionarí­a inicialmente, como todos los mecanismos federales europeos, recuérdese el debate en torno al cheque británico, con la distribuci3n geogr­afica de contribuyentes y receptores netos en los años de su introducci3n.

En definitiva, *«la introducci3n del EUI serí­a una oportunidad para reformar los mercados de trabajo europeos, potenciar la movilidad y crear un verdadero mercado ú­nico. La convergencia hacia un modelo de mejores pr­cticas aumentarí­a la eficiencia y facilitarí­a la implementaci3n de la polí­tica monetaria ú­nica»*. Al tiempo *«el EUI podrí­a ser visto como una forma de crear un vı­nculo de solidaridad directa entre los ciudadanos europeos»*. Toda una declaraci3n de intenciones europeí­sta que choca aun frontalmente con la realidad de la renacionalizaci3n de las polí­ticas econ3micas observada en 2014, coincidiendo con la puesta en marcha de la unı­on bancaria o quiz­as precisamente por la puesta en marcha de la unı­on bancaria. Al seguro de desempleo europeo le queda todaví­a un largo perı­odo de madurez, pero lo mismo pensá­bamos en 2012 de la unı­on bancaria. La persisten-



cia de elevadas tasas de paro estructurales en la Eurozona y su dificultad para que disminuyan significativamente, a pesar del giro expansivo de las políticas monetarias y fiscales, obligará en algún momento a las autoridades europeas a plantearse la insuficiencia de los mecanismos federales de estabilización. En ese momento, la introducción de un seguro europeo de desempleo será una de las alternativas menos complejas y más directas.

c. LA REFORMA DEL PRESUPUESTO EUROPEO PARA CONVERTIRLO EN UN INSTRUMENTO DE CRECIMIENTO Y CREACIÓN DE EMPLEO

i. Su financiación: ¿puede seguir basado en contribuciones nacionales?

Los ingresos de la Unión Europea provienen de tres fuentes diferentes: los recursos aduaneros producto de la Tarifa Exterior Común, los recursos derivados de la cesión de un porcentaje de la recaudación nacional del IVA y las transferencias compensatorias basadas en la renta nacional. Los primeros consisten básicamente en los derechos aduaneros de las importaciones procedentes de fuera de la Unión Europea (menos el 20% de esa cantidad que se quedan en manos de los Estados Miembros) y en los recursos de origen agrícola. Los segundos se refieren a la tasa del 0,3% que se aplica a la base armonizada del IVA de cada Estado Miembro. El tercero se genera a partir de las transferencias de cada Estado Miembro a la UE (se transfiere un porcentaje de su PIB). Aunque esta última fuente se diseñó originariamente como un mecanismo transitorio para cubrir el saldo entre los gastos totales en el presupuesto aprobado en la UE y los ingresos provenientes de las fuentes previstas (las dos citadas), lo cierto es que las transferencias de los Estados se han convertido en la mayor partida de ingresos del presupuesto europeo (en 2012 supuso más del 70% del presupuesto de gasto).

Al tratarse de un sistema transitorio de cubrir los déficits resultantes, la unión lleva años intentando definir y aprobar un mecanismo permanente de financiación de su presupuesto. Así, en febrero de 2014 se creó un grupo de expertos con el objetivo de explorar otras formas de hacer el sistema más simple, más justo, más transparente y más responsable. Se trataría en principio de sustituir las aportaciones basadas en la renta nacional de los países miembros por nuevos ingresos provenientes de un futuro impuesto sobre las transacciones financieras²² y de la modernización del IVA²³. Estas modificaciones pretenden corregir las consideradas excesivas contribuciones de algunos países, en particular, de Alemania, Holanda, Suecia y Austria.

Se trata de ideas atractivas, populares y aparentemente sencillas. Pero las cosas se están demostrando un poco más complicadas, porque pueden producir efectos no dese-

²² Recurrir a este impuesto no parece ser una idea técnicamente brillante –hay mejores maneras de gravar al sistema bancario, si la idea es que este sector está fiscalmente privilegiado– y suscita dudas sobre la racionalidad de hacerlo en medio de una crisis de deuda e insuficiencia de ahorro.

²³ Hace años que la Comisión intenta resolver la paradoja de que tratándose de un impuesto sobre el consumo que se cobra al consumidor final, las transacciones intracomunitarias se gravan en origen y no en destino.



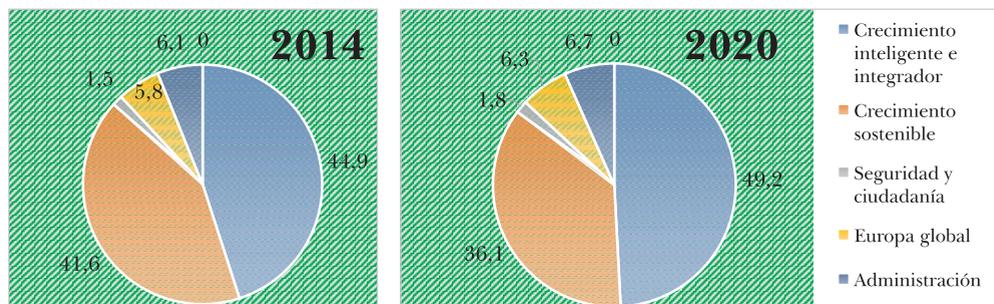
ados. La introducción de un nuevo impuesto europeo aumentará la ya de por sí elevada presión fiscal europea; los países europeos están todos en la banda alta de la OCDE que a su vez está en la banda alta de cualquier comparación internacional de presión fiscal. La introducción de cualquier impuesto provoca desincentivos y la implantación de una versión europea de la tasa Tobin no sería menos. Además de entorpecer la relación ahorro-inversión en la Unión Europea, podría provocar que las transacciones financieras internacionales «sobrevolaran» Europa. La recaudación final podría ser sensiblemente inferior a la esperada y afectar negativamente al crecimiento potencial de Europa. Pero a nuestros efectos, la consolidación de la Eurozona, y al margen de la discusión concreta de los impuestos europeos concretos que finalmente se propongan, lo importante es que se aproveche la definición del presupuesto europeo para maximizar el potencial de crecimiento y aumentar los instrumentos de estabilización automática de la Eurozona en su conjunto.

La eficiencia del gasto en la UE: revisando el *Multiannual Financing Framework* (MFF)

El *Multiannual Financing Framework* establece la cantidad máxima anual que la UE puede gastar en las diferentes áreas de política durante un periodo de al menos cinco años. El último MFF cubre siete años (2014-2020). El MFF no es exactamente el presupuesto de la UE durante siete años, sino que se limita a proporcionar un marco para la programación financiera y la disciplina presupuestaria, garantizando que el gasto de la UE sea previsible y se mantenga dentro de los límites acordados. Esta visión a largo plazo es importante para los potenciales receptores de fondos de la UE, las autoridades de cofinanciación así como los tesoros nacionales. Al definir en qué áreas debe invertir la UE en los próximos siete años, el MFF se convierte en una expresión de las prioridades políticas. El MFF 2014-2020 orienta sus esfuerzos hacia el estímulo de la investigación y el desarrollo (Horizonte 2020), las infraestructuras de transporte, energía y telecomunicaciones (*Connecting Europe*), la educación (Erasmus+), las oportunidades laborales para los jóvenes (iniciativa de empleo juvenil) y la competitividad de las empresas europeas (COSME).

Por su parte, el presupuesto de 2014 es alrededor de un 3% inferior al de 2013 e incluye recortes en la partida administrativa, a pesar de que se han aumentado las competencias de la UE. Sin embargo, todas las partidas presupuestarias crecen entre 2014 y 2020 salvo en el caso del crecimiento sostenible, que desciende del 41,6% al 36,1% (gráfico 7.4), donde se incluyen la política agrícola y pesquera común, el desarrollo rural y las medidas ambientales. En el gráfico 4, puede también observarse que la partida de crecimiento inteligente e integrador, constituido por la competitividad para el crecimiento, el empleo y la cohesión económica, social y territorial, es el apartado donde más recursos se destinan. El 44,9% en 2014 y el 49,2% en 2020, del total de fondos. Aunque el concepto de cohesión supone el 75% y el de competitividad el 25% de la partida crecimiento inteligente e integrador en 2014, en 2020 el reparto es del 70/30 aproximadamente. Esto es, la Unión Europea busca estimular el crecimiento vía mejoras de la competitividad.

GRÁFICO 4. MULTIANNUAL FINANCING FRAMEWORK (2014-2020)
(Datos en porcentaje del total de gastos)



Fuente: Comisión Europea.

Nota: datos a precios constantes de 2011.

Pero más allá de la distribución de gastos y de la clara apuesta de la Unión Europea por estimular la competitividad y el crecimiento, es importante valorar la eficiencia del gasto. Como no podía ser de otra manera, la Comisión apunta en el *Multiannual Financing Framework* (2014-2020: 5) que «en el próximo período financiero se verá a Europa hacer más con menos». Sin embargo, descontado el efecto persuasivo de la retórica europea, no está claro que la UE vaya a incrementar la eficiencia del gasto. Aunque sí se han incorporado algunas novedades en el MFF para hacer más flexible y adaptable el proceso:

- Flexibilidad de pagos: en determinadas condiciones y dentro de los límites globales establecidos en el marco financiero plurianual, los créditos de pago no utilizados y los márgenes pueden trasladarse de un ejercicio a otro.
- Flexibilidad de los fondos de crecimiento y empleo: los fondos que no se utilicen en el periodo 2014-17 formarán una reserva para gastos adicionales en 2016-20 en particular para el empleo juvenil.
- Flexibilidad especial para el empleo de los jóvenes y la investigación: con el ánimo de concentrar los máximos fondos posibles donde son más necesarios, pueden adelantarse a 2014-15 hasta 2,1 mil millones de euros para la iniciativa de empleo juvenil y hasta 400 millones de euros para la investigación, Erasmus y las pyme.
- Flexibilidad para la ayuda a los más necesitados: de forma voluntaria, los Estados Miembros pueden incrementar su asignación para la ayuda a los más desfavorecidos en mil millones de euros.
- Fondo de contingencia: este es el recurso de última instancia existente para reaccionar ante circunstancias imprevistas. Supone el 0,03% de la renta nacional de la UE.

ii. La condicionalidad de los fondos estructurales: la utilización del presupuesto comunitario para incentivar mejoras de eficiencia en los distintos países

Pero quizás la gran novedad de este presupuesto y del MFF es el incremento de la condicionalidad de los fondos estructurales que tiene como objetivo garantizar que la



financiación de la UE consiga los resultados previstos en los objetivos de Europa 2020. La revisión del presupuesto 2010 hizo hincapié en la necesidad de mejorar la calidad del gasto público en tiempos de restricciones presupuestarias. En respuesta, el quinto informe sobre cohesión (European Commission, 2014c) sugirió que las disposiciones de condicionalidad deberían introducirse en la política de cohesión 2014-2020.

Se distinguen tres tipos de condicionalidades (Comisión Europea, 2011):

1. Condicionalidades ex-ante: la justificación del fortalecimiento de la condicionalidad ex-ante para los fondos es asegurar que se dan las condiciones necesarias para su apoyo efectivo. Experiencias anteriores sugieren que la efectividad de las inversiones financiadas por los fondos se ha visto afectada en algunos casos por errores en la política nacional y en los marcos institucionales y reguladores. Por lo tanto, la Comisión propone varias condicionalidades ex-ante que se establecen en el Reglamento general junto con los criterios para su cumplimiento. Algunas de estas condiciones están relacionadas directamente con los objetivos temáticos de la política (por ejemplo, estrategias de especialización inteligente o un marco regulatorio adecuado para el apoyo comercial), mientras que otras se aplican de forma horizontal (por ejemplo, la contratación pública) (European Commission, 2011 y 2014c).
2. Condicionalidades ex-post: las condicionalidades ex-post fortalecen el enfoque sobre el rendimiento y la consecución de los objetivos de Europa 2020. Se basan en el logro de hitos relacionados con metas vinculadas a Europa 2020, establecidos para programas que han sido incluidos en el contrato de colaboración. Un total del 5% de la dotación nacional de cada fondo se reservará y se asignará a los Estados Miembros para los programas que hayan cumplido completamente sus objetivos. Además de la reserva de eficacia, la incapacidad para alcanzar hitos puede llevar a la suspensión de los fondos y el fracaso a la hora de cumplir las metas de un programa puede llevar igualmente a la cancelación de dichos fondos.
3. Condicionalidades macroeconómicas: el establecimiento de un vínculo más estrecho entre la política de cohesión y la gobernanza económica de la Unión asegurará que la efectividad de los Fondos del Marco Estratégico Común (MEC) se manifieste en políticas económicas sólidas. En caso necesario, los fondos del MEC pueden redirigirse a paliar los problemas económicos de un país. Este proceso tiene que ser gradual, comenzando con enmiendas en el contrato de colaboración y los programas en apoyo de las recomendaciones del Consejo con el fin de solucionar desequilibrios macroeconómicos, así como problemas económicos y sociales. Cuando, a pesar del uso mejorado de los fondos MEC, un Estado Miembro no consiga llevar a cabo acciones efectivas en el contexto del proceso de gobernanza económica, la Comisión tendrá el derecho de suspender todos o parte de los pagos y compromisos.
4. Al mismo tiempo, se puede aplicar un aumento de la ayuda (en 10 puntos porcentuales) cuando un Estado Miembro reciba asistencia financiera a través del Mecanismo Europeo de Estabilidad, lo que reduce así la presión sobre los presupuestos nacionales en épocas económicas difíciles, al tiempo que mantiene el mismo nivel total de financiación europea.



Estas condicionalidades buscan una mayor eficiencia del gasto en aquellos Estados Miembros que utilizan los fondos europeos para el desarrollo de sus economías. La mejora de los protocolos y del control presupuestario tendrá, sin duda, unos efectos positivos en el crecimiento y empleo de la UE.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Allard, C.; Brooks, P.K. and Bluedorn, J.C. (2013): «Toward a Fiscal Union for the Euro Area». IMF Staff Discussion Note SDN 13/09; September 25, 2013.
- Andrés, J. y R. Doménech (2014a): «Los Retos de la Economía Española», en T. Stehling y E. Olier (eds.), *El Modelo de Economía Social de Mercado como Propulsor de la Salida de España de la Crisis Económica*. Geoeconomía, 10. Instituto Choiseul. Disponible en: <http://goo.gl/BN6uM2>.
- Blanchard, O.; Jaumotte, F. and Loungani, P. (2013): «Labor Market Policies and IMF Advice in Advanced Economies during the Great Recession». IMF Discussion Note SDN/13/02; March 29, 2013.
- Claeys, G.; Darvas, Z. and Wolff G.B. (2014): «Benefits and Drawbacks of European Unemployment Insurance». Issue 2014/06. September 2014. Bruegel Policy Brief. Bruegel.
- Comisión Europea (2011): «Política de Cohesión 2014-2020. Inversión en el crecimiento y en el empleo». Dirección General de Política Regional.
- Darvas, Z. and Hütil, P. (2014): «The Long Haul: Debt Sustainability Analysis». Bruegel Working Paper 2014/06.
- Darvas, Z. and Wolff, G. (2014): «Europe's Social Problem and its Implications for Economic Growth». Bruegel Policy Brief, 2014/03.
- European Commission (2013a): «Fiscal Frameworks in the European Union». Commission services country factsheet for the autumn 2013 Peer Review, European Economy, Occasional Papers 168, December 2013.
- European Commission (2013b): «Quarterly Report on the Euro Area». Vol. 12 N° 4 (2013).
- European Commission (2014a): «Quarterly Report on the Euro Area». Vol. 13 N° 3 (2014).
- European Commission (2014b): LABREF. Economic and Financial Affairs. Disponible en: http://ec.europa.eu/economy_finance/db_indicators/labref/index_en.htm
- European Commission (2014c): «Guidance on Ex Ante Conditionalities for the European Structural and Investment Funds». Part I. Directorate-General. Regional and Urban Policy.
- European Commission (2014d): «Alert Mechanism Report 2015». November 2014.
- European Commission (2014e): «European Commission Forecast». Autumn 2014, European Economy, 7/2014.



- IMF (2013): «Sovereign Debt Restructuring—Recent Developments and Implications for The Fund’s Legal and Policy Framework». IMF Policy Paper.
- IMF (2014a): «Budget Institutions in G-20 countries: an update». IMF Policy Paper, April 2014.
- IMF (2014b): «Fiscal Monitor April 2014, Public Expenditure Reform». Chapter 2, Making Difficult Choices, pp. 22-37, Options for spending reforms.
- Kollmann, R.; Ratto, M.; Roeger, W.; Veld, J. and Vogel, L. (2014): «What drives the German current account? And, how does it affect other EU Member States? European Economy, Economic Papers 516, April 2014.
- Mourshed, M.; Patel, J. and Suder, K. (2014): «Education to Employment: Getting Europe’s Youth into work». McKinsey&Company, Jan 2014.
- Ostry, J.D.; Andrew, B. and Charalambos G.T. (2014): «Redistribution, inequality, and growth», Staff Discussion Note SDN/14/02, International Monetary Fund.
- Pâris, P. and Wyplosz, C. (2014): PADRE Politically Acceptable Debt Restructuring in the Eurozone. Geneva Reports on the World Economy Special Report 3, ICMB and CEPR.
- Tran, H.Q. (2013): «The Role of Markets in Sovereign Debt Crisis Detection, Prevention and Resolution». Speech delivered at a BIS seminar on 2013 representing the views of the IIF.
- Turrini, A.; Koltay, G.; Pierini, F.; Goffard, G. and Kiss, A. (2014): A decade of Labor Market Reforms in the EU: Insights from LABREF database. European Economy, Economic Papers 522, June 2014.
- Vandierenndonck, C. (2014): «Public Spending Reviews: design, conduct and implementation». European Economy, Economic Papers 525, July 2014.



8. AN ASSESSMENT OF THE FINANCIAL ASSISTANCE PROGRAMMES

GUNTRAM B. WOLFF¹

ABSTRACT

This chapter aims at assessing the assistance programmes implemented by the Troika in four countries (Greece, Ireland, Portugal and Cyprus) along the lines of two main criteria: (i) whether it succeeded in allowing the country to regain market access; (ii) whether expectations and outcomes, or the underlying assumptions of the programme proved reasonable. Ireland and Portugal exited the programmes recently and can therefore be seen as the most successful with regards to the first criterion. The Greek programme cannot be judged as successful at this stage, while it is too early to judge if and how Cyprus will be able to regain market access at the end of the programme, in May 2016. Regarding criterion two, the fall in domestic demand and the resulting unemployment was much worse than expected in Greece, Portugal and Ireland. This can be seen as a mistake in the design of the programmes but is also partly due to unexpected external factors. The trade balance and the current account improved more quickly than expected. Finally, all four countries have by-and-large adopted the fiscal consolidation measures prescribed by the Troika. As the funding was limited by the size of the already large programmes, the consolidation had to happen as demanded by the Troika.

The Spanish programme has to be considered separately, since it essentially focused on the financial sector and the IMF was not involved as a Troika member. The programme was designed in a way to cover significant eventualities in terms of needed government funding. Less funding was eventually needed after a stress test exercise was undertaken and the banking reforms were undertaken. In the course of the programme, significant improvements in equity over asset ratios can be noted, however, non-performing loans remain an issue even though less than in many other big euro area countries.

High unemployment rates, high (private and public) debt levels, a fragile global economy, disinflationary tendencies in the EU and the remaining banking problems, suggest that caution should be exercised when considering future exits.

¹ This chapter summarizes work of Jean Pisani-Ferry, André Sapir and myself. It updates this work and adds a short assessment of the Spanish financial assistance programme. Carlos de Sousa also provided significant input into the work on Cyprus. Excellent research assistance by Pia Hüttl is gratefully acknowledged.



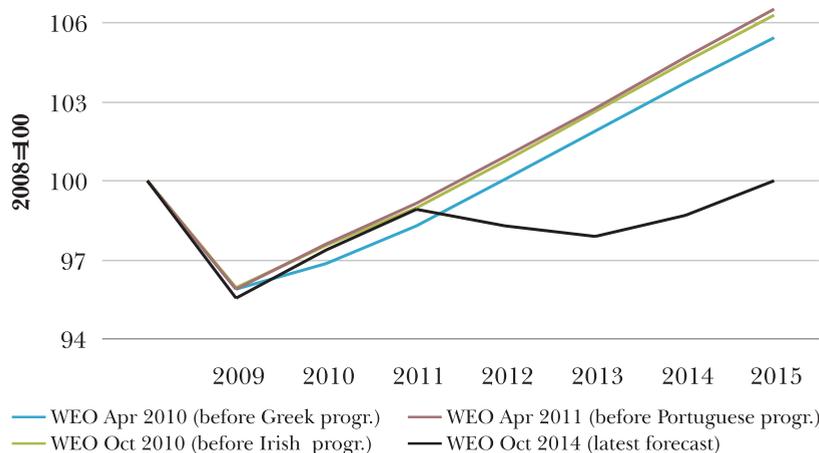
8.1. INTRODUCTION

Four years ago, in May 2010, Greece became the first euro-area country to receive financial assistance from the European Union and the International Monetary Fund. The financial assistance was combined with a commitment to implement an economic adjustment programme. The programme was designed in discussions between the national authorities and the so-called Troika, consisting of the European Commission, the European Central Bank and the International Monetary Fund. On 21 November 2010, Ireland became the second euro-area country to request financial assistance, followed by Portugal in April 2011. Spain followed in June 2012 under a different arrangement aimed at the restructuring and recapitalisation of financial institutions. Roughly two years later, in March 2013, Cyprus applied for financial assistance under a regular programme.

This report updates the previous assessment undertaken in Pisani-Ferry, Sapir and Wolff (2013) and includes three new major developments: First, the exit of Ireland from financial assistance programme in December 2013 and its risk outlook is discussed. Second, the chapter examines the unique and controversial programme of Cyprus in May 2013. Specifically the initial decision to impose losses on insured bank depositors in Cyprus, and the later decision to introduce capital controls are scrutinized. Third, the chapter reviews the Spanish programme. The report also discusses the risks involved in Portugal's clean exit from the programme.

An analysis of the programmes faces numerous methodological challenges, as articulated in detail by Pisani-Ferry, Sapir and Wolff (2013). The most significant is the absence of a clear counterfactual. Financial assistance in the euro area is unprecedented; the programmes are the first to occur within a monetary union. The Economic and Monetary Union (EMU) determined not only the conditions at the start of the programme, as the severe imbalances were largely endogenous to the way the common currency was constructed, but also the performance of the programmes in the course of the last four years. In order to evaluate the success of the programmes, factors external to the programmes must also be taken into consideration, such as forecast errors, changing programme assumptions, policy decisions taken in the programme countries without intervention of the Troika, different degrees of programme implementation and the external growth environment. shows how the IMF growth forecast for the euro area changed between 2010 and 2014. To the extent that financial assistance programmes were counting on the recovery in the euro area to support growth in the programme countries, those bets were disappointed.

FIGURE 1. CHANGES OF THE IMF FORECAST FOR EURO AREA REAL GDP BETWEEN 2010 AND 2014



Note: For each line, numbers for years after the release date correspond to GDP forecast Source: IMF, World Economic Outlook Database.

The assistance programmes undertaken in Greece, Ireland, Portugal and Cyprus within the context of a currency union had a number of important implications. First, solutions used to «jump start» economies, such as competitive devaluation, were not possible within the EMU (see Pisani-Ferry, Sapir, Wolff (2013), p.37). Second, the union had led to a large increase in cross-border financial integration and capital flows. The resulting financial contagion made debt restructuring more difficult. Third, the ECB provided large amounts of financing to the banking system and thereby prevented that the balance of payment crisis turned into a full-blown funding crisis and a meltdown of the financial system.

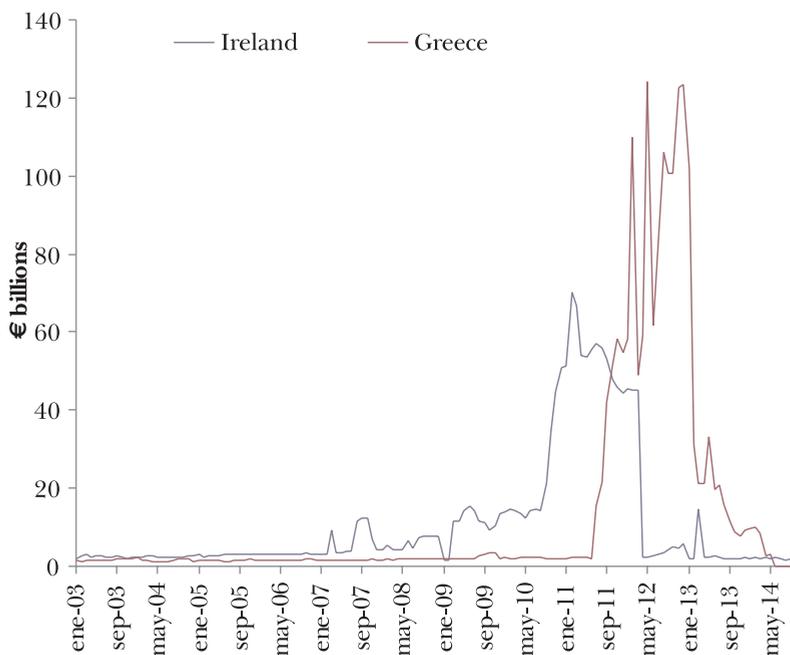
Because of these challenges, the ECB implemented policy measures to enhance banks access to liquidity². Decreased capital inflows were replaced by ECB liquidity and official financial assistance. This liquidity has been essential in preventing a collapse of the euro area financial system, at a time when the interbank market had frozen. Furthermore, the Eurosystem's national central banks provided substantial emergency liquidity assistance (ELA) to banks (see)³. On the other hand, official financial assistance was focused on the financing of governments, including bank recapitalisations. Specifically, the different countries received different amounts of funding from different sources. The Greek programme received the most money in both absolute terms, and as

² Merler (2013).

³ According to the ECB, ELA consists in the provision by a Eurosystem national central bank of central bank money and/or any other assistance that may lead to an increase in central bank money to a solvent financial institution, or group of solvent financial institutions, that is facing temporary liquidity problems, without such operation being part of the single monetary policy.

a percentage of GDP. In the first three programme countries, roughly a third of the funding came from the IMF while 2/3 were provided by European partners. In the case of Cyprus, these percentages changed and only 10% of the funding came from the IMF, while in the case of Spain financing was fully provided by European partners.

FIGURE 2. EMERGENCY LIQUIDITY ASSISTANCE- CENTRAL BANKS OF IRELAND AND GREECE



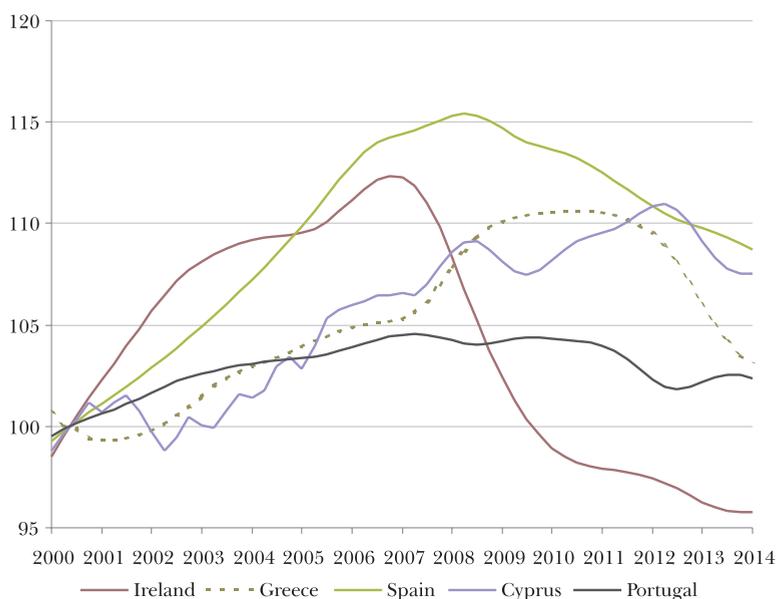
Fatational Central Bank's balance sheets.

Programme success can be assessed along the lines of three different criteria: (i) whether it succeeded in creating the conditions for the country to regain market access; (ii) whether expectations and outcomes, or the underlying assumptions of the programme proved solid; (iii) whether loan conditionality was optimally timed or framed in a way that allowed and promoted compliance and contributed to adjustment and growth. Broader considerations of success such as unemployment or inequality are not considered here.

Under criterion one, Ireland and Portugal were the most successful. Both countries successfully exited their programmes in a clean manner (i.e. without a precautionary programme in place). Greece does not seem to be near to success, and it is too early to analyse the prospect of exit in the case of Cyprus. Also Spain exited successfully its programme in January 2014, following an extensive clean-up of bank's balance sheets and other major financial sector reforms in the context of its financial sector programme.

These findings are reflected in export and price competitiveness indicators. In particular Ireland (and also Spain), and to some extent also Portugal, managed to substantially boost exports, thereby partially compensating for the collapse in domestic demand. In contrast, Greek exports did not pick up and actually performed also much worse than initially hoped. As a result, the correction in the Greek current account can almost exclusively be attributed to the drop in imports.⁴ In terms of regaining price competitiveness, shows that relative price adjustment is well underway in all countries. It started in Ireland and was followed by Spain a year after, in mid-2008. The adjustment in Portugal and Greece started relatively late: only markedly in 2012.

FIGURE 3. QUARTERLY REAL EFFECTIVE EXCHANGE RATE VERSUS EURO AREA 18 (GDP DEFLATOR, 2000 = 100)



Fuente: European Commission.

Under criterion two, programme assumptions are found to be way off in Greece, but far less so in Portugal and in Ireland, as detailed in below. A striking element of all the programmes is that the increase in unemployment was systematically underestimated. Even in Cyprus unemployment is already 1.2 percentage points higher than projected only one year ago. In Greece, unemployment was projected to increase to approximately 15%, but rose to over 27%.

⁴ Schöll, 2013.

TABLE 1. ECONOMIC INDICATORS FOR 2013: PROJECTIONS VS OUTCOMES

Source	Greece		Ireland		Portugal		Cyprus	
	Programme May-10	AMECO ene-14	Programme Feb-11	AMECO ene-14	Programme Jun-11	AMECO ene-14	Programme may-13	AMECO ene-14
<i>Projection</i>	<i>2009-2013 cumulated</i>		<i>2010-2013 cumulated</i>		<i>2010-2013 cumulated</i>		<i>2010-2013 cumulated</i>	
Real GDP (% change)	-3,5	-20,6	5,4	1,5	-2,8	-6,1	-8,7	-8,8
Domestic demand (% change in volume)	-11,8	-27,8	-3,4	-7,7	-10,5	-13,1	-13,9	-13,7
HICP (% change)	3,4	8,3	2,6	2,3	6,9	7,1	1,0	1,0
<i>Projection</i>	<i>2013</i>		<i>2013</i>		<i>2013</i>		<i>2013</i>	
General government deficit (% of GDP)	-4,9	-13,6	-7,5	-7,2	-3,0	-5,9	-5,9	-8,3
Current external balance (% of GDP)	-5,6	-2,3	2,6	4,1	-3,9	0,9	-2,0	-2,0
Unemployment (%)	14,8	27,0	11,6	13,3	12,4	17,4	15,5	16,7
General government debt	149,7	176,2	120,5	124,4	108,6	127,8	109,1	116,0

Note: The headline general government deficit figure for Greece includes the bank recapitalisation cost of 10,6% of GDP and other factors. In terms of progress with fiscal consolidation, one-off costs should be excluded and the deficit, according to the EC Autumn 2013 forecast is expected to be around 4 % of GDP; *the reference period is determined by the year before the programme started. Source: European Commission programme documents, AMECO.



Government debt overshoot in all countries, except Ireland, and, as it will be shown later on, and the larger than expected drop in GDP is an important factor explaining the unfavourable debt dynamics. Particularly in Greece, the much larger-than-expected decline in domestic demand has been driving the decline in GDP.

Regarding criterion three, we will assess whether loan conditionality was optimally timed, or framed in a way that allowed and promoted compliance in the country-specific analysis of the programmes. However, some general characteristics and trends in conditionality in the euro area programmes can be gauged.

The changing focus of surveillance of financial assistance conditionality

We compared and measured the relative frequency of keywords over time to analyse what aspects of conditionality were emphasized in the countries, as well as how the emphasis changed over time⁵. The results of our empirical exercise should be interpreted cautiously, since a simple term frequency analysis does not weight terms according to their position in the paper. The word «poverty» in the executive summary could signal greater attention to the theme than a note in the annex. In addition, several different expressions can also be used interchangeably, which may underplay the relevance of certain terms. Furthermore, this method does not distinguish whether the programme is commenting on developments that took place successfully, or if it is demanding that further actions be needed to be taken under a certain heading. We also did not carry out a statistical significance test on the terms relative to a random use of key words. Keeping these caveats in mind, one may draw a number of preliminary conclusions on the conditionality of EU-IMF assistance.

The term «fiscal» is the most frequently used for all selected countries. This is not surprising, the programmes' resources are primarily used to fund the government and fiscal issues are therefore discussed extensively in the programme documents. The Greek documents have the most mentions of «reforms» and «business.» The documents for Portugal and Ireland gave «(Un)employment» more attention than other countries. «Poverty» is barely discussed in any of the EC programme documents, with the exception of the most recent Greek documents, where the issue had become so acute that it could not be avoided. Finally, «privatisation» was important in Greece, Portugal and Cyprus, but did not receive much attention in Ireland.

In an effort to detect major themes and track them through time, we have clustered several terms together around grand topics: fiscal, growth, employment, and poverty and inequality (P&I). We have then grouped reviews by year to read through individual quarterly volatility. These comparisons led to several conclusions.

⁵ A similar approach has been used extensively in political science to quantitatively locate political parties on an ideological spectrum (see, for example, Laver, Benoit and Garry, 2003). For details, also see Terzi and Wolff (2014).



First, fiscal issues became less important for all countries over time, except for Portugal, where there was a slight increase in the second year. Second, «employment» tended to gain importance as did «growth», with some exceptions. Third, «poverty» became more relevant over time, especially in the third year of the programme. Fourth, banking issues were clearly very prominent in Ireland and continue to receive significant attention over time in all countries.

Individual countries also experienced more specific changes. In the Greek documents «fiscal consolidation» declined over time, while mentions of «privatization» increased. By contrast, the Portuguese documents saw an increase in «fiscal adjustment» and a decrease in mentions «structural reforms.»

8.2. COUNTRY EVIDENCE

8.2.1. GREECE

Greece faced significant problems as it entered the financial crisis in 2008, including large macroeconomic imbalances, especially in publicly held debt. In addition, sizeable corrections in the reports of their debt and deficit numbers, dealt a blow to the credibility of Greece and public trust in the country's ability to follow international agreements. As market sentiment turned, it became clear that Greece had to apply for financial assistance, an option opposed by many⁶. In May 2010, Greece entered a stand-by agreement and became the first country to fall under a «Troika» financial assistance programme. The performance of the programme disappointed in many respects and it can be rightly considered as the least successful of the four.

Empirical findings

The assumptions underlying the initial programme for Greece proved to be largely incorrect. When financial assistance was granted in 2010, it was expected that growth would resume in 2012, unemployment would peak at 14.8% in 2012, no debt restructuring would be needed, the debt ratio would peak in 2013 at 149 percent of GDP, and that the government would recover market access in 2013. None of these assumptions proved nearly close to correct. Real domestic demand collapsed by around 30%, the unemployment rate rose to over 27%, while real GDP fell by more than 20%.

The baseline assumption of the Greek programme was that prices would increase more slowly than the in euro area average by 2011, leading to relative price adjustment.

⁶ During the run-up to the Greek financial assistance programme, the FT quoted several officials denying the possibility of an EU-IMF bailout: On December 2, 2009 Giorgos Papakonstantinou, then Greece Minister of Finance, was quoted saying that it is «out of the question» that Athens would turn to the IMF. «The new government is determined to put the economy back on a path of fiscal sustainability in the context of the EU rules». On December 9, 2009, Axel Weber, then Germany's Bundesbank president, was quoted stating: «Within the stability and growth pact there is no role for the IMF – rightly».



However, price rigidities in the Greek economy were severe and relative price levels did not start to correct to levels suggested by the European Commission until 2013. The revenues dropped much more than was expected and had to be compensated by deeper cuts in public spending.

Despite the Greek government's rapid consolidation, debt-to-GDP expanded much more significantly than was forecasted. Lower than anticipated GDP levels, as well as a mis-estimation of the initial debt level (which was in fact corrected after the start of the programme by more than 14% of GDP), were the primary driver of the worse debt dynamics.

Only in one area did the Greek programme proceed better than expected: the current account. Greece is expected to reach a small current account surplus this year. However, this improvement was driven primarily by a drop in domestic imports. Greece has not seen the pickup in exports observed in other programme countries.

Reasons underlying the bad performance

So which reasons can be identified for the modest performance of the Greek programme? Greece started from a very high deficit of above 15% of GDP and an underestimated true debt level when financial assistance was first requested. The programme kicked off to a good start, however, the situation devolved in 2011 against the background of heightened market concern. Domestic demand and GDP growth plummeted, investments collapsed, and exports stagnated. A number of important factors contributed to the macroeconomic setback of the Greek programme. An exact identification of the contribution of each factor is not feasible.

- The external macroeconomic environment turned out to be more adverse than initially expected. However, during 2010 and early-2011 the environment was in line with expectations. Therefore, this factor cannot explain why the Greek government and economy underperformed expectations in its early stages of the programme.
- Increasing external political calls for a termination of the programme or even an exit of Greece from the euro undermined confidence and weighed on growth.
- The unclear European stance on debt restructuring left investors in a high state of uncertainty, which undermined their confidence, and aggravated growth.
- The programme faced inadequate and insufficient implementation. The Troika overestimated the capacity of the Greek government to follow through on recommendations. As a result, the Troika became more parsimonious to Greece over time.
- The debt restructuring came too late, and was too limited to solve the debt sustainability problem in Greece.
- Many evoke excessive austerity as a principal factor for the worse-than-expected GDP performance in Greece.⁷ Clearly, the budget consolidation had a negative

⁷ For example, Krugman (2013).



impact on GDP, and there is no doubt that the fiscal adjustment in Greece has been very marked. However, as the extensive debate between the Commission and the IMF showed, it is difficult to assess the precise level of the fiscal multiplier at a time of effective structural break in the economy and erratic market sentiment. More importantly, one should keep in mind that a slower fiscal consolidation would have meant a larger financial assistance programme, which already was very large.

- A fundamental flaw in the programme was the inconsistency between attempting to regain price competitiveness while, at the same time, trying to reduce the debt-to-nominal GDP ratios. A downward adjustment in prices mechanically implies a worsening of the debt sustainability conditions, especially when external demand does not pick up.⁸ However, an absence of the price adjustment would also have meant a prolonged recession due to the inability to compete.

Recent Developments

Despite some recent signs of growth in Greece, many economic indicators, including the Commissions in-house Economic Sentiment Indicator (ESI), remain worrying. While Greece may be able to exit the programme and has already been able to tap the markets, the underlying debt dynamics remain fragile and market access could get impaired again once debt repayment and interest payments start.

Overall assessment

Correcting the major disequilibria in the Greek economy was bound to be a titanic challenge. The combination of excessively large public and private debt, an overvalued real exchange rate, a fragile government apparatus, languishing political ownership, and a weak and closed business sector meant that adjustment was going to prove challenging. The policy conundrum was further aggravated by the initial European indecision as to how to deal with a debt crisis in monetary union, the increasing hostility vis-à-vis further assistance to Greece, and even threats to push Greece out of the euro. Given these circumstances, already the fact that Greece managed to stay in the euro can be considered a success.

Despite these extenuating circumstances, it is clear that the programme was not robustly designed, a fact that was known from the beginning.⁹ Rather than designing a robust programme able to withstand worse-than-expected economic circumstances, the programme was based on overly optimistic economic assumptions.¹⁰

⁸ Darvas (2013).

⁹ Internal IMF documents made public by the Wall Street Journal show that from the beginning, very serious concerns were raised on the debt sustainability and the fragility of the programme.

¹⁰ Pisani-Ferry, Sapir and Wolff (2013, p75).



Under any of the three criteria listed above, the programme cannot be considered a success at this stage. Greece remained in the Euro, and a full market access may be possible at some point. However, the path to a successful and sustainable exit from the programme is not yet fully chartered and visible.

8.2.2. IRELAND

The Irish Programme: a success with costs

On 21 November 2010, Ireland became the second euro area country to request financial assistance. Three years later, on 14 November 2013, the Eurogroup concluded that the programme had been successful and Ireland would be able to exit the programme at the end of the year.¹¹ How can the performance of the programme, which included a financing package of €85 billion, be assessed overall?

A description of the pre-program period and macroeconomic development is needed in order to evaluate the Irish financial assistance programme. When the euro was introduced, Ireland was one of the leading European economies in terms of GDP per capita and other indicators. However, Irish growth during the first years of the Euro was driven primarily by a credit-driven housing boom¹². The reasons for the boom included expectations, interest rates, but also regulatory measures in the banking system and tax incentives.

The Irish fiscal performance looked good before the crisis with debt ratios at only 24.6% of GDP, however a crash in the housing market led to a steep decrease in public revenue as revenue had been overly tilted towards the boom in housing. Even more dramatic was the downward spiral in the financial system. With the global interbank markets coming to a cardiac arrest, Irish banks were shut off the international capital markets which they had tapped before the crisis. The liquidity crunch led to fears of collapse of the banking system.

Confronted with this dramatic situation, the Irish government understandably adopted a blanket guarantee protecting the creditors of all domestic Irish banks at the end of September 2008. Yet, as the economic fundamentals in Ireland deteriorated and the housing market continued to fall, doubts about the solvency of the banks, which were heavily exposed to the housing sector, increased. With rising doubt about the banks, the solvency of the government was increasingly put into question and sovereign yields rose significantly throughout 2010. The Irish government eventually had to ask for a financial assistance programme.

The Design of the Programme

The Irish programme split funding between the financial system, and the direct funding of the government. The Irish government committed to conditionality, both in the

¹¹ Statement by the Eurogroup on Ireland, 14 November 2013.

¹² Nyberg (2011).



financial sector, and in the economy more generally. On the fiscal and macroeconomic side, the major measure decided was a significant reduction in the fiscal deficit with a slight bias towards a reduction in expenditures. The fiscal plan was fully implemented and the final outcome only slightly deviated from the initial programme design. This was due not only to the rigorous implementation by the Irish government of the fiscal plans but also to the relatively realistic programme assumptions on economic growth. When comparing expectations to outcomes the programme can be considered broadly successful.

The slightly worse macroeconomic performance was compensated with stronger fiscal consolidation efforts, so that the overall debt outcome was exactly in line with the plan. Since the fiscal consolidation effort in turn had a negative effect on output, the strong external sector performance prevented a more dramatic deterioration of the GDP figures. The relatively quick fiscal adjustment was possible in Ireland as the economy benefited from its large degree of economic openness and flexibility. The numbers therefore suggest overall that the macroeconomic assumptions underlying the programme were sufficiently robust.

Financial system reform

The second core issue of the Irish Programme was financial sector reform. A change in the business model of the housing market was needed, and as a result it became clear that the financial system was too large. Before the crisis it had been one of the largest (as a percentage of GDP) in Europe.

The most controversial issue in the reform efforts was the treatment of the senior bondholders¹³. Despite relatively small numbers, the decision whether or not to impose a haircut on those bondholders became a divisive issue. The ECB and US Treasury position eventually prevailed and no hair-cut on senior bondholders was imposed in the fall of 2010.¹⁴

A further important policy controversy concerned the speed of deleveraging in the financial system. The first programme agreement pushed for a very rapid asset disposal. However, this resulted in fire sales which aggravated the balance sheet situation of credit institutions rather than restoring confidence in the financial sector. The Troika therefore attenuated its deleveraging demands, implicitly acknowledging that the speed had been too high hitherto.

A summary of measures foreseen by the Troika

To analyse Irish compliance, we analysed the compliance tables in the European Commission's programme documents. This approach has clearly several caveats: first, we identify major measures based on their projected fiscal impact or effect on growth, however, this is not strictly quantifiable ex-ante and only a future assessment will be able to clear-

¹³ Information note of the Central Bank of Ireland and Updated Information Release of the Central Bank of Ireland. Both documents retrieved 12 April 2013.



ly identify the reforms that were successful in boosting long-term growth. Second, in an attempt to preserve market access, the Irish government had already enacted austerity measures before agreeing to the Memorandum of Understanding: the latter will not be in our tables which rely on the programme's compliance tables. Finally, the Irish programme was characterised by a high degree of domestic ownership, especially when compared to the Greek one. The Troika preferred to set the macroeconomic targets and let the government decide on the measures necessary to achieve such goals. Although agreed in liaison with the Troika missions, these reforms were not part of macroeconomic conditionality *stricto sensu*.

All in all, it can be stated that Ireland complied with the conditions attached to its international loan. However, it must also be noted that, given the Irish economy displayed a high degree of flexibility before the crisis, the structural reform effort required was small. The pith of conditionality therefore verged on restoring banking sector soundness and profitability.

The programme exit – an assessment

On 14 November 2013, the Eurogroup agreed to conclude the Irish programme. Since the beginning of 2014, Ireland has been in post-assistance phase and the key aim of the programme, namely a return to the market, has been achieved. A number of factors were jointly instrumental in achieving this positive result:

1. Success in the export sector compensated for the loss in the non-tradable sectors, and reduced the impact of fiscal adjustment on the economy.
2. Fiscal adjustment was done in a balanced way, which, while having short-term negative GDP effects, contributed to restore trust in the long-run sustainability of Irish public finances.
3. The financial sector adjustment was very significant, yet risks remain as outlined below.
4. The terms of the financial assistance were significantly improved in favour of the Irish government.

Ireland will remain under significant scrutiny of the European Commission, in liaison with the ECB, for an extended period of time. We identify a number of key risks and challenges going forward.

1. The good external performance relies heavily on economic growth in the main trading partners. With the global recovery still proceeding at subdued pace, there is a possibility of a slowdown, in particular in those markets to which Ireland exports. The weaker growth in the euro area will further weigh on Irish export performance.
2. The second risk concerns the Irish financial sector. Non-performing loans have doubled over the last 3 years, increasing from 12% of total gross loans in 2010 to 24% of total gross loans in 2013. If weak balance sheets lead to an ever-greening

¹⁴ For details, see Pisani-Ferry, Sapir and Wolff (2013).



of loans and a zombification¹⁵ of the banking system, then the recovery will prove illusory.

Many hope that bank profits will be sufficient to recapitalise banks. This can become a risky strategy as bank profitability is far from secured.

There is also a risk that market sentiment will turn again against Ireland, following any macroeconomic shock or the discovery of substantial recapitalisation needs. This would result in rising yields and a renewed difficulty of the sovereign to tap the markets.

8.2.3. PORTUGAL

Having lost affordable market access and facing sizeable bond repayments, the Portuguese government decided in April 2011 to make a formal request to the IMF and to European authorities for financial assistance.

The programme negotiated with the Troika covers four separate areas: (1) fiscal policy (2) structural fiscal reform (3) financial and corporate sectors reforms and (4) competitiveness reforms. It is backed by €78 billion of international financial assistance over three years, corresponding to about 50 per cent of Portugal's GDP in 2011.

Programme Design

Portugal has long suffered from weak structural conditions and endured low growth and rising imbalances since joining the euro. As a result, it was highly vulnerable to the financial crisis that started in 2008. The Troika programme was fairly well designed but made a number of over-optimistic assumptions including underestimating unemployment levels, assuming that GDP would be able to rebound quickly, and predicting that the debt would peak at 115.3 percent of GDP in 2013.¹⁶

Many of these predictions were not accurate. There was a lower contraction of real GDP in 2011 than originally expected, but the contraction was 3.2 percent instead of the predicted 1.8 percent in 2012 and continued to contract in 2013. A shallow recovery is now anticipated only in 2014. Partly as result of this poor growth performance, unemployment is now expected to stabilize only in 2014 instead of 2012, and to reach a much higher peak of 17.4 percent in 2014, compared to an earlier predicted peak value of 13.4 per cent in 2012. Due to lower than expected growth, instead of the debt reaching a peak of 115.3 percent of GDP, the Commission now predicts that debt peaks at 127.8 percent

¹⁵ The term «zombie bank» refers to financial institutions with a negative net worth that continue to operate as government guarantees, bailouts or any kind of explicit or implicit government support allows them to meet their financial obligations and thus avoid or postpone bankruptcy. The term is attributed to Edward Kane's 'The S&L Insurance Mess: How Did It Happen?'

'Ireland Exits Bailout With No Backstop: A Good Story?', accessed on 10 January 2014 (<http://www.forbes.com/sites/karlwhelan/2013/11/15/ireland-exits-bailout-with-no-backstop-a-good-news-story/>).

¹⁶ See Pisani-Ferry et al (2013) for details and similar argument.



of GDP in 2014. As in the other programme countries, Portugal's current account has fared better than was anticipated.

Overall, Portugal's macroeconomic performance justifies the 3 October 2013 Troika statement, that implementation of the programme is «broadly on track». After three years of programme implementation, Portugal managed to pass from a worse-than-expected recession in 2012 and 2013 to green spots of economic growth in the last 12 months. However, one of Portugal's main problems continues to be the sharp decline in investment since 2008, which the programme has not succeeded in reversing so far.

Despite a number of political and judicial setbacks, Portugal has faithfully implemented the Troika's budgetary recommendations, the headings of fiscal consolidation, growth, and financial stability. Overall, Portugal complied with most of the agreed programme conditionality, though with some delays on structural reforms, where there is still work to be done.

The programme exit

Following Ireland, Portugal has also exited its financial assistance programme in a clean way, namely without any follow-up credit line.

Portugal's deficit will not fall below 3 percent of GDP in 2013, as originally foreseen by the programme, nor in 2014, but it is on track to do so in 2015. As far as the debt-to-GDP ratio is concerned, it may have peaked on schedule in 2013, but by that time it was 13 points higher than initially foreseen. The main reason for the slippage in public debt is the continued growth under-performance, which is also the main reason why unemployment has reached nearly 18 percent, well above programme expectations.

Nevertheless, markets continue to be well disposed towards Portugal. In January 2014, Portugal successfully issued €3.25 billion of 5-year debt at a 4.657 percent yield, and 10-year bond yields in secondary markets are now around 5 percent, though still 175 basis points above Ireland. The positive market sentiment towards Portugal comes from two factors. First, there is increased market confidence in the stability of the euro area in general and towards programme countries in particular. Second, there has been a high degree of mutual understanding and close cooperation between the Portuguese authorities, the Troika, and institutional market participants, throughout the programme.

Despite this, we feel the decision by Portugal to exit the programme in June 2014 without precautionary financial assistance from the ESM was unwise (see also Darvas, Sapir, Wolff, 2014). This view should not be taken as a negative judgement on what Portugal has achieved since the start of the programme. It has corrected major macroeconomic imbalances, but the Portuguese economy continues to suffer from long-standing structural weaknesses. For this reason, Portugal will remain weak and vulnerable to potential shocks for some time to come. Unlike other euro area programme countries, Portugal did not experience an economic boom before the crisis and its medium-term growth trend is projected to remain basically unchanged, unlike most of the euro area.



On the plus side, the current account deficit will be much lower in 2014-15 than it was before the crisis, and public deficits will also be somewhat lower. On the negative side, unemployment and public debt will be about double of what they were in 2004-08.¹⁷ Debt and social sustainability will, therefore, be crucial going forward. And sustainability depends on growth. The problem that Portugal faces is that it needs to change its pre-crisis growth model, which produced stagnation after the country joined the euro, and that change takes time. Otherwise restructuring may become inevitable.¹⁸

A major weakness of the Portuguese economy is the low degree of competition in non-tradable activities that makes them relatively more profitable than tradable activities. A major question, therefore, will be the capacity of the government to pursue the necessary reforms, in both product and labour markets, in the post-programme phase.

8.2.4. CYPRUS

After a mild recovery in the two years following the 2009 global financial crisis, the Cypriot economy fell back into recession in 2012. Its deep linkage with the Greek economy, alongside a particularly large banking system, a heavily leveraged private sector and delayed actions to safeguard the stability of the financial system, dragged its economy further down than that of the rest of the euro area.

Exposure to Greece

The Cypriot banking system was deeply exposed to Greece, not only through holdings of Greek sovereign debt, but also through claims on Greek banks and loans to Greek households and corporations through Cypriot bank branches in Greece. Greek debt represented almost 10% of all Cypriot consolidated financial assets, while for the euro area the share of financial claims on Greece over the total consolidated financial assets is not even 0.1%. A haircut of at least 74% was applied to the nominal value of Greek government bond holdings at the end of June 2012. The total bank losses in Cyprus as a consequence of the Greek PSI are estimated at 4 billion euro (around 22% of GDP) according the European Commission¹⁹.

¹⁷ According to Tortus, a New York based hedge fund, Portugal's public debt in 2013 was not 128 percent of GDP but 147 percent if one accounts for the debt of state owned enterprises and other public or semi-public bodies. See the blog post by Dan McCrum in FTAlphaville of 9 January 2014 entitled «The Tortus sell is Portugal».

¹⁸ According to both Tortus and Dan McCrum, a debt restructuring with private sector losses plus an extension of maturity and a lowering of borrowing cost on official sector loans is inevitable given the current debt level and the poor prospect of sufficient nominal GDP growth or primary budget surplus.

¹⁹ The Economic Adjustment Programme for Cyprus, Occasional Papers 149, May 2013, p. 31.



The Fiscal Side

Cyprus had healthy public finances (a gross debt to GDP ratio below 60% and a general government surplus) at the time of the financial crisis. Despite this, their numbers quickly deteriorated and debt started to pile up rapidly. The deficit widened despite the mild economic recovery experienced in the 2010-2011 period.

On 31 May 2011, Cyprus was downgraded by S&P and Fitch ratings, as there were increasing rumours about the upcoming Greek PSI and the large exposure of Cypriot banks to Greece was well known; consequently Cyprus lost access to international capital markets, but instead of seeking financial assistance from the EU and undergoing a macroeconomic adjustment programme, the Cypriot government made a bilateral deal with Russia to cover the governments' 2012 financing needs.

A week before the agreement of this bilateral loan with Russia, the Cypriot parliament approved the 2012 budget law incorporating fiscal consolidation measures aimed at reducing the general government deficit. But despite the fiscal consolidation efforts, estimated at 4 percent of GDP by the European Commission, the deficit remained at 6.3 percent in 2012, as the government had to recapitalise Cyprus Popular Bank when it failed to raise 1.8 billion euro on the markets.

As the recession deepened and fiscal revenue further deteriorated, Cyprus presented a formal request to euro-area Member States for external financial assistance. The political environment delayed final approval of the programme for 10 more months, until after the elections and the formation of a new government.

The financial assistance programme and the introduction of capital controls in Cyprus

As financial soundness and the indicators kept deteriorating, a deposit flight began in January 2013; almost 4% (2.7 billion euro) of total deposits were lost during the first two months of the year, and deposit flight intensified in March. Total deposits in Cyprus had remained quite stable at 70 billion euro during the previous 24 months.

On March 16, the Eurogroup reached an agreement with the Cypriot authorities to apply a one-off «stability levy» on deposits of residents and non-residents in order to limit the size of the financial assistance programme to €10 billion. This agreement was supported by most European leaders, including the Cypriot president Nicos Anastasiades. However, the agreement was rejected by the Cypriot House of Representatives on March 19. The ECB's Governing Council announced its decision to stop the Emergency Liquidity Assistance (ELA) provision as of March 25²⁰, unless an EU/IMF programme was in place. To avoid an outright bank run, Cyprus declared a bank holiday until March 28.

On March 22, the Cypriot government established restrictive measures on capital movements (read it capital controls). These measures were supported by the ECB and

²⁰ See ECB Press Release, accessed on 10 January 2014.



the European institutions in the hope that they would help to avoid capital outflows that could threaten financial stability in Cyprus. Yet, this step was arguably the single most important mistake in the Cyprus crisis management.²¹ argued that «the most important characteristic of a monetary union is the ability to move money without any restrictions from any bank to any other bank in the entire currency area. If this is restricted, the value of a euro in a Cypriot bank becomes significantly inferior to the value of a euro in any other bank in the euro area.»

Arguably, the imposition of capital controls de-facto meant that Cyprus had left the euro. The capital flight, which could have happened after the restructuring, could have been fully compensated by ECB liquidity via the Target2 system. The necessary condition for this would have been, of course, an assessment that the remainder of the banking system was solvent.

Despite statements by the Troika implying that the restrictions should be removed as soon as possible, there was no clear plan for their removal in the Cypriot programme when it was approved. Only in August 2013 did the Cyprus Ministry of Finance²² provide a roadmap (which was later incorporated into the second review) outlining four stages to abolish the capital controls. But the roadmap lacks a specific time frame. In a monetary union, the lifting of capital controls is in principle easier to achieve, as the common central bank can stand ready to replace outflowing liquidity. The fundamental issue is thus about addressing the solvency problems in the banking system and the restructuring of banks where necessary. Still, significant problems remain in the banking system.

The financial sector reforms were judged as partially compliant in the programme's fourth review. The rest of the scheduled financial reforms are on track according to the programme fourth review and the latest developments. The programme entails permanent measures of fiscal consolidation equivalent to 5.3-5.1% of GDP for the years 2014-15, and some additional 2.4% of GDP in 2016. This fiscal adjustment, along with a massive downsizing of the banking system,²³ resulted in a projected accumulated GDP contraction of 9.6% over the 2013-2014 period, followed by a slow recovery during the following two-year period.

During 2013 the Cypriot GDP shrank less than expected.²⁴ This positive surprise was primarily due to better than expected performance of private consumption. Nevertheless, the projected GDP growth during 2014 was revised downwards to -4.2% (from the previous -3.9%) in the fourth programme review.

In the fourth review, the gross government debt is projected to peak in 2015, at 124.4% and decrease to 121.9% in 2016. Unemployment has increased more than initially projected, however, the difference was less pronounced than in other adjustment programme forecasts. The programme has proposed major reforms in the wage indexation system. Overall the country has been compliant with the proposed labour market.

²¹ See the Bruegel blog Wolff (2013): 'Capital controls in Cyprus: the end of Target2?'

²² See the Press Release: 'Roadmap for the gradual relaxation of the restrictive measures'.

²³ The Economic Adjustment Programme for Cyprus, Occasional Papers 197, July 2014, p. 57.

²⁴ See 'Statement by the European Commission, ECB and IMF on the Third Review Mission to Cyprus', accessed on 15 January 2014.



As in the case of the Irish programme, ownership for the agreed measures appears to be high. Yet, with the banking system still in need of adjustment and the construction sector weak, there remains the question as to which sectors will generate new growth in Cyprus.

Overall, it is obviously too early to tell whether Cyprus will be a successful programme country. So far, the programme seems broadly on track with respect to compliance, and outcomes have been better than expected (with the exception of the labour market, which has been worse than expected as in all four programme countries). Cyprus enjoys two important assets: a skilled workforce and stable institutions, including the legal system. Yet, the country faces significant problems in the banking system and a new growth model is yet to be defined. The handling of the Cypriot problems can be rightly considered a collective failure of both national and European authorities. The eventual introduction of capital controls, as well as the clumsy initial attempt to bail-in insured depositors, will be remembered as important failures of European economic policy making.

8.3. A SPECIAL CASE – THE SPANISH FINANCIAL ASSISTANCE PROGRAMME

Spain agreed on a financial assistance programme for the recapitalisation of financial institutions in July 2012 and exited in January 2014. The programme, which would have provided financing of up to 100 billion euro, has been agreed by the Eurogroup on 9 July 2012. Eventually, Spain used only 38.9 billion euro for bank recapitalisation and 2.5 billion euro for capitalising Sareb, the «bad bank» of the Spanish government. Unlike other programmes, the financial assistance programme for Spain was tailored only for the banking sector, and included both bank-specific conditionality²⁵ in line with State aid rules, and horizontal conditionality applying to the entire sector²⁶.

A description of the pre-program period and macroeconomic development is needed in order to evaluate the Spanish financial assistance programme. In the first years of the euro, up until 2007/08, Spain experienced a credit-driven housing and construction boom, which was supported by massive capital inflows. This over-exposure of the banking system to the construction sector favoured a transmission of the housing crisis to the banking sector once the housing bubble bust. Spain's fiscal record before the start of the crisis looked impressive: the public debt in % of GDP steadily declined from around 60% in 1999 to 35% in 2007 (before the start of the crisis), while deficits stayed on average at a marginal value of around 0.2% of GDP. However, as in Ireland, the good fiscal data were greatly supported by unsustainable dynamics in the housing markets.

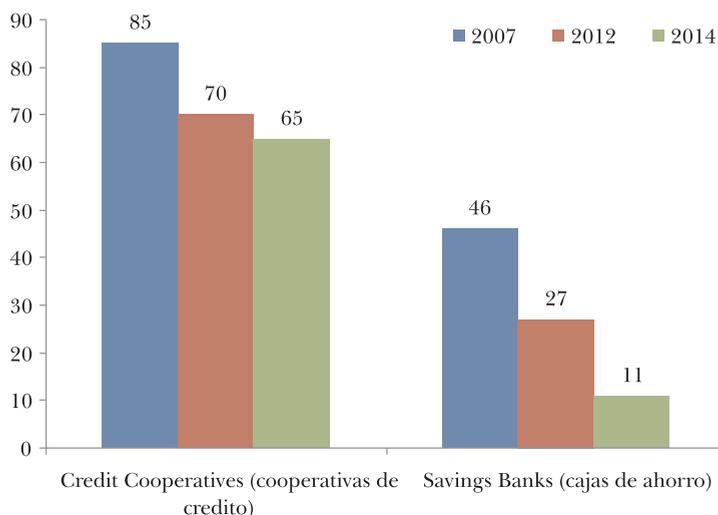
Economic fundamentals in Spain deteriorated and doubts about the solvency of banks, and consequently about the solvency of the government, increased. To regain

²⁵ Bank-specific conditionality has three components (i) a comprehensive assessment as regards the capital needs of individual banks (ii) transfer of impaired assets from the balance sheet of troubled banks to an external Asset Management Company (iii) the submission of restructuring plans by the bank with a capital shortfall, recapitalisation and restructuring of viable banks and an orderly resolution of non-viable banks, with private sector burden-sharing as a prerequisite. (*EC, 2012, page 9*).

²⁶ Horizontal conditionality aims at strengthening the regulatory, supervisory and bank resolution frameworks.

market confidence, Spain gradually consolidated its public deficit from 2010 onwards. Also, long-postponed reforms in the financial sector were finally set in place. The IMF Article IV consultations²⁷ on 25 April 2012 note that a «major and much needed restructuring of the savings banks sector is now taking place in the aftermath of the real estate boom-bust cycle». Furthermore, the IMF highlights that reforms to the savings banks' legal framework together with financial support from the state-owned recapitalization vehicle (FROB) were instrumental in that process. Indeed, as shows, the number of savings banks has been reduced from 46 in end-2007 to 11 in 2014, through actions including interventions, mergers and takeovers. However, the mergers of banks does not mean that the problems in the banking sector were solved in 2011-12. In fact, Bankia illustrates the significant problems that persisted in the savings banks until the financial assistance programme started.

FIGURE 4. NUMBER OF FINANCIAL ENTITIES IN SPAIN



Fuente: Bank of Spain.

Yet, the outbreak of the European sovereign debt crisis and the debacle surrounding the Spanish banking group «Bankia»²⁸ led to renewed market-distress and rising sovereign bond yields. Spain eventually applied for a financial assistance programme on 9 July 2012.

²⁷ <http://www.imf.org/external/np/ms/2012/042512.htm>

²⁸ «The bank that broke Spain», FT, 21 June 2012, see <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/d8411cf6-bb89-11e1-90e4-00144feabdc0.html?siteedition=intl#axzz2GDPWPST5>



Access to financial markets improved after the signing of the Memorandum of Understanding (MoU) and relaxed further with the fiscal measures and the re-pricing of risk in the bond markets following the ECB's OMT announcement. Yet, domestic as well as non-resident deposits fell significantly, while in parallel the reliance on net borrowing from the Eurosystem increased to a record of 389 billion euro in August 2012. Also, non-performing loans reached 10.54 % at the end of August 2012, on the back of an increase in impaired assets in the real estate and construction sector. This, coupled with the correction of the housing prices, impacted negatively on the banking sector's profitability and the banks' efforts to strengthen their capital ratios.

The programmes design

Under the MoU, all banks were required to meet a certain minimum capital ratio. Based on this condition, banks needed to demonstrate in a recapitalisation plan whether they could credibly achieve the required capital ratio on their own. Also, the MoU introduced measures aimed at reducing tax payers' money via burden sharing measures (European Commission, 2012). Specifically, a bank-by-bank stress test established specific capital needs for each participating bank, where each bank was categorised into a certain group²⁹. In addition, the MoU stipulated that Spain had to fulfil its commitments under the Revised Excessive Deficit Procedure, following the recommendations of the ECOFIN Council on 10 July 2012³⁰. In particular, Spain committed itself to correct the excessive deficit situation by 2014, with deficit targets set at 6.3% of GDP for 2012, 4.5% of GDP for 2013 and 2.8% of GDP for 2014. The achievement of the fiscal targets was postponed a number of times leading to a less rapid fiscal adjustment. Also, a broad structural reform agenda, encompassing the labour, product market as well as taxation systems, was agreed upon.

Assessment of the Spanish financial assistance programme for the recapitalisation of financial institutions

Two years later the Spanish programme is judged successful by all major partners involved. This was further underlined by the fact that Spain successfully exited the pro-

²⁹ **Group 0:** comprises those banks for which no capital shortfall is identified and no further action from the public side is required: Santander, BBVA, Caixabank, Sabadell-CAM, Bankinter, Kutxabank and Unicaja. **Group 1:** was pre-defined as banks already owned by the FROB: BFA-Bankia, Catalunya Banc, NCG Banco and Banco de Valencia. **Group 2:** consists of banks with capital shortfalls identified by the bottom-up stress test as unable to meet those capital shortfalls privately without having recourse to State aid: Banco Mare Nostrum, CEISS, Liberbank and Caja 3. **Group 3:** Includes banks with capital shortfall identified by the stress test with credible recapitalisation plans and able to meet capital shortfalls from private sources without recourse to State aid. BdE in liaison with the European Commission understands that Banco Popular and Ibercaja have presented credible plans, which are still being implemented, to reduce their capital shortfall to zero by the end of the year. Once implemented, it would include them in Group 0. (EC, 2012).

³⁰ http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/sgp/pdf/30_cedps/126-07_commission/2012-07-06_es_126-7_commission_en.pdf

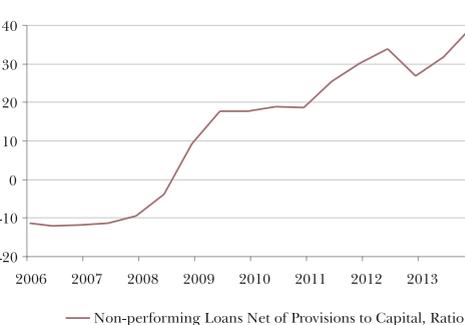
gramme in January 2014. The IMF, in its report on the Spanish financial sector reform published in March 2013, states that «major progress has been made in implementing financial sector reforms. The clean-up of undercapitalised banks has reached an advanced stage, and key reforms of Spain's financial sector framework have been either adopted or designed. Indeed, the bulk of all of the measures for the entire programme have now been completed». Also, the European Commission's post programme surveillance report in July 2014 concludes that financial sector reforms «have progressed as planned».

Indeed, Panel A of Figure 5 shows that banks improved significantly their equity ratios during the assistance programme. The ratio of loans relative to deposits fell strengthening the liquidity position of banks. A Bank of Spain report noted that regulation and supervision of the industry has been strengthened significantly and assessment of this claim is not done here³¹. Banking sector returned to profitability in 2013, in contrast to the sizeable losses recorded the previous years. At the same time, the economic environment remains challenging, as lending activity is still subdued and the non-performing loan ratio has not yet stabilized (as shown in Panel B of Figure 5).

FIGURE 5 PANEL A. EQUITY AND LOANS OF SPANISH BANKS (IN %, 4 PERIOD MOVING AVERAGE)



FIGURE 5 PANEL B. SPAIN, NON-PERFORMING LOANS NET OF PROVISIONS TO CAPITAL (IN %)



Source: Panel A: Bank of Spain; grey-shadowed area indicates the duration of the official financial assistance programme. Panel B: IMF IFS.

Turning to the fiscal side, the programme continued on the gradual adjustment course which had already been followed by the Spanish government. This led to a substantial consolidation effort. Also, the Commission extended its deadlines for correcting the excessive deficit in Spain, having to admit the impossibility of sticking to the overly-optimistic 2012 deficit outlines, a feature that has been found also in financial assistance programmes of other countries. Whether or not the eventual speed of fiscal adjustment

³¹ Bank of Spain financial stability report (May 2014) http://www.bde.es/bde/en/secciones/informes/boletines/Informe_de_Estab/index2014.html

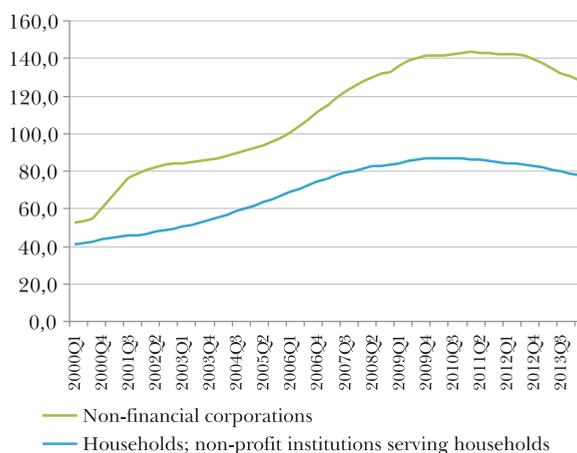
was too quick is a difficult question to answer. Certainly, the fast raising public debt and the resulting fragility of public finances in financial markets show that some fiscal adjustment was necessary.

Outlook for Spain

The programme can be seen as a success from the financial sector perspective. It was implemented in a moment of high distress in the markets for Spain, giving the Spanish government room for manoeuvre and helping to restore confidence in the troubled banking sector through a tailored banking sector programme.

The economic situation remains weak despite the fact that growth has resumed. A look at non-financial private sector debt developments shows that Spanish households and corporates have significantly decreased their debt levels in the last years. Deleveraging in Spain has been more pronounced in companies, which decreased their debt from its peak level of around 144% of GDP in 2010Q3 to 125% in 2014Q1 as shown in . To shed light on the underlying developments, the deleveraging process can be broken down into three different channels: change in stock of debt (which is the sum of net financing, changes in valuation and adjustments or write-offs), real GDP growth and inflation. Hüttl and Wolf (2014) show that that in the Spanish case the adjustment in both the corporate and in the household sector was based on a strong contraction in credit flows, while the contribution of inflation to the change in debt ratio has been modest and negative real GDP growth actually increased the debt-to-GDP ratio. Looking ahead, further progress is required, which however will be slow and more difficult in the current low-growth and low-inflation environment.

FIGURE 5. SPAIN – PRIVATE SECTOR DEBT (IN % OF GDP)



Source: ECB. Note: private sector debt is the stock of liabilities held by the sectors Non-Financial corporations and Households and Non-Profit institutions serving households. The instruments that are taken into account to compile private sector debt are Securities other than shares, excluding financial derivatives and Loans.



Overall, Spain is now one of the fastest growing economies in the euro area. This suggests that the combination of addressing the banking problems, implementing structural reforms, reducing the private sector debt overhang and moderate fiscal adjustment is a policy combination that can prove successful. It will take a long time until unemployment reaches significantly lower levels. More forceful European policy action is warranted to permit quicker debt deleveraging.

8.4. CONCLUSIONS

A programme can be considered successful if it creates the conditions for regaining market access, which had been lost at the time when countries had to be rescued by official lenders. From this viewpoint, the Irish programme can surely be labelled as fully successful since the country was able to make a full exit from the programme at the scheduled time. The Portuguese programme from this perspective can also be judged at the moment to be on track for success. However, there are some lingering doubts because of the structural weakness of its economy. The Greek programme cannot be judged as successful at this stage. Not only was the first programme discontinued and replaced by a second programme after a haircut on privately-held government debt, but there is widespread doubt that the country will be able to keep debt sustainable. As far as Cyprus is concerned, it is too early to judge if and how it will be able to regain market access at the end of the programme, in May 2016.

Alternatively, programmes can be considered successful if countries have adhered to their conditionality. All four countries have by-and-large adopted the fiscal consolidation measures prescribed by the Troika. They had no alternative because official lenders were loath to offer more financing or to accept debt relief. Official-sector involvement has not yet been practiced on the face value of debt, but lending conditions to programme countries have improved both in terms of maturity and interest rate. The four programme countries have also implemented the measures that aimed to restore the health of their financial sectors, but the process is not over yet, including in Ireland.

A third criterion to judge whether programmes are successful is to compare expectations and outcomes for a number of macroeconomic indicators, for which expectations are the projections contained in the programme and outcomes are the actual levels since the start of the programme. In Greece, Portugal and Ireland, the fall in domestic demand and the resulting unemployment was much worse than expected. The trade balance and the current account however improved more quickly than expected. We conclude that the programmes were not very robustly designed.

The Spanish programme has to be considered separately. It was a narrower programme focussing essentially on the financial sector. In the financial sector, significant improvements in terms of equity over asset ratios can be noted in the course of the programme. However, non-performing loans remain high, even when taking into account provisions already made. Further fragilities therefore cannot be excluded, even though admittedly Spain performs better than many other euro area countries in terms of non performing loans.



The improved but still weak macroeconomic situation in the euro area, the significant reduction in interest rates and the extension of the maturity of public loans, as well as the general policy of reducing the ranking of public loans to that of private claims, greatly helped Ireland and Portugal exit their adjustment programmes. Ireland in particular has managed structural adjustment well thanks to already existing flexibility. The Spanish growth numbers have recently surprised to the upside but a long journey remains before unemployment numbers will fall significantly.

To conclude, unemployment rates and (private and public) debt levels are still very high. Growth prospects are still unsatisfactory and far too weak to address the unemployment challenge. The Greek situation is the worst of the four countries considered. High (private and public) debt levels and generally weak growth determinants in programme countries, a fragile global economy, disinflationary tendencies in the EU and the remaining banking problems, suggest that caution should be exercised when considering future exits.

REFERENCES:

- Avdjiev, Stefan (2010) 'Measuring banking system's exposures to particular countries' BIS Quarterly Review, June.
- Blanchard, Olivier (2006) 'Adjustment within the euro. The difficult case of Portugal', MIT press.
- Christou, George (2013) 'Christofias had been warned from 2010 of looming disaster' Cyprus Mail, December.
- Council of the European Union (2013) 'Statement by the Eurogroup on Ireland Council of the European Union'.
- Danielsson, Jon (2013) 'The capital controls in Cyprus and the Icelandic experience' Voxorg.eu.
- Darvas, Zsolt (2013) 'The Euro Area's Tightrope Walk: Debt and Competitiveness in Italy and Spain', Bruegel policy contribution 2013/11.
- Darvas, Zsolt, Andre Sapir and Guntram B. Wolff (2014) 'The long haul: managing exit from financial assistance', Bruegel policy contribution 2014/03.
- De Grauwe P and Y Ji (2013) 'Panic-driven austerity in the Eurozone and its implications', VoxEU.org, February.
- European Central Bank (2013) 'Governing Council decision on Emergency Liquidity Assistance requested by the Central Bank of Cyprus'.
- European Commission (2010) 'The Economic Adjustment Programme for Greece' Occasional Paper 61.
- European Commission (2010) 'The Economic Adjustment Programme for Greece – First Review – Summer 2010' Occasional Paper 68
- European Commission (2010) 'The Economic Adjustment Programme for Greece – Second Review – Autumn 2010' Occasional Paper 72.



- European Commission (2011) 'The Economic Adjustment Programme for Greece – Third Review' Occasional Paper 77.
- European Commission (2011) 'The Economic Adjustment Programme for Greece – Fourth Review – Spring 2011' Occasional Paper 82.
- European Commission (2011) 'The Economic Adjustment Programme for Greece – Fifth Review' Occasional Paper 87.
- European Commission (2011) 'The Economic Adjustment Programme for Ireland' Occasional Paper 76.
- European Commission (2011) 'The Economic Adjustment Programme for Ireland – Summer 2011 Review' Occasional Paper 84.
- European Commission (2011) 'The Economic Adjustment Programme for Ireland –Autumn 2011 Review' Occasional Paper 88.
- European Commission (2011) 'The Economic Adjustment Programme for Portugal' Occasional Paper 79.
- European Commission (2011) 'The Economic Adjustment Programme for Portugal. First Review –Summer 2011' Occasional Paper 83.
- European Commission (2011) 'The Economic Adjustment Programme for Portugal. Second Review – Autumn 2011' Occasional Paper 89.
- European Commission (2012) 'The Economic Adjustment Programme for Ireland – Winter 2011 Review' Occasional Paper 93.
- European Commission (2012) 'The Economic Adjustment Programme for Ireland –Spring 2012 Review' Occasional Paper 96.
- European Commission (2012) 'The Economic Adjustment Programme for Ireland – Summer 2012 Review' Occasional Paper 115.
- European Commission (2012) 'The Economic Adjustment Programme for Ireland –Autumn 2012 Review' Occasional Paper 127.
- European Commission (2012) 'The Economic Adjustment Programme for Portugal. Third Review –Winter 2011/2012' Occasional Paper 95.
- European Commission (2012) 'The Economic Adjustment Programme for Portugal. Fourth Review – Spring 2012' Occasional Paper 111.
- European Commission (2012) 'The Economic Adjustment Programme for Portugal. Fifth Review –Summer 2012' Occasional Paper 117.
- European Commission (2012) 'The Economic Adjustment Programme for Portugal. Sixth Review – Autumn 2012' Occasional Paper 124.
- European Commission (2012) 'The Second Economic Adjustment Programme for Greece –March 2012' Occasional Paper 94.
- European Commission (2012) 'The Second Economic Adjustment Programme for Greece – First Review December 2012' Occasional Paper 123.
- European Commission (2013) 'The Economic Adjustment Programme for Cyprus – First Review – Summer 2013' Occasional paper 161.



- European Commission (2013) 'The Economic Adjustment Programme for Cyprus – Second Review – Autumn 2013' Occasional Paper 169.
- European Commission (2013) 'The Economic Adjustment Programme for Ireland – Winter 2012 Review' Occasional Paper 131.
- European Commission (2013) 'The Economic Adjustment Programme for Ireland –Spring 2013 Review' Occasional Paper 154.
- European Commission (2013) 'The Economic Adjustment Programme for Ireland – Summer 2013 Review' Occasional Paper 162.
- European Commission (2013) 'The Economic Adjustment Programme for Ireland –Autumn 2013 Review' Occasional Paper 167.
- European Commission (2013) 'The Economic Adjustment Programme for Portugal. Seventh Review –Winter 2012/2013' Occasional Paper 153.
- European Commission (2013) 'The Economic Adjustment Programme for Portugal. Eight and Ninth Review' Occasional Paper 164.
- European Commission (2013) 'The Second Economic Adjustment Programme for Greece –Second Review May 2013' Occasional Paper 148.
- European Commission (2013) 'The Second Economic Adjustment Programme for Greece – Third Review July 2013' Occasional Paper 159.
- European Commission (2012) 'Financial assistance programme for the recapitalisation of financial institutions in Spain, First review – Autumn 2012', Occasional Paper 121, 2012.
- European Commission (2014) 'Spain – Post Programme Surveillance Spring 2014 Report', Occasional Paper 193.
- Gade, Thomas, Marion Salines, Gabriel Glöckler and Steffen Strodthoff (2013) 'Loose lips sinking markets? The Impact of Political Communication on Sovereign Bond Spreads' Occasional Paper 150.
- Hüttl, Pia and Guntram Wolff (2014) 'What is behind the reduction of private sector debt? Comparing Spain and the UK», Bruegel blog, accessible under <http://www.bruegel.org/nc/blog/detail/article/1493-what-is-behind-the-reduction-of-private-sector-debt-comparing-spain-and-the-uk>
- IMF (2004) 'Fund Conditionality – A provisional update', IMF Staff Paper.
- Krugman, Paul (2013) 'Europe's Keynesian Problem', The New York Times, 25 May.
- Laeven, Luc and Fabian Valencia (2008) 'The Use of Blanket Guarantees in Banking Crises' IMF Working Paper, November.
- Laver, Michael, Kenneth Benoit, and John Garry (2003) 'Extracting Policy Positions from Political Texts Using Words as Data' American Political Science Review Vol. 97: 311-331.
- Merler, Silvia (2013) 'The liquidity quandary' Bruegel Blog, October 23.
- Merler, Silvia and Guntram B. Wolff (2013) 'Ending uncertainty: recapitalisation under European Central Bank supervision', Policy Contribution 2013/12, Bruegel.
- Nyberg, Peter (2011) 'Misjudging Risk: Causes of the Systemic Banking Crisis in Ireland', Occasional Paper 149.



- Orphanides, Athanasios and Davis Marsh (2013) 'The politics of the euro area crisis and Cyprus' London Financial Regulations Seminars, May 15.
- Pisani-Ferry, Jean, André Sapir and Guntram B. Wolff (2013) 'EU-IMF assistance to euro-area countries: an early assessment', Blueprint 19, Bruegel.
- Schöll, Nikolas (2013) 'Balance of trade adjustment in the euro area' Bruegel Blog, November.
- Svensson, Lars E.O (2000) 'The Zero Bound in an Open Economy: A Foolproof way of Escaping from a Liquidity Trap' IMES Discussion Paper Series.
- Terzi, Alessio and Guntram Wolff (2014) 'A needle in a haystack: key terms in official Troika documents' Bruegel blog, accessible under <http://www.bruegel.org/nc/blog/detail/article/1271-a-needle-in-a-haystack-key-terms-in-official-troika-documents/>
- The Economist (2013) 'What happened in Cyprus: An interview with Athanasios Orphanides' Free Exchange Economics, March 28.
- The Ministry of Finance of Cyprus (2013) 'Press Release Ministry of Finance'.
- Véron, Nicolas (2013) 'Europe's Cyprus Blunder and its Consequences' Bruegel Blog, March.
- Whelan, Karl (2013) 'Ireland Exits Bailout With No Backstop: A Good News Story?' Forbes, November.
- Wolff, Guntram B (2011) 'ESRB should act on sovereign risk' Bruegel Blog, May.
- Wolff, Guntram B (2013) 'Capital controls in Cyprus: the end of Target2?' Bruegel Blog, March 23.



9. UNIÓN POLÍTICA Y GOBIERNO ECONÓMICO EUROPEO

JOSÉ M. DE AREILZA CARVAJAL¹

The roadmap to tackle the euro crisis has included a «Political Union», as well as the banking, fiscal and economic unions in progress. But this Political Union is so far a slogan to try to breach the widening gap between citizens and EU institutions. Nobody knows for sure what this broad political objective entails and what steps would be necessary to achieve it. After the European elections of May 2014 and the election of a new Commission, other pressing matters occupy the EU priority list, i.e., launching a common banking supervision or monitoring the levels of deficit of some eurozone members. The Union is keen to get back to its classic legitimacy based on results of its actions.

One of the reasons for not discussing further what Political union should be is the lack of consensus on its content and on the level of ambition of the project. In a context of increased euro-skepticism and populism in most Member States. Few governments feel they can ask their citizens to support a large transfer of powers to the EU or a substantial change in its institutional framework. All of them are fully aware of the daunting question of reforming the European treaties by unanimity, to introduce new legal bases and definition of policies and goals at EU level, with whatever institutional reforms might be appropriate.

However, the current Union needs political reform to back its new economic governance. It is simply not enough to elect the candidate nominated by the European Parliament as President of the Commission based on the result of elections. As Simon Hix has explained, the European system of government is not sufficiently based on a competition between various ideas of the common good, from actors with different political views. Notions of representation, transparency and accountability should be further developed at the European level. To achieve these objectives is not necessary to embrace federalism or to centralize many more powers, which in the current situation would be counterproductive. The first move for a more political union is to legitimize better what has been done so far: bailouts, fiscal discipline, national reforms, banking supervision, European Central Bank measures and lack of them. The next question is how to add legitimacy to the European Union before it moves too quickly and builds a new economic governance that will affect directly or indirectly all economic, social and fiscal policies previously reserved for national levels. Finally, another major issue is whether to

¹ José M. de Areilza Carvajal es titular de la Cátedra Jean Monnet en ESADE y Secretario General de Aspen Institute España.



take steps towards a «federal core» around the euro zone countries, and if this closer integration among its members would be sustainable and desirable for the EU project. Such a «closer integration» project poses many risks: political tension would be generated in a two-speed Europe, and the integrity of the internal market and EU law could be threatened. The market is the project that still generates greater political consensus and economic prosperity among all Member States. We therefore argue that the much needed Political Union would be best served by formulating European integration in such a way that would leave behind an elitist vision of the process, very much present during the euro crisis, and become fully consistent with national democracies. The EU political and judicial process has to take more seriously the material limitation of EU powers, precisely because the redesign of the euro has expanded them. The Community method should be recuperated and improved, with a new European Cabinet, combining Commission and European Council representatives, taking a central role in a more politicized and democratic EU governance.

9.1. INTRODUCCIÓN

Los dirigentes de la UE, conscientes del aumento de la desafección ciudadana hacia las instituciones y decisiones de Bruselas, han incluido en sus hojas de ruta de salvamento del euro una «Unión Política», que justifique mejor las uniones bancarias, fiscales y económicas en curso. Pero nadie sabe a ciencia cierta en qué consiste este vaporoso objetivo político ni cuáles son los pasos necesarios para conseguirlo. Tras los comicios europeos de mayo de 2014 y la elección de una nueva Comisión, otros asuntos urgentes ocupan la lista de prioridades, desde la puesta en marcha de la supervisión bancaria común a la vigilancia de los niveles de déficit de distintos miembros de la Eurozona. De este modo, la Unión estaría volcada en conseguir resultados, de acuerdo con su manera clásica de legitimar su actuación.

Este capítulo se interroga sobre la llamada Unión Política y reflexiona acerca de su necesidad, límites, contenidos y posibilidades. Parte del hecho de que el rediseño del euro está teniendo lugar en una etapa francamente difícil de la integración europea. Los problemas de legitimidad vienen de atrás, desde antes de los vaivenes de la moneda común. El apoyo popular a la integración era de un 50% en 2007, diez años antes llegaba al 75% y la sensación extendida es que el proyecto en conjunto había perdido dinamismo, momento y equilibrio. La delicada operación de poner en pie un nuevo gobierno económico en la Eurozona ha complicado todavía más la aceptación social de una gobernanza que ha agotado su utopía original, definida en la década de los cincuenta del siglo pasado y en gran medida ya conseguida.

El camino en pos de una Unión Europea más atractiva para los ciudadanos que la que ya tenemos no es nada sencillo. Hasta ahora ninguna de las grandes iniciativas que ha tomado la Unión durante el siglo XXI han facilitado el relanzamiento del proyecto de integración, en buena medida víctima de su éxito una vez ha traspasado el umbral del medio siglo. De este modo, la Constitución europea fallida y el poco decoroso rescate de sus contenidos a través del Tratado de Lisboa en 2007 llevaron a una crisis de confianza en muchos países. La gran ampliación de 2004 no sirvió para dar nuevos



ímpetus, sino más bien sembró de dudas y temores a muchos europeos, incluyendo a no pocos recién llegados: ante el matonismo del vecino ruso, la Unión no es una garantía de seguridad, a diferencia de la OTAN.

El salvamento de la moneda única desde 2010 ha creado tensiones desconocidas hasta ahora entre grupos de Estados y entre gobiernos y ciudadanos. La crisis del euro ha hecho que muchos vean la Unión como un nivel de gobierno tecnocrático que no rinde cuentas, en el que la política nacional de los países deudores no influye apenas sobre las políticas europeas. Pero ni siquiera los países acreedores están satisfechos con el gobierno de Bruselas y se resisten a la hora de autorizar mayores transferencias de poder al nivel europeo, no solo por razones de prudencia fiscal, sino por el temor a debilitar sus democracias nacionales. El contexto exterior de una globalización económica acelerada y un nuevo reparto de influencia en un mundo multipolar, hace que el reto de la competitividad europea, que afecta de lleno al futuro del Estado de Bienestar, vaya en paralelo y sea igual de importante que el del salvamento de la moneda.

Algunas de las razones por las que el objetivo de avanzar hacia una Unión Política ha desaparecido enseguida de la lista de prioridades de los dirigentes europeos es la dificultad de conseguir consensos sobre sus contenidos y sobre el nivel de ambición del proyecto, en un contexto de mayor euro-escepticismo y populismo en la gran mayoría de los Estados miembros. Pocos gobiernos se sienten suficientemente respaldados para pedir a sus electorados que apoyen una gran transferencia de poderes a la UE o una modificación sustantiva de su marco institucional. Unido a estos interrogantes aparece la cuestión práctica de la dificultad política para reformar por unanimidad los tratados europeos, una operación imprescindible para introducir nuevas bases jurídicas que autoricen y regulen nuevas políticas económicas a nivel europeo e introduzcan las reformas institucionales que sean adecuadas.

La tentación recurrente es emular al gentilhomme de la obra de Moliere y afirmar que todo lo que hace la Unión ya es político. La historia no desmiente a aquellos orgullosos de hablar en esta prosa: la declaración de Schuman en 1950, con la que se inició el proceso de integración, mencionaba el objetivo final de una federación política. La malograda Comunidad Europea de Defensa (1952) estaba vinculada al desarrollo de una Comunidad Política Europea. El tratado de Roma de 1957 optó por llegar a «una unión cada vez más estrecha entre los pueblos de Europa» a través de la economía, la manera más inteligente entonces de hacer política europea. El Tratado de Maastricht utilizó en 1992 el término Unión Política como cajón de sastre para potenciar aspectos no económicos de un proyecto de integración reforzado con el acuerdo sobre la futura Unión Económica y Monetaria. Hoy nos gobernamos en buena medida desde Bruselas y los ciclos políticos nacionales están seriamente condicionados, y a veces desdibujados, por el poder europeo. La propia operación de salvamento del euro tiene una explicación política, de compromiso a largo plazo de los dirigentes de la Eurozona con el proyecto de integración, por encima del análisis coste-beneficio de cada uno de los Estados miembros.

No obstante, la actual Unión necesita reformas políticas que acompañen y sostengan a las económicas. No basta con haber elegido presidente de la nueva Comisión al can-



didato designado por el Parlamento europeo del partido que más apoyos recibió en los últimos comicios. Como ha explicado Simon Hix, el sistema de gobierno europeo no está basado de forma suficiente en una competencia entre distintas opciones por llegar al poder y con distintas visiones políticas.² Falta representación, transparencia y rendición de cuentas. Para conseguir estos objetivos no es necesario abrazar el federalismo ni reclamar la centralización de muchas más políticas, algo que en la situación actual sería contraproducente. La primera pregunta de la Unión Política es como legitimar mejor lo que se ha hecho hasta ahora: rescates, disciplina fiscal, reformas nacionales, apoyo del Banco Central Europeo. El siguiente interrogante es cómo añadir legitimidad a la Unión Europea a medio plazo para seguir construyendo una Unión Bancaria, Fiscal y Unión Económica, tres ámbitos en los que de forma directa o indirecta están incluidas todas las políticas económicas y fiscales antes reservadas a los niveles nacionales.

9.2. LA FATIGA POLÍTICA DE LA INTEGRACIÓN EUROPEA

Durante sus casi primeros sesenta años, la integración europea ha sido un ejercicio de pragmatismo exitoso.³ A pesar del desconcierto que ha causado la crisis del euro, hoy el valor normativo de la Unión sigue siendo muy elevado. Es el ejemplo más avanzado de integración económica regional y un paradigma a la hora desarrollar instituciones capaces de gestionar problemas comunes a un grupo de Estados en un contexto de globalización.

Se puede argumentar que a finales del siglo XX, Europa completó la utopía inspirada por los ideales de paz y prosperidad compartida, que Jean Monnet y los demás padres fundadores pusieron en marcha en los años cincuenta. La reconciliación entre los antiguos enemigos se materializó en el mercado y las políticas comunes, sostenidos por una Comunidad de Derecho, basada en valores tan fundamentales como la no discriminación por razón de la nacionalidad. Los equilibrios entre las instituciones comunitarias funcionaron como límites al nuevo poder europeo, así como las pesos y contrapesos entre el nivel de gobierno europeo y las democracias nacionales. Las instituciones de Bruselas establecieron límites eficaces al proteccionismo económico y al nacionalismo exacerbado.

En el fondo, los Estados miembros fueron rescatados de sí mismos por una nueva disciplina jurídica y económica europea querida por ellos mismos. A finales de la década de los ochenta, el historiador Alan Milward investigó a fondo el origen histórico de las Comunidades y explicó hasta qué punto en el momento fundacional europeo se dio una rara combinación de intereses nacionales e ideales cosmopolitas. La integración se planteó como un «rescate europeo del Estado nación», es decir, un proyecto aceptado por los gobiernos a favor de sus poblaciones, necesitados de reconstrucción económica a través de un mercado de escala europea, mientras en el ámbito nacional desarrollaban sus

² Cfr. Simon Hix, «What is wrong with the European Union and how to fix it», Polity Press, 2008, p. 180.

³ Cr. José M. de Areilza, «Poder y Derecho en la Unión Europea», Civitas 2014, p.



Estados sociales.⁴ Las Comunidades rescataron a los Estados nación de su obsolescencia pero al precio de que dejaran atrás el nacionalismo.

Cuando empezaba el siglo XXI, una Unión exitosa desde un punto de vista histórico se quedó sin utopía. Comenzó a darse por supuesta, a formar parte del paisaje. Los viejos ideales de paz o prosperidad compartida se habían conseguido y ya no movilizaban. La Unión, fatigada y a la defensiva, no encontraba los resortes para reinventarse como proyecto, relanzar la integración sobre nuevas bases y volver a ser una utopía merecedora de trabajar en pos de ella. Esta desconexión entre el pasado y el porvenir no es algo singular de la integración europea. Todo orden dinámico va frenando su impulso, todo proyecto creativo agota sus posibilidades. Y en política su correlativo es que todo poder se vuelve más y más oligárquico.

Los tres proyectos centrales de la primera década del siglo ilustran cómo la integración carece del dinamismo o la ambición de antaño. La moneda única se puso en marcha pero no se justificó su razón de ser en términos políticos de manera unitaria y atractiva, ni se desarrollaron las instituciones necesarias para hacerla sostenible, como ha demostrado la crisis financiera y económica. El proceso de negociación de una Constitución europea entre 2002 y 2004 fracasó, aumentó la desconfianza ciudadana y restó todavía más energía política a una Unión que empezaba a sentirse cargada de años. Las ampliaciones de 2004 y 2007, que casi duplicaron el número de Estados miembros, no tuvieron el efecto deseado de relanzamiento del proyecto europeo, sino que fueron acogidas con recelos y miedos.

El gran capítulo pendiente de la integración, el fortalecimiento de la dimensión exterior de la Unión no fue atendido de forma suficiente, a pesar de los discursos oficiales que presentaron al Tratado de Lisboa en 2007 como un gran paso adelante. La Unión aún no es un actor que defiende con eficacia sus intereses propios en un mundo globalizado y en acelerada transformación.

Uno de los obstáculos para la reinención del proyecto europeo es la mentalidad que Joseph Weiler ha descrito como «mesianismo político».⁵ Durante el camino a la primera ciudad, parte de la legitimación de la integración europea fue el sentido de misión o de destino histórico. En una situación excepcional como fue la posguerra, la integración era el camino hacia una tierra prometida. El sueño europeo generó un idealismo y una épica entre ciertas elites gubernamentales. A cambio, se prescindió de la reflexión sobre las credenciales democráticas de las Comunidades y este debate ha sido solo atendido parcialmente por la Unión. Una vez se ha llegado a la primera ciudad, el mesianismo ha colapsado y ya no funciona. Pero el sentido de «misión histórica» reaparece como retórica vacía cuando se intenta formular en qué debe consistir el europeísmo en nuestros días.⁶

La realización y el agotamiento del proyecto ha tenido lugar sin que la Unión haya realizado un cambio político cualitativo para establecerse como una democracia fuera del Estado y sin un único «demos», algo nada sencillo. Es cierto que desde la ratificación del

⁴ Cfr. Alan Milward, «The European rescue of the Nation State», Routledge, Oxford, 1992.

⁵ Cfr. Joseph Weiler, «Europe in crisis – On «Political Messianism», «Legitimacy» and «The rule of Law», Singapore Journal of Legal Studies, 2012, p. 248-268.



Tratado de Maastricht en 1992, comenzó un debate necesario sobre cómo justificar desde un punto de vista democrático europeo el creciente ejercicio del poder en Bruselas. De hecho, una de las maneras de entender la integración europea desde entonces es afirmar que ha llegado a lo que Kalypso Nicolaidis llama su «momento Tocqueville».⁷ Siguiendo las huellas del ilustrado francés, los europeos hemos empezado a hacernos las preguntas difíciles de toda democracia, en nuestro caso para transformar un proyecto supranacional llevado a cabo por unos pocos, la integración económica y política nacida en 1950, y orientado sobre todo a rescatar a los Estados de sí mismos.

La Unión encara este «momento Tocqueville» para legitimarse como nuevo poder una vez que los contratos sociales basados en el Estado del Bienestar se han resquebrajado y el continente europeo ha sufrido una mutación profunda por la desaparición de uno de los bloques y la aceleración del proceso de globalización económica. Desde Bruselas y las capitales nacionales, se han tomado decisiones como la puesta en marcha de la moneda única o las ampliaciones al Este, dos mutaciones que transforman su ser y que hacen más necesario fortalecer el proceso político europeo. Pero todavía no se han dado suficientes pasos para lograr una Unión de la que sean dueños sus ciudadanos. Las elites nacionales y europeas, protegidas en exceso por la opacidad con la que operan en las distintas instituciones de la Unión, no han acertado al abordar el debate democrático propio de la Unión.

Como ha explicado Francisco Rubio Llorente, el proyecto de integración europea se ha justificado típicamente como una función del poder nacional: «de lo que se trata no es tanto de la aparición de un poder nuevo y libre, como de la creación de un límite a los poderes ya existentes. Esa creación necesita ser justificada o, si se quiere, legitimada, pero se trata de una necesidad nueva: no de la necesidad de legitimar democráticamente un nuevo poder, sino la de legitimar la existencia de unos límites a la democracia».⁸ Pues bien, dicho cambio de paradigma se ha hecho del todo necesario por las transferencias de poder que conlleva el rediseño del euro. La Unión fortalecida de este modo, mantendría su influencia positiva sobre la vida política y económica y de sus Estados al mismo tiempo que se legitimaría un nuevo poder europeo como tal.

9.3. CRISIS Y REDISEÑO DEL EURO

La crisis financiera y económica de 2008 encontró a la Unión atravesando otra crisis, de naturaleza política, que se manifestaba por una situación de creciente indiferencia ciudadana hacia las instituciones de Bruselas, las cuales no acababan de formular la nueva utopía europea.

Se ha convertido en lugar común afirmar que este periodo ha revelado una clamorosa falta de liderazgo y de visión en torno al proceso de integración europea. Sin embargo, no llama tanto la atención que la moneda común ha sobrevivido a los peores

⁶ Joseph Weiler, op cit. 256.

⁷ Cfr. K.Nicolaidis, «UE: un moment Tocquevillien», *Politique Etrangère*, 3,3, 2005.

⁸ F. Rubio Llorente, «El futuro político de Europa: Espacio, fines y método», *Claves de Razón Práctica*, núm. 89, 1999, págs. 2-9.



embates de los mercados financieros y, que esto haya sucedido por razones de carácter político, no sólo económicas. Durante estos años plagados de titubeos y recelos mutuos, se ha evitado que los mercados mundiales retiraran la confianza a la moneda única de una Europa en recesión. Ningún gobierno de la Eurozona ha decidido abandonar este navío, a pesar de sus defectos de fábrica, y tampoco hemos virado hacia un euro con menos Estados. Con mayor o menor acierto, el rediseño de la unión económica y monetaria para hacerla más sólida y creíble está en marcha. No es el resultado de una gran estrategia, pero sí de un compromiso político de fondo con la integración.

No obstante, el carácter excepcional de estos años, en los que la moneda común ha estado al borde de su desaparición, ha llevado a intensificar todavía más el elitismo que había marcado la primera etapa de la integración europea, así como la orientación tradicional de justificar la integración por sus resultados. El carácter elitista del proceso incluso ha empeorado, ya que la crisis del euro ha llevado además a tomar refugio en la política de las capitales nacionales.

Alemania ha adquirido un protagonismo novedoso. A lo largo de una crisis que no ha padecido en toda su crudeza, ha proyectado al resto de los miembros de la Eurozona su propio contrato social, basado en la austeridad, el sacrificio, el ahorro y una clara desconfianza hacia los mercados financieros y la transferencia de competencias a la Unión. Hay que subrayar que Berlín no ha hecho y deshecho con mentalidad imperial, sino mirando hacia adentro. El imperativo categórico alemán ha sido «resolver la crisis europea conforme a reglas», lo que ha dado lugar a una abstracción peligrosa del contexto de cada país y una proyección hacia los demás de la identidad constitucional alemana. Alemania siente que el diseño de la moneda común ataca y quiere frontalmente su soberanía, la del Estado miembro por cierto más soberano en la actualidad. Por ello preferiría que la dejaran en paz a tener que liderar, pero manda a través de su ejemplo y de la proyección de su manera de hacer las cosas. Los pasos que proponen los alemanes se pueden resumir en reformas nacionales para ganar competitividad, supervisión común de los bancos, estrechar y hacer más aplicables las reglas sobre disciplina fiscal y dotar al nivel europeo de mecanismos para garantizar la estabilidad financiera, condicionando siempre la solidaridad a las reformas.

En esta situación, con demasiada frecuencia la integración se entiende como una disciplina jurídica y económica impuesta no por el nivel europeo, sino por algunos Estados miembros sobre otros. Se ha creado una división aguda entre países acreedores y deudores, con tensiones y agravios, y se ha debilitado a las instituciones y a la «Comunidad de Derecho» a nivel europeo, así como el funcionamiento normal de la democracia a nivel nacional. Esto se debe a que durante los primeros años de la crisis se ha pensado que el problema eran los países rescatados además de Italia y España, un error de diagnóstico. La crisis del euro no ha sido una crisis de deuda de algunos países, sino que se ha debido a un diseño defectuoso de la unión monetaria, que no es una zona monetaria óptima. Sus instituciones centrales carecen de los instrumentos necesarios para garantizar la estabilidad, la corrección de los desequilibrios o la supervivencia en caso de crisis.⁹

⁹ Cr. J. I. Torreblanca y J. M. de Areilza, «Spain's salvation in the euro», *The New Political Geography of Europe*, ECFR, Londres, 20123, págs. 71-77.



Durante la crisis del euro, el Parlamento no ha tenido ninguna función directora y su deliberación política no ha sido central. La Comisión ha perdido capacidad de iniciativa y voz a favor tanto del Consejo Europeo como del Consejo, en donde las posiciones alemanas han sido determinantes. El contrapeso a Berlín ha estado más en el Banco Central Europeo que en otras instituciones.

A pesar de todo, en todas las capitales de la Eurozona ha pesado la inercia pro-europea, como un hondo convencimiento de que la integración es el horizonte de nuestra época. Pero no basta con haber salvado los muebles, ni la cautela lucida por los Estados acreedores, en especial, por quienes son gobernantes en los países acreedores, una nueva categoría de líderes renuentes aupados al puente de mando de Bruselas.

La transferencia de nuevos poderes y recursos a la Unión sin la cual la moneda única no es viable se ha hecho más necesaria y al mismo tiempo más difícil. La reparación del euro se hace cuesta arriba, pero la causa principal no es la falta de liderazgo de nuestros dirigentes. El problema tampoco es reducible a aplicar las políticas económicas adecuadas, sino que tiene raíces más hondas, relacionadas con la necesidad de renovar la utopía europea.

La buena noticia es que a través de una extraña gobernanza, con medidas no siempre bien coordinadas a nivel europeo y nacional, se ha comprado un tiempo muy valioso, en el que se deben emprender nuevas reformas políticas y económicas. Para ello es esencial saber adonde se quiere ir. La crisis de la moneda única ha acelerado y a la vez ha complicado el imprescindible debate político para relanzar la integración. La utopía de la paz perpetua entre europeos por la que nacieron las Comunidades se da por descontada. Cuando el populismo antieuropeo suena todavía en intensidad media es hora de reparar en que nada está ganado para siempre y de sentar las bases para formular un nuevo ideal que haga atractivo el proyecto de unidad.

Esta segunda etapa del camino no puede ser simplemente una continuación de la anterior. A diferencia de la postguerra, el rompecabezas no es ya transformar los Estados-nación en Estados miembros de una Unión. Se trata de encajar ese nuevo poder europeo, legítimo, limitado y eficaz, y hacerlo plenamente compatible con las democracias nacionales, sujetas a su vez a los efectos beneficiosos de una disciplina jurídico y económica europea.

El reto de rediseñar la arquitectura fallida del euro sigue siendo de proporciones gigantes. En los cuatro últimos años se han dado pasos muy importantes en la resolución de la crisis de la moneda única, como las reformas en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento y la introducción de la supervisión europea de los presupuestos nacionales, que refuerza las capacidades de control de la Comisión Europea, la codificación en varias constituciones nacionales de la regla de oro de limitación del déficit, y la aprobación tanto del llamado pacto fiscal como del fondo de rescate permanente o Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE). Pero queda mucho por hacer: el reto es reparar el diseño defectuoso de la unión monetaria y no simplemente de abordar un incumplimiento de sus reglas básicas. Ha sido el propio euro, y no una serie de acontecimientos externos, el desencadenante de esta crisis.¹⁰

¹⁰ Cfr. José M. de Areilza, «La Unión Bancaria y la Unión Fiscal en el rediseño del euro», Revista El Notario, noviembre-diciembre 2012.



Los desequilibrios estructurales generados por la moneda única, unidos a sus problemas de diseño, hicieron que la crisis de crédito privado se convirtiera en una crisis de deuda pública. La Unión Económica y Monetaria no puede sobrevivir sin una centralización política y fiscal mayor que la prevista inicialmente, porque en las condiciones actuales introduce importantísimas tensiones y agravios entre sus miembros. Pero las condiciones políticas y sociales en muchos Estados miembros de la actual Unión Europea no hacen nada fácil esta transferencia de nuevos poderes a Bruselas. La crisis económica y financiera ha llegado cuando el proyecto europeo, en conjunto un gran éxito histórico, pasaba por horas bajas desde un punto de vista de la confianza ciudadana en sus instituciones y sin haber resuelto de modo pleno las preguntas sobre su déficit democrático y político.

El error de diseño de la UEM no está en sus mecanismos de gestión de crisis para el mal tiempo sino en una estructura que aparentemente generaba convergencia económica (en el caso de España, su mejor década en términos de crecimiento y empleo) pero que en la práctica introducía en el sistema toda una serie de incentivos perversos o desincentivos. La afluencia de dinero barato gracias a los tipos de interés del BCE y la reducción de los diferenciales de riesgo sobre la deuda soberana de los miembros ha activado una bomba de relojería que ha llevado a una serie de países a una trampa de muy difícil salida. En lugar de lograr una plena integración económica y la consecución de la convergencia económica, hemos asistido a tendencias políticas centrífugas, divergencia entre países y desacoplamiento económico entre unos que crecen, aunque moderadamente, y otros que se ven intervenidos o atrapados en una círculo vicioso de deuda.

En el fondo la «unión monetaria» no es tal, ya que carece de los dos elementos esenciales que configuran una unión: un Banco Central que sea prestamista de última instancia y que respalde la deuda, y un Tesoro que respalde tanto la deuda pública como la privada mediante mecanismos de resolución bancaria. Sin una política fiscal, un presupuesto propio ni un banco central, la unión monetaria es un sistema de tipos de cambio fijos sin posibilidad de salida. Por tanto, sin un rediseño sustancial, en sentido centralizador, la UEM difícilmente sobrevivirá en su forma actual.

Los pasos hacia una unión bancaria y una unión fiscal en el plano europeo no son suficientes: en el plano nacional hay que mantener las exigentes reformas nacionales para controlar el gasto público y aumentar la competitividad de cada miembro de la Eurozona, en un peligroso contexto de recesión en buena parte de la Unión. El desacoplamiento económico entre norte y sur ha introducido asimetrías y una percepción de juego de suma-cero dentro de la Eurozona, que alimenta la ruptura, material y psicológica, entre ambas partes. Tanto desde el plano europeo como desde las políticas nacionales hay que hacer todo lo posible para fomentar la convergencia económica a medio plazo, de modo que la unión económica y monetaria sea viable.

Además de lograr una unión bancaria plena, que ya ha puesto en marcha su primer pilar, la supervisión común, es preciso avanzar hacia una unión fiscal: las acciones y declaraciones del BCE no son soluciones permanentes, sino una manera inteligente de comprar tiempo.

Todos los analistas señalan el objetivo de una cierta unión fiscal como imprescindible para salvar al euro. Sin embargo, hay grandes diferencias en lo que se entiende por



unión fiscal. En un extremo, estaría la visión centralizadora inspirada en federaciones económicas de trayectoria probada como EEUU o Canadá. En el otro extremo, un modelo pragmático y de mínimos, en el que las transferencias europeas son en el fondo entre Estados y no de la UE como tales, se producen siempre con cuentagotas y a cambio de muchas contrapartidas en el ámbito de las reformas nacionales, presididas por una nueva cultura de austeridad y una política económica de ajuste a través de una dolorosa devaluación interna.

Sabemos dónde estamos en este momento, en un modelo de Unión Fiscal de mínimos. Sea cual sea el diseño a medio plazo de la unión fiscal, debe dotar a la UE de capacidad para estabilizar su moneda y su economía ante amenazas sistémicas y shocks asimétricos como los sufridos estos años. Se trata de ir mucho más allá de lo que se hizo los primeros diez años de Unión Económica y Monetaria basada en unas reglas fiscales para los Estados que se podían incumplir y la confianza en el poder de los mercados para disciplinar el gasto público y el endeudamiento soberano.

Nadie es capaz de predecir si los fondos provisionales de rescate o el nuevo fondo permanente serán el embrión de un futuro tesoro europeo, ni cuál será la función del presupuesto europeo en un diseño más avanzado de Unión Fiscal. Pero lo que es seguro es la creación de mecanismos de solidaridad federales tardará tiempo. Sabremos que hemos llegado a una unión fiscal cuando se empiecen a mutualizar riesgos, con la creación de euro bonos u otros instrumentos comunes. Los dirigentes alemanes son conscientes de que para que la moneda común funcione hay que crear una garantía de liquidez para Estados y bancos. Pero una vez aceptada a regañadientes el activismo del Banco Central Europeo y puesto en pie el fondo de rescate permanente, prefieren la vía lenta y la condicionalidad en las reformas europeas, tanto por razones domésticas, democráticas y electorales, como a su estrategia de mantener la presión sobre los Estados miembros en proceso de ajuste.

Al mismo tiempo, desde Berlín se advierte que la crisis más difícil de atajar es la de confianza ciudadana, compuesta de falta de apoyo a la idea europea, en un contexto de desempleo elevado, muy difícil de atajar por la falta de crecimiento económico. Por ahora, explican como pasos hacia la Unión Política la colaboración entre la nueva Comisión y el nuevo Parlamento, a sabiendas de que una modificación de los tratados para profundizar en reformas institucionales no será sencilla. El problema, se afirma, no es solo la resistencia alemana a transferir nuevos poderes a Bruselas, sino la negativa de países como Francia a aceptar las consecuencias constitucionales de la puesta en pie de un gobierno económico europeo en torno a la moneda rediseñada. Por un lado, se ha tomado decisiones de gran envergadura, como el primer pilar de la Unión Bancaria, pero por otro se es consciente de que la Eurozona no está aún preparada para afrontar una nueva crisis.

9.4. COMPETENCIAS, MÉTODO COMUNITARIO Y «MÉTODO DE UNIÓN»

El principal desafío de la Unión Europea de nuestros días es justificar todo el poder que se ejerce desde Bruselas y la ausencia de límites claros a su expansión continuada.



Este reto es todavía mayor que el de poner remedio a sus omisiones en ámbitos tan importantes como la unión económica y monetaria o la política exterior, de seguridad y defensa. Los problemas de legitimidad y de eficacia del sistema institucional europeo hacen más preocupante el hecho de que se dejen de tomar decisiones en los Estados miembros para convertirlas en políticas europeas. La Unión, y antes las Comunidades Europeas, han ido expandiendo progresivamente su ámbito competencial desde el principio de la integración hasta nuestros días, primero con más cautelas y luego con más velocidad, gracias a la toma de decisiones por mayoría cualificada en el Consejo, siempre en la dirección de lo que de forma coloquial se ha llamado «más Europa». En nuestros días la Unión se ha vuelto más cautelosa. Su prioridad ya no es legislar en nuevos ámbitos, sino profundizar en los existentes a pesar de que, con la crisis de la moneda única, el fortalecimiento de un gobierno supranacional europeo se ha convertido en una tarea urgente. Las instituciones de Bruselas se han puesto a la defensiva ante las reclamaciones de repatriar competencias europeas, pero por ahora no han sido capaces de justificar plenamente la necesidad de actuar desde el nivel europeo. Prueba de ello ha sido la tendencia a tomar decisiones relacionadas con la moneda común fuera de los tratados.

El problema de fondo reside en que las consecuencias constitucionales y democráticas de la expansión competencial de la Unión no han sido debatidas de modo suficiente desde una perspectiva netamente europea. En la mayor parte de las ocasiones, la expansión de poderes ha dependido de decisiones del proceso político caso por caso, en las que la discusión se centraba en el contenido sustantivo de una hipotética actuación europea.

La crisis del euro ha hecho emerger un tipo de crítica distinta de los excesos y las omisiones en la actuación de las instituciones europeas. Las convulsiones financieras y económicas han obligado a ir más allá del ámbito competencial tradicional de la Unión para entrar, desde Bruselas, en materias antes reservadas a la toma de decisiones nacional tales como la formulación de presupuestos nacionales, la supervisión bancaria, las políticas de empleo o las reformas económicas y sociales para la sostenibilidad del Estado de Bienestar. Estas iniciativas han desatado las invocaciones unilaterales a la identidad nacional, exacerbado las reclamaciones de repatriación de competencias europeas en algunos países –en especial, en el Reino Unido– y permitido el predominio político de Alemania, una hegemonía ni buscada ni querido por los germanos.

Al mismo tiempo, en este período desde países muy endeudados se ha argumentado la necesidad de rediseñar el gobierno europeo mediante un salto cualitativo hacia una federación económica. Esto supondría la transferencia de competencias y recursos a la Unión y la reorganización de las instituciones responsables de la política monetaria y económica, incluyendo la creación de nuevas instituciones en el nivel europeo (por ejemplo, un Tesoro, un Fondo Monetario o una Reserva Federal). Desde los países acreedores se ha reclamado precisamente lo contrario: poner límites a las transferencias hechas desde sus gobiernos para rescatar las economías de los países deudores y a las nuevas tareas que deben asumir las instituciones europeas y someter en adelante a los miembros de la Eurozona a reglas muy estrictas en el terreno presupuestario y de reforma económica.

La falta de límites claros desde el punto de vista jurídico, institucional o político a la expansión continuada de competencias europeas ha aportado flexibilidad en la solución



de la crisis, pero también ha alimentado los temores a una transferencia masiva de poderes al nivel europeo. Tras muchos titubeos y la negación de que se estaba ante una crisis de la moneda en su conjunto –de forma errónea, el diagnóstico inicial fue que se estaba ante una serie de países con problemas–, se ha llegado a un consenso muy genérico: la resolución de la crisis exige una unión bancaria y fiscal, así como reforzar la unión económica y política.

Se trata, no obstante, de un pacto de mínimos y lleno de ambigüedades: distintos Estados miembros definen de modo diferente los elementos de esta nueva gobernanza, los ritmos para ponerlos en pie y la distribución de los costes. Para Alemania, una vez sujetado el euro, la unión fiscal consiste en la implantación de reglas europeas que creen una verdadera disciplina en la elaboración de los presupuestos nacionales y que obliguen a la puesta en marcha de reformas económicas, a pesar de sus altos costes políticos y sociales.

A la hora de transferir nuevos poderes al nivel europeo existen, al menos, dos obstáculos serios, relacionados entre sí. En primer lugar, la creación de la Eurozona y su crisis ha llevado a un cuestionamiento del llamado método comunitario, basado en la toma de decisiones entre la Comisión, el Consejo y el Parlamento y en un derecho europeo tutelado por los tribunales europeos. En segundo lugar, en estos años se ha percibido más que nunca que somos gobernados desde Bruselas, pero no se ha creado una nueva cultura de debate político y de deliberación sobre las distintas visiones del bien común europeo, ni un sistema competitivo para llegar a gobernar la Unión a partir de elecciones europeas. Por el contrario, se ha experimentado un deterioro preocupante de la legitimidad de la UE. No es fácil dar con las bases para proponer un nuevo europeísmo, explicar la relevancia de la integración europea en nuestro tiempo y mostrar la centralidad que en dicho proyecto político tiene el rediseño de una moneda común.

Durante estos años de salvamento y rediseño del euro, la canciller Angela Merkel ha hecho de la necesidad virtud y, con mentalidad defensiva, ha formulado el llamado «método de Unión» como alternativa al «método comunitario». Este mal llamado método se basa en pactos entre Estados fuera del marco comunitario, con lo que se otorga el control de las decisiones a los gobiernos y se evita ampliar las competencias europeas y tener que reformar los tratados. Algunos ejemplos de los nuevos acuerdos intergubernamentales son el llamado Tratado Fiscal, el fondo EFSF y el MEDE. Aunque su toma de decisiones no se basa en la unanimidad y las instituciones europeas deben desarrollar y aplicar sus decisiones, se trata de una manera de actuar que hace disminuir enormemente la racionalidad y la eficacia de la toma de decisiones europea. Al mismo tiempo, dicho *modus operandi* otorga a parlamentos nacionales y tribunales constitucionales (en especial y por razones políticas, a los órganos alemanes) la última palabra sobre nuevas decisiones europeas, no sólo para darles luz verde sino también, en el caso de los Estados más poderosos, para determinar la mayor parte de sus contenidos.

El «método de Unión» significa que, en el fondo, no hay método. Algunos lo interpretan como un período transitorio en el que el inter-gubernamentalismo se ha impuesto debido a una situación de emergencia económica, y que desembocará en su momento a una reforma de los tratados para ordenar de forma coherente la unión bancaria, fiscal, económica y política en el ámbito comunitario. Pero la actual dialéctica entre países acreedores



y deudores ha creado una división peligrosa que hace más descarnada la defensa de los intereses propios de cada Estado y más difícil la solidaridad entre ellos.

En el fondo, la actual Alemania entiende la utilización del Derecho comunitario como una opción más en el cuadro de mandos. Las reformas legislativas para crear una supervisión macro-prudencial, reglas comunes y supervisión europea sobre la elaboración de presupuestos nacionales y también sobre reformas se ha impulsado a través de canales comunitarios. El gobierno de Berlín reconoce las dificultades de su socio francés para aceptar legislación europea que le obligue a emprender reformas profundas de su economía o a perder el control sobre decisiones financieras importantes. Además, teme tanto la vigilancia de su parlamento nacional y de su tribunal constitucional como, en el futuro, la falta de colaboración del Parlamento europeo. Por eso, el «método de unión» se entiende como una opción igual de viable y, en ocasiones, más que la tradicional vía del Derecho comunitario.

Al abordar los problemas de la moneda común en buena medida desde fuera del sistema institucional comunitario, se ha inaugurado una cultura política nueva, basada en la improvisación y la gestión a corto plazo de la crisis, con pactos políticos entre gobiernos muchas veces difíciles de aplicar a través instrumentos europeos vinculantes. Asistimos no sólo al predominio del Consejo Europeo sino, sobre todo, a la influencia alemana dentro y fuera del mismo. Esta jefatura de Estado colectiva, que reúne a jefes de Estado y de gobierno de los 28 Estados miembros, ha visto como un Consejo Europeo informal de miembros de la Eurozona aspiraba a convertirse en un serio competidor. El presidente Sarkozy promovió que los países de la Eurozona se reuniesen en este tipo de cumbres ad hoc durante 2010 y 2011 hasta que se ha formalizado como una reunión periódica.

Alrededor de este inestable centro, sin una visión política de conjunto, se ha establecido una competencia informal y desordenada entre una constelación de órganos unipersonales: presidencias de instituciones, representantes del Fondo Monetario Internacional, algunos jefes de gobierno y los ministros de economía de la eurozona, que componen el Eurogrupo.

Esta formación, apoyada en el llamado grupo de trabajo sobre el euro, ha adquirido mucho poder y autonomía frente al Consejo de Economía y Finanzas (ECOFIN) en el que están representados los 28 Estados miembros, y ha intentado también despegarse de la Comisión. Ha dado pasos para crear sus propias estructuras, aprovechando su reconocimiento jurídico por el Tratado de Lisboa y el apoyo francés para consolidar una Unión de dos velocidades. En esta división, basada en los que están dentro y los que quedan fuera del euro, el núcleo director queda en manos de un mecanismo intergubernamental. Igualmente, ha adquirido relevancia especial la llamada «troika», formada por el FMI, el BCE y la Comisión y encargada de inventar y gestionar las difíciles operaciones de rescate de países.

La forma caótica y poco transparente en la que se han tomado muchas decisiones, unida a la dureza de las mismas desde el punto de vista de sus resultados a corto plazo, ha deslegitimado más el nivel europeo. La Unión ha entrado en un círculo vicioso: el rediseño de la moneda común exige la transferencia de nuevas competencias y recursos al nivel europeo, en un momento de creciente desconfianza hacia la Unión Europea,



generada tanto por la ausencia de límites claros a su actuación como por su falta de capacidad a la hora de resolver los problemas económicos y sociales causados por la crisis. Muy limitados en su capacidad de decidir sobre sus propias políticas económicas y sociales, algunos Estados ya no confían en que la Unión vaya a ser capaz de abordar con éxito los problemas que, estructuralmente, tan solo ella puede resolver y para afrontar los cuales necesitaría actuar a partir de grandes consensos. Todo indica que será complicado salir de este bucle.

La manera de conseguirlo es tomarse en serio la reclamación de muchos Estados miembros, no solo de Alemania, a favor de una cierta limitación material de los poderes de la Unión Europea, como modo de proteger las democracias nacionales. Los mecanismos jurídicos y políticos para conseguir este propósito han de ser organizados en un esquema de toma de decisiones comprensible para los ciudadanos.

Para ello no es necesario introducir en los discursos europeos la palabra que empieza con «efe». Cada experiencia federal es distinta y los rasgos comunes del federalismo son pocos y no existe un paradigma o tipo ideal de federación.¹¹ La Unión ya tiene algunos rasgos federales, propios y limitados. En primer lugar, su Derecho, aplicado por los jueces nacionales con preferencia sobre el nacional. También, su toma de decisiones, en buena medida basada en el principio de mayoría, tanto en el Parlamento Europeo, como en el Consejo de Ministros. Asimismo, cabe hablar de federalismo en su flexible reparto competencial. Casi todos los poderes de la Unión o de sus Estados miembros son compartidos y su extensión real es negociable, día a día, por representantes de los Estados y la Unión, como en cualquier sistema contemporáneo de federalismo cooperativo.

Sin embargo, la Unión no es ni debe aspirar a ser una Federación de corte estatal. Le falta legitimidad social y la lealtad directa de sus ciudadanos. La Unión ha emergido como una federación jurídica sobre la base de una confederación política. El modelo comunitario define esta originalidad organizativa y política europea: una arquitectura institucional y jurídica creada a lo largo de sesenta años, con una combinación dinámica de elementos políticos supranacionales e intergubernamentales y bajo la influencia creciente de la toma de decisiones más tecnocrática que hemos llamado infranacional. Es cierto que el rediseño de la moneda única exige incluir nuevos elementos propios de una federación económica –supervisión bancaria, unión fiscal, mecanismos para garantizar la estabilidad financiera. Pero la Unión del futuro debe contrapesar esta centralización con mejores mecanismos de representación y de rendición de cuentas, así como con la descentralización en áreas en las que la acción europea ya no es demandada por la ciudadanía.

La concepción de una Unión Política limitada que proponemos necesita de unas instituciones europeas y nacionales capaces de responder a demandas ciudadanas, de deliberar entre distintas visiones del bien común y de dialogar entre ellas. El punto de partida no es un artificial *demos* europeo que de manera más o menos tenue se superponga a los *demoi* nacionales y que otorgue legitimidad directa a las actuales instituciones de la

¹¹ Cfr. K. Nicolaidis y R. Howse, «The Federal Vision: Legitimacy and Levels of Governance in the United States and the European Union», Oxford University Press, 2001.



Unión. Se trataría de crear mejores mecanismos jurídicos y políticos –por ejemplo, un mandato más explícito al Tribunal de Justicia de la UE sobre los límites legales a la expansión de competencias o procedimientos en el Consejo para «hacer sonar la alarma» por parte de un grupo de Estados que piden no decidir por mayoría en un asunto concreto –y así limitar el ámbito material de ejercicio del poder de la UE, sin restar del todo flexibilidad al nivel europeo a la hora de conseguir sus objetivos. Habría que instaurar un modelo de «equilibrio de poderes enumerados» entre la Unión y sus Estados miembros para comprender y criticar la distribución de competencias entre ellos, una condición necesaria para el éxito político de la integración europea en las próximas décadas. Su puesta en práctica es uno de los elementos básicos para relanzar el proyecto europeo.¹²

9.5. REFORMAS POLÍTICAS E INSTITUCIONALES

La crisis del euro ha puesto de relieve la necesidad de actuar de modo decidido para transformar la gobernanza europea actual y legitimar un nuevo espacio público europeo por medio de la política. No basta con avanzar una vez más hacia una «Europa de los resultados». La transferencia de nuevas competencias a la UE solo se puede justificar por una mejora de su sistema de gobierno en términos democráticos y por la aceptación de un nuevo contrato social entre los europeos que resuelva las tensiones y los desequilibrios políticos y económicos que tanta incertidumbre han introducido en el proyecto europeo. Se trataría de intercambiar nuevas cesiones de poderes imprescindibles en el rediseño del euro por un reforzamiento democrático y político de las instituciones comunitarias.¹³

Las instituciones de Bruselas tienen que conseguir hacer política de forma más visible y explícita, y no solo formular políticas. El objetivo es mejorar la calidad del debate democrático europeo, con más transparencia, inteligibilidad, rendición de cuentas y, progresivamente, competencia entre distintas visiones europeas del bien común.

La politización del nivel europeo llevaría a deliberar desde el nivel comunitario sobre la Europa que queremos. Fritz Scharpf ha advertido que en buena medida la actual Unión responde a un modelo político liberal y no republicano (en el sentido de la filosofía política comunitarista). Su prioridad es la protección de algunos derechos económicos individuales y está orientada a establecer límites al ejercicio del poder europeo, mediante un sistema institucional basado en múltiples vetos, que consagra así un modelo de pluralismo y no de gobierno de una mayoría paneuropea.¹⁴ Con las actuales reglas del juego y a falta de mandato electoral claro, la Unión, sostiene Scharpf, no puede promover el bien común, ni atender a muchos problemas que los Estados son incapaces de solucionar por su cuenta. Este análisis es particularmente lúcido para describir los contornos generales del modelo político europeo, pero encierra una visión demasiado exi-

¹² Cfr. José M. de Areilza, «Poder y Derecho en la Unión Europea», p.

¹³ Cfr. J. I. Torreblanca y J. M. de Areilza, «Spain's salvation in the euro», Op. cit.

¹⁴ Cfr. F. W. Scharpf, «Legitimacy Intermediation in the Multilevel European Polity», Op. cit.



gente hacia el grado de identidad común necesaria. En el fondo no deja de proyectar un modelo estatista al plano europeo.¹⁵

La Unión solo puede afirmar su condición de «democracia fuera del Estado», reconociendo la ausencia de un demos, sin pretender improvisar un sentimiento de identificación común equiparable al de un Estado unitario. Por ello, el esfuerzo de imaginación constitucional en el campo de la política debe ser mayor, para respetar las identidades nacionales preexistentes y a la vez profundizar en la creación de una nueva polis de ámbito europeo, que refleje tanto la diversidad como los rasgos comunes de la sociedad europea.

La pregunta más acuciante sigue siendo: cómo puede llegar a ser esta Unión un día una democracia de calidad, que goce de legitimidad, incorpore en el plano europeo todos los avances democráticos de los sistemas políticos occidentales y sin que tenga que evolucionar hacia un Estado europeo.

Hay que reconocer que el tamaño de la comunidad política europea dificulta alcanzar esta calidad democrática. La actual Unión sufre una lejanía estructural respecto a sus más de 500 millones de ciudadanos europeos. No hay un ejemplo en todo el mundo de una democracia con mecanismos bien establecidos de rendición de cuentas, deliberación y transparencia y con una gestión eficiente de los asuntos públicos con una población tan extensa y tanta diversidad. En el plano europeo cuesta más dar sentido a las nociones de representación y participación ciudadana y la tarea de crear opinión pública sobre los asuntos que se discuten ahí es ímproba. Nos encontramos con una cierta dificultad estructural para avanzar en la puesta en marcha de una democracia avanzada.

Aún así, hay reformas que deben abordarse una vez pasadas las urgencias de la crisis del euro. El sistema institucional europeo todavía no permite hablar de mandato electoral ni de gobierno responsable. La Comisión Europea, en su Comunicación de noviembre de 2012¹⁶, no se atrevió a defender este planteamiento y solo reclamó la recuperación del «método comunitario», una vez pasada las mayores urgencias que han llevado a improvisar pactos intergubernamentales.

Eso sí, propuso la creación de un Tesoro de la UEM a partir de la integración del MEDE en los tratados europeos. El responsable del Tesoro sería el comisario de Asuntos Económicos, con el apoyo del comisario de Presupuestos. Este aumento de poderes de la Comisión llevaría a dotar al Parlamento Europeo de más capacidades para controlarla en sus decisiones sobre la moneda común, evitando en cualquier caso la tentación de un «Parlamento de la Eurozona». La Comisión también rechazó la formalización de un Consejo de la Eurozona, a partir de la reunión de los miembros del ECOFIN de países del euro y sugirió una posible evolución del papel del Banco Central Europeo, para evitar que camine en la cuerda floja cada vez que tenga que hacer el papel de garante de la estabilidad financiera.

¹⁵ Cfr. Joseph Weiler, «Europe in crisis», Op. cit.

¹⁶ «Un Plan Director para una UEM profunda y auténtica. Apertura de un debate europeo», Comunicación de la Comisión de 30 de noviembre de 2012 COM (2012) 777 final/2



Por su parte el Informe de Presidentes (Van Rumpoy, Barroso, Draghi y Juncker) y los Consejos Europeos de Octubre y de Diciembre de 2013¹⁷ insistieron en la necesidad de establecer «mecanismos sólidos que garanticen la rendición de cuentas y la legitimidad democrática». Sin embargo, este objetivo central de cualquier Unión Política se traduce más adelante en el mismo texto en una confusa explicación de cómo el Parlamento europeo debe participar en las decisiones sobre la Unión Económica y Monetaria (sobre todo el día que hay una nueva capacidad presupuestaria UEM), pero también los parlamentos nacionales –no solo en las decisiones relacionadas con el «Semestre europeo» (presupuestos nacionales y reformas económicas) o los «acuerdos contractuales» entre la Comisión y los gobiernos para concretar estas reformas. Los jefes de Estado y de gobierno fían la coordinación de la cámara europea y las nacionales a la propia iniciativa de los parlamentarios de uno y otro nivel, un brindis al sol. Por lo menos, insisten en la necesidad de integrar los pactos intergubernamentales a los que han llegado en el Consejo Europeo durante los años de crisis en el marco comunitario y avanzar hacia la unificación de la representación exterior del euro, aunque sin explicar cómo ni en qué plazos.

Estas propuestas son a todas luces insuficientes. La nueva gestión de la moneda común lleva a tratar en el nivel europeo asuntos económicos y sociales de enorme envergadura y sobre los que es más complicado obtener consensos que cuando el proyecto central europeo era el mercado. La solución pasa por identificar mejor quién gobierna la Unión y conforme a qué intereses y valores.¹⁸ Así, convendría dar los pasos para que con el tiempo la cúpula de la Comisión se transformara en un Gabinete europeo, en el que se integrará también una representación de miembros del Consejo Europeo. La Comisión de este modo podría recuperarse de la perniciosa práctica de «un comisario por Estado» que la hace menos eficaz e independiente. En este Gabinete de, por ejemplo, doce miembros, los puestos de presidente de la Comisión y del Consejo Europeo coincidirían en una sola persona. Cada mitad del Gabinete debería ser elegida bien por el Parlamento Europeo bien por el Consejo Europeo, actuaría como gobierno de la UE y pondría en práctica un programa salido de las elecciones europeas. Debería poder disolver la cámara, convocar elecciones y ser obligado por el Parlamento a irse a su casa.

El Parlamento Europeo, por otro lado, es parte de la solución pero también tiende a arrogarse una representatividad mayor de la que realmente tiene y una capacidad de cooperación con los parlamentos nacionales aún no demostrada. Es necesario seguir dando pasos para que el Parlamento de Estrasburgo sea un verdadero co-legislador. La reducción de sus tres sedes a una sola y el derecho de iniciativa legislativa serían dos medidas que ayudarían a conseguir este objetivo. Pero la reforma que más mejoraría el debate europeo y la rendición de cuentas sería la re-composición de la cámara, a partir de una nueva fórmula mixta, una mitad de diputados elegidos en elecciones europeas y

¹⁷ Informe de Presidentes «Hacia una auténtica UEM», Consejo de la Unión Europea, 7 de diciembre 2012, SN 4577/12, Conclusiones del Consejo Europeo de 18 y 19 de octubre de 2012 y Conclusiones del Consejo Europeo de 13 y 14 de diciembre de 2012.

¹⁸ Cfr. José I. Torreblanca, «¿Quién gobierna en Europa? Reconstruir la democracia, recuperar a la ciudadanía», Ed. Catarata, 2014.



otra mitad de diputados nacionales, delegados de sus parlamentos para servir también como representantes europeos. Sería una manera de reconectar en el día a día las democracias nacionales con la europea.

La politización de la toma de decisiones europea se ha hecho más difícil por la acentuación del carácter tecnocrático de la política a todos los niveles, debido al impacto de la globalización económica. El proceso de integración mundial ha fortalecido el poder de las comunidades de intereses, pobladas por expertos que se reconocen entre sí por hablar el mismo lenguaje altamente tecnificado.

Desde la década de los setenta, hemos asistido al ascenso en la Unión de actores de tipo infranacional.¹⁹ Muchas políticas europeas son decididas por sujetos con lealtades sectoriales que no se guían por la noción de interés europeo o de interés nacional. La crisis del euro ha acentuado esta visión estrecha, tecnocrática y fragmentada de los términos del debate público europeo. La óptica supranacional o la intergubernamental no son suficientes a la hora de entender el desarrollo actual y futuro de la Unión Europea. En buena parte de las negociaciones comunitarias, los actores decisivos no defienden más que de modo retórico lealtades nacionales o europeas y lo que realmente buscan es hacer avanzar proyectos concretos, envueltos en consideraciones técnicas y especializadas. Esta «infranacionalidad» florece en Bruselas, igual que en las capitales de todos los países occidentales y permite resolver con cierta eficacia problemas de ámbito transnacional, relacionados con la extensa regulación del mercado interior o del comercio exterior.

Se trata de comunidades nada transparentes y no inclinadas a rendir cuentas. De ahí la sensación de que tanto la europeización como la globalización limitan severamente el poder de los Estados y los debilitan pero no lo transfieren a instituciones y procesos políticos por encima de ellos. Es como si el poder se quedase en los entresijos de los comités y las agencias, que como agujeros negros absorben visiones, energías y aspiraciones políticas. Por otro lado, sus debates, fragmentados alrededor de problemas concretos, normalmente versan sobre materias complejas y reservadas a verdaderos expertos. La solución no es esgrimir la legitimidad nacional como contrapeso a las comunidades de expertos a nivel europeo, para frenar su tendencia a presentar decisiones de gran contenido político en lenguaje técnico. El objetivo debería ser que la necesaria contribución de los cientos de comités forme parte de un sistema de pesos y contrapesos propio de la Unión e inteligible, que combine instituciones representativas capaces de trabajar otras no basadas en el principio mayoritario y que ambos modelos de ejercicio del poder estén sujetos a una rendición de cuentas eficaz. Para regular mejor estos procesos y hacerlos más transparentes y con mayor igualdad de acceso de titulares de intereses, no son necesarias reformas federales ni constitucionales, sino de procedimiento administrativo europeo.

Finalmente, otro gran asunto que se plantea cada vez que se piensa en las siguientes reformas políticas e institucionales en la Unión es la creación de una Eurozona más integrada, un «núcleo duro federal» en torno a los países del euro, para conseguir una inte-

¹⁹ Cfr. el trabajo pionero de J. Weiler, U. Haltern, F. Mayer, «European Democracy and its Critics; Five Uneasy Pieces», Harvard Jean Monnet Working Paper, 1/95.



gración más estrecha entre sus miembros. Jean Claude Piris ha sugerido dar el primer paso en esta dirección al sugerir la creación de una «Eurozona plus» (los miembros del euro más otros Estados de la UE que quisieran unirse)²⁰, como un modo de mejorar el funcionamiento de la Unión Económica y Monetaria. Estaría basado en un acuerdo intergubernamental parecido al del Tratado Fiscal entre 25 Estados miembros de 2012, sin reforma previa de los tratados ni grandes alteraciones del marco institucional existente. Con el tiempo, la Eurozona plus quedaría regulada por los tratados europeos. En el fondo, la propuesta de Piris se limita en ofrecer soluciones jurídicas inteligentes al reto de reforzar la Eurozona con normas propias.

La reforma de las reglas del juego europeo que reclama el primer ministro británico David Cameron desde Londres puede ser el momento de avanzar hacia este tipo de reconfiguración de la Unión. La operación no está exenta de riesgos, por las tensiones políticas que se generaría en un esquema de Europa a dos velocidades entre los miembros del primer círculo concéntrico y los del siguiente, y la amenaza a la integridad del mercado interior y al derecho comunitario compartido por todos, las dos redes que crea interdependencia y unidad europea. Cabe recordar que el mercado sigue siendo el gran proyecto europeo, con más potencial de crecimiento económico y más consenso que ninguna otra tarea común, y que el crecimiento y la prosperidad futura no vendrán de la moneda, sino de mejorar las reglas del mercado interior y hacer reformas para ser más competitivos. En áreas como la energía, los servicios, la economía digital o el libre comercio con terceros queda mucho por hacer. La ventaja añadida no son solo los resultados económicos potenciales, sino que éste es el proyecto que mayor consenso político genera entre todos los Estados miembros.

9.6. CONCLUSIONES: DECÁLOGO UTÓPICO PARA UNA UNIÓN POLÍTICA POSIBLE

1. Cambiar el paradigma de la integración: dejar atrás el elitismo y la justificación por los resultados y formular un nuevo método y un nuevo ideal, la política y la democracia a nivel europeo, plenamente compatible con las democracias nacionales.
2. Regresar al método comunitario y evitar la proliferación de pactos intergubernamentales sobre cuestiones económicas.
3. Tomarse en serio la limitación material de poderes de la UE, precisamente porque el rediseño del euro los ha expandido. Renacionalizar en lo posible, apoderar al Tribunal de Justicia de la UE a que defina límites jurídicos, permitir en ocasiones a grupos de Estados detener la toma de decisiones por mayoría (nuevos mecanismos para hacer sonar la alarma).
4. La Comisión debe evolucionar hacia un Gabinete europeo, que nazca de la integración de su cúpula con la del Consejo Europeo y la fusión de ambas presidencias y sea responsable ante el Parlamento europeo.

²⁰ Jean Claude Piris, op. cit.



5. Las elecciones al Parlamento Europeo deben determinar el nombramiento de la Comisión y de la mitad del nuevo Gabinete Europeo. La composición de la cámara evolucionaría hacia un esquema mixto, de parlamentarios directamente elegidos y delegados de parlamentos nacionales.

6. El fenómeno de la llamada «infranacionalidad» (comunidades de expertos que deciden sin suficientes controles políticos ni debates públicos) debe limitarse a través de reformas del procedimiento administrativo europeo que garanticen igualdad de acceso, transparencia y rendición de cuentas.

7. La Eurozona no requiere una Europa a dos velocidades, sino mejores instrumentos propios, incluido una revisión del papel del Banco Central Europeo, y más política y deliberación en torno a los valores que guían y explican sus decisiones.

8. El Mercado y el Derecho siguen siendo los elementos más cohesionadores del proyecto europeo.

9. El euro debe tener una representación exterior unificada.

10. A medio plazo, es necesario hacer una reforma de los tratados para incorporar pactos de salvamento del euro y mejorar la rendición de cuentas de las instituciones, con una reforma previa del método de reforma, para evitar que la unanimidad impida la adaptación de los Tratados.

ENTIDADES PATRONO

de la Fundación de Estudios Financieros

BANCO SANTANDER, S.A.
TELEFONICA, S.A.
BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA
CITI
BANCO SABADELL
BANKIA
CLIFFORD CHANCE
FIDELITY WORLDWIDE INVESTMENT
FUNDACIÓN REPSOL
INDITEX
KPMG
LA CAIXA
ZURICH ESPAÑA
BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES
URIA & MENENDEZ
ACS
DELOITTE
ENDESA, S.A.
EY
FUNDACIÓN MUTUA MADRILEÑA
FUNDACIÓN PRICEWATERHOUSE COOPERS
INDRA SISTEMAS, S.A.
MAPFRE
MIRABAUD
BAKER & MCKENZIE
J&A GARRIGUES, S.L.
CECA
FUNDACIÓN ABERTIS

ENTIDAD FUNDADORA

INSTITUTO ESPAÑOL DE ANALISTAS FINANCIEROS

