

EL FUTURO DE LA UNIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

INFORMES DE LAS JORNADAS DE ESTUDIO



IEAF | FEF
INSTITUTO ESPAÑOL DE
ANALISTAS FINANCIEROS
FUNDACIÓN DE
ESTUDIOS FINANCIEROS

URÍA
MENÉNDEZ



Cátedra
Jean
Monnet

ESADE
Facultad de Derecho
Universidad Ramon Llull

EL FUTURO DE LA UNIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

INFORMES DE LAS JORNADAS DE ESTUDIO

ISBN: 978-84-09-10205-1

Depósito legal: M-11593-2019

Edita: Fundación de Estudios Financieros

ÍNDICE

PRESENTACIÓN	4
EL FUTURO DE LA UNIÓN ECONÓMICA MONETARIA	6
INFORMES DE LAS JORNADAS DE ESTUDIO:	
1. “El futuro de la unión económica y monetaria: unión bancaria y financiera” Fernando Fernández Méndez de Andés, <i>IE Business School</i> <i>y Director del Anuario del Euro</i>	7
2. “Estabilización, <i>sudden stops</i> y gobierno económico: ¿qué unión fiscal para la zona euro?” David Vegara, <i>ESADE Business School, ESADEgeo</i>	33
3. “La reforma del gobierno económico de la Unión” Daniel Sarmiento, <i>Profesor titular de Derecho Administrativo y de la UE (UCM)</i> <i>y abogado de Uría Menéndez</i>	56

PRESENTACIÓN

PRESENTACIÓN

Las tres instituciones que apoyamos esta iniciativa: la Cátedra Jean-Monnet ESADE, Uría & Menéndez y la Fundación de Estudios Financieros, decidimos a principios de 2018 aunar nuestros esfuerzos para celebrar una serie de jornadas con expertos para debatir sobre el futuro de la Unión Económica y Monetaria (UEM). En aquel momento acababa de celebrarse la reunión de la Comisión Europea en la que se acordó un gran proyecto para completar el diseño institucional de la UEM y se abría una etapa ilusionante de renovación en la que se requería un debate importante sobre cómo hacerla.

Nuestras instituciones tenemos muchas cosas en común y, sin duda, una de ellas es nuestro europeísmo y convencimiento de que la UEM es una casa común que, si la construimos sobre cimientos sólidos, nos puede permitir avanzar mucho más lejos que si lo hacemos por separado cada uno de los países que la conformamos.

Hemos dado suficiente muestra de nuestra apuesta por Europa en múltiples iniciativas y proyectos y hemos defendido desde hace varios años la importancia de la moneda única europea y nuestro convencimiento de las ventajas que aporta, a pesar de la disciplina y los sacrificios que conlleva a los Estados que la conforman. Esto no quiere decir que seamos complacientes con muchas cuestiones que requieren importantes decisiones para seguir avanzando en este proyecto común.

Precisamente este último es el objetivo de este trabajo que presentamos, debatir sobre cuestiones que creemos que se deben mejorar para construir un proyecto europeo más sólido y útil para la sociedad.

El documento que presentamos recoge las tres ponencias realizadas en las jornadas de debate que hemos organizado conjuntamente las tres instituciones: “*El futuro de la unión económica y monetaria: unión bancaria y financiera*”, aportación de Fernando Fernández Méndez de Andés; “*Estabilización, sudden stops y gobierno económico: ¿qué unión fiscal para la zona euro?*”, realizado por David Vegara y “*La reforma del gobierno económico de la unión*”, de Daniel Sarmiento. A todos ellos les queremos

transmitir nuestro agradecimiento y felicitación por el excelente trabajo realizado y por su dedicación y apoyo a esta iniciativa.

Como instituciones dedicadas a aportar conocimiento y pedagogía sobre asuntos públicos, es nuestro deber hacerlo con el objetivo de trasladar a la sociedad aquellos aspectos, tanto económicos como jurídicos, que creemos que son necesarios para mejorar la estructura institucional del euro.

Esperamos que este documento aporte argumentos al actual debate sobre el futuro de la Unión Monetaria Europea y sea del interés de todos sus lectores.

JOSÉ M. DE AREILZA CARVAJAL

Cátedra Jean-Monnet ESADE

LUIS DE CARLOS BERTRÁN

Uría Menéndez

JORGE YZAGUIRRE SCHARFHAUSEN

Fundación de Estudios Financieros

EL FUTURO DE LA UNIÓN ECONÓMICA MONETARIA

Uría & Menéndez, la Cátedra Jean-Monnet ESADE y la Fundación de Estudios Financieros organizaron de forma conjunta durante 2018 tres Jornadas sobre el futuro de la Unión Económica y Monetaria.

Los tres bloques temáticos que se trataron fueron los siguientes:

La Unión Financiera y Bancaria, celebrada el 09.05.18. Participaron:

- Fernando Fernández (Ponente), profesor de IE Business School y editor del Anuario del Euro;
- Fernando Restoy, presidente del Financial Stability Board;
- José Manuel Campa, Global Head of Regulatory Affairs del Grupo Santander;
- María Gracia Rubio, abogada y profesora asociada de ESADE.

La Unión Económica y Fiscal, celebrada el 30.05.18. Participaron:

David Vegara (Ponente), profesor asociado del Departamento de Economía, Finanzas y Contabilidad de ESADE;

- Eva Valle, directora de la Oficina Económica del Presidente del Gobierno;
- José Luis Escrivá, presidente de la Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal (AIReF);
- Juan Luis Vega, jefe de la División de Política Monetaria y Área del Euro del Banco de España.

El Gobierno Económico de la Unión, celebrada el 28.06.18. El acto fue presidido por Pedro Solbes, ex comisario de Asuntos Económicos y Monetarios; ex vicepresidente segundo y ministro de Economía y Hacienda. Participaron:

- Daniel Sarmiento (Ponente), profesor titular de Derecho de la UE de la Universidad Complutense y abogado de Uría Menéndez;
- Carla Díaz Álvarez de Toledo, subdirectora general de Asuntos Económicos y Financieros de la Unión Europea, Ministerio de Economía;
- Alberto de Gregorio Merino, director, Servicio Jurídico del Consejo de la Unión Europea;
- Federico Steinberg, investigador principal del Real Instituto Elcano.

EL FUTURO DE LA UNIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA. UNIÓN BANCARIA Y FINANCIERA

FERNANDO FERNÁNDEZ MÉNDEZ DE ANDÉS

IE Business School

Madrid, 15 de julio de 2018

1. INTRODUCCIÓN

Reflexionar sobre la Unión Europea es hoy más que una curiosidad intelectual, una necesidad. Europa está amenazada desde fuera por uno de sus aliados más tradicionales que no se recta en considerarle un enemigo, por ahora solo en el terreno comercial. Pero también, y más fundamentalmente, por un nuevo orden económico que con la globalización y digitalización pone en cuestión el modelo social europeo y la financiación de su generoso Estado de Bienestar. Europa está también cuestionada desde dentro. No solo ni principalmente por los que se quieren ir, el temor a las consecuencias del Brexit y su posible contagio, sino por el impacto político de las migraciones y la acogida de refugiados políticos o económicos. Como consecuencia, asistimos a un renacer de nacionalismos populistas, algo en lo que los españoles somos desgraciadamente expertos y principales exportadores. Esta es sin duda la cuestión política más divisiva y rupturista del momento. Una cuestión que ha debilitado gobiernos, acabado con liderazgos que parecían eternos y debilitado sin duda el ethos europeo. Una cuestión frente a la que tan poco valen posiciones estúpidamente intransigentes como irresponsablemente buenistas. Porque el ciudadano europeo quiere respuestas, se siente desprotegido, ha dejado de confiar en los beneficios de la integración comercial, económica, política.

En realidad, el debate de fondo es tan fácil de formular como difícil de resolver. Se trata de cómo hacer sostenibles en el nuevo normal, las viejas instituciones de estabilidad económica y progreso social que Europa se ha dado desde hace ya más de 60 años. Un largo período de paz y prosperidad sin precedentes en la historia continental. Empezando por la primera y más elemental de esas instituciones, el método comunitario. Se trata de un debate tan interesante técnicamente como políticamente sesgado. Porque no es solo un debate Norte-Sur, aunque pueda parecerlo. Ni siquiera entre países hoy deudores y acreedores, porque ya sabemos que esas posiciones cambian con el tiempo y el devenir económico de los distintos países. Tampoco es solo un debate Este-Oeste, de viejos y leales socios contra los nuevos y desagradecidos invitados que se atreven a cuestionar los viejos consensos porque tienen historias y expectativas muy distintas sobre lo significa la Unión.

Europa está ante un debate esencial sobre su futuro, sobre la sostenibilidad y permanencia de la Unión Europea, sobre el diseño institucional y político mínimo necesario de un área monetaria sostenible con vocación de permanencia. Porque no deja de ser una paradoja que el proyecto de la moneda común, pensado como el gran paso hacia la construcción política de una inevitable Unión Europea, se haya convertido en una fuerza centrífuga de potencia expansiva. Por ingenuidad o errores en el diseño inicial, por incapacidad de reacción cuando la crisis puso de manifiesto las inevitables consecuencias de esos fallos, por egoísmos cortoplacistas en la actitud de muchos gobiernos, por falta de liderazgo y de compromiso, en definitiva. Pero que nadie se llama a engaño, el fracaso del euro es el fracaso de Europa

Por eso, reflexionar sobre la Unión monetaria conduce necesariamente al debate sobre el Estado final de la Unión Europea. ¿Para qué queremos la moneda única?, ¿cómo podemos imaginarnos la Unión Europea una vez se hayan consensuado, aprobado y aplicado todas las reformas institucionales necesarias?, ¿qué queremos construir entre todos? Y lo que es tanto o más importante, ¿es ese edificio final económicamente factible?, ¿es viable una Unión monetaria con esas características o es puro voluntarismo?, ¿qué nos dice la teoría económica y la evidencia empírica al respecto?

Si aplicamos ese principio socrático y renunciamos al adanismo de que esta vez también es diferente, acordaríamos rápidamente que no hay unión monetaria sin unión bancaria. Obviedad que nos ha llevado casi veinte años aceptar, los que van desde la firma del Tratado de Maastricht hasta las reformas emprendidas tras la crisis de la deuda europea en 2010. Como tampoco hay unión monetaria sostenible sin “un solo soberano”, sin unir y compartir el ámbito de decisión monetaria, bancaria y fiscal. Sin una unión fiscal, por mucho que nos empeñemos en imaginar complejas estructuras financiero-políticas para evitar el día del reconocimiento. La actitud del BCE con su ilimitada provisión de liquidez nos ha permitido ganar tiempo y comprado la complacencia y tranquilidad de los mercados financieros. Pero no puede resolver el problema.

Una unión fiscal que no es objeto explícito de este artículo pero que ha de enmarcarse en el objetivo último de dar consistencia y estabilidad a la Unión y que tiene por tanto que respetar algunos principios fundamentales y responder a algunas preguntas elementales. Una unión fiscal en la que minimizar las transferencias internas sea un objetivo deseable, pero que no puede eliminar a priori su existencia porque equivaldría a asegurar el fracaso de la unión monetaria. ¿Quién garantiza el valor del euro en caso de crisis sistémica?, ¿quién el de los activos denominados en euros?, ¿quién es el prestamista de última instancia, quién el soberano que responde de sus obligaciones?, ¿quién, sino el contribuyente europeo? Por eso no puede haber unión monetaria sin disciplina fiscal, sin unas reglas fiscales claras y aceptadas como legítimas que fijen con transparencia y conocimiento el riesgo fiscal asumido por el ciudadano europeo. Lo que nos lleva necesariamente a hablar de cesión de soberanía fiscal a las autoridades europeas como un corolario necesario de la cesión ya realizada de autonomía monetaria y financiera; a definir la extensión y los límites de esa cesión.

Es un imperativo democrático que la unión fiscal lleve a la unión política, al debate político sobre qué tipo de Unión Europea queremos. Un debate que solo puede acabar en un nuevo Tratado Constituyente, con todas las dificultades que eso entraña. La etapa de las interpretaciones creativas y los retoques marginales al Tratado de Maastricht está agotada. Ha permitido poner en marcha el proceso y sortear los momentos más duros de la crisis con una gran dosis de voluntad, imaginación y liderazgo. Pero ha tenido un alto coste institucional. El capital político de los escasos protagonistas supervivientes está en mínimos el sentimiento europeísta y ha crecido sin parangón el número y fuerza de los euroescépticos. Por eso, la Unión necesita un nuevo impulso político. Necesita dotar a la Eurozona de instituciones propias y diferenciadas de las de la Unión Europea, o poner una fecha de caducidad al período transitorio en el que los países y la Unión son básicamente li-

bres de aceptar le entrada en el euro. Porque los requisitos de integración y permanencia en una unión aduanera, en un mercado único, y en una unión monetaria son esencialmente diferentes. Una unión monetaria es mucho más exigente fiscal y políticamente. Si no estamos dispuestos a llegar hasta el final, si hay aún dudas sobre cuál será el *institutional steady state*, quizás habría que ir pensando en estudiar alternativas, incluidas las estrategias de salida, para minimizar los daños de una potencial ruptura. Porque ningún gobierno responsable puede condenar a sus ciudadanos a una fragilidad, vulnerabilidad y dependencia permanente.

Centrándonos sin más preámbulos en el objeto de este artículo, podía haber adoptado un enfoque posibilista, pragmático, y comentar lo que parece posible avanzar este año. Podía haber adoptado pues un enfoque más político, como hacía el documento preparatorio de la Cumbre Europea de Junio preparado por el anterior gobierno español¹ o también el documento de los llamados economistas francoalemanes o documento de los 6+6². Pero sinceramente no creo que esa sea la labor de los economistas académicos. A nosotros nos corresponde otra función más técnica como la que hicimos en su momento con la unión bancaria cuando insistíamos ya desde 1998 en que era parte inseparable de la unión monetaria³. Nos corresponde poner encima de la mesa temas que irán madurando políticamente, hasta convertirse en doctrina oficial. Temas que cuando se proponen inicialmente suenan a herejía política, a un sueño o una pesadilla de imposible cumplimiento. Pero que la realidad ha ido imponiendo como inevitables si se quería evitar el colapso de la unión monetaria.

Este ha sido el caso de la asunción por el BCE de la supervisión bancaria europea o de la regulación común a través del “single rule book”, o del mecanismo único o el fondo de resolución. Temas que nacieron en el ámbito académico, contaron con una gran oposición política, principalmente de aquellos países menos partidarios de la mutualización de riesgos. Países preocupados, y con razón, de las contingencias fiscales que implícitamente estaban asumiendo sus ciudadanos y que pedían a cambio nuevas exigencias de disciplina fiscal no siempre satisfechas. Un procedimiento de negociación por convicción y aburrimiento típicamente europeo que se está repitiendo ahora con el sistema europeo de garantía de depósitos o incluso con la creación de un activo europeo libre de riesgos o con la unión fiscal, donde las propuestas originales de unos cuantos iluminados han sido recogidas en el Documento de los Cinco Presidentes. Un procedimiento que muchos defienden como obligado por la formación de un cierto consenso democrático. Mientras que, para muchos otros analistas entre los que me encuentro, es innecesariamente lento y tedioso, aleja a la población de la realidad europea, prolonga innecesariamente las vulnerabilidades una vez detectadas y somete a los países a una elevada volatilidad en su credibilidad internacional y en la disponibilidad de financiación exterior.

Ese es el enfoque adoptado en este artículo, que más que proponer un camino posible a corto plazo para la Unión, persigue listar los temas necesarios, comentar aquellos aspectos en los que la Unión Monetaria Europea está aún lejos de ser sostenible. Temas que, dada la evidencia histórica, y la teoría económica cuestionan aún la viabilidad de la Unión. Temas algunos de los cuales, aún requieren primero forjar un consenso técnico entre economistas para avanzar posteriormente en el convencimiento político a unos gobiernos que no están por la labor de una mayor integración. Pero temas necesarios porque (i) los mercados financieros no siempre serán tan indulgentes ni tan complacientes, (ii) el BCE no podrá mantener mucho más tiempo en solitario su “*whatever it*

¹ Ministerio de Economía, abril 2018

² CEPR Policy Insight 91, enero 2018 y voxEU julio 2018. Para una lectura optimista de la Cumbre ver Martin Sandbu, FT 18 de junio de 2018.

³ Fernández y Navarrete 2008.

takes” y (iii) el mundo no va a esperar indefinidamente a que Europa resuelva sus problemas de crecimiento. Temas que he agrupado en tres apartados de desigual extensión: completar la unión monetaria en la Eurozona, completar la unión bancaria y completar la unión del mercado de capitales.

2. COMPLETAR LA UNIÓN MONETARIA

Quizás el primer objetivo de la reforma de la unión monetaria debería ser la normalización del Banco Central Europeo, acabar con su excepcionalidad. Un objetivo que va mucho más allá de una mera reforma institucional interna que afecte los procedimientos para la designación de los miembros de sus órganos de gobierno, y que incluye el diseño de la política monetaria, los instrumentos de los que dispone, la interlocución política y fiscal del BCE y su responsabilidad frente al Parlamento Europeo. Temas que trataremos en esta sección.

La estructura de los órganos de gobierno del BCE es un tema abierto que se cerró temporalmente en la última reforma y debería repensarse en un escenario de una Unión con 27 miembros. En mi opinión habría que ir hacia un modelo con un Comité Ejecutivo residente reducido, aproximadamente como el actual, donde ningún país tendría garantizado su sitio y la selección podría hacerse por criterios estrictamente competitivos, encargando una selección previa y la búsqueda de candidatos a un *head hunter* externo. Un modelo como el que siguen los bancos centrales más novedosos y profesionales del mundo que no dudan en incorporar a su Consejo a personalidades externas al reducido y cerrado mundo de los banqueros centrales, incluyendo a algunos extranjeros de fuera del área monetaria. Consejo ejecutivo que tomaría las decisiones de política monetaria y tendría también la última palabra en las decisiones de resolución bancaria, que quedarían así libres de toda sospecha de influencia política. El actual Consejo de Gobierno se ampliaría para incluir a todos los gobernadores de los bancos centrales nacionales de la Eurozona y no tendría carácter ejecutivo sino asesor y de orientación general.

Comprendo que es un tema polémico y en absoluto urgente, susceptible de despertar fuertes emociones nacionalistas que aconsejan prudencia. Pero en algún momento habrá que pensar tanto en la eficacia y eficiencia del BCE como es su legitimidad y *accountability*. Tema este último, por cierto, resuelto en el modelo propuesto mediante la firma de un contrato con los administradores y la regla de “cumplir o explicar” ante el Parlamento Europeo. No tiene sentido, sin embargo, que una institución federal europea como el BCE tenga que dar explicaciones de sus actos en los distintos parlamentos nacionales, como se propone en algunos documentos de la propia Comisión. Dicha práctica se convertiría pronto en una fuente de agravio entre Estados Miembros, de conflicto permanente entre Parlamentos de primera y de segunda en la Eurozona.

Completar la unión monetaria nos lleva también a recuperar la normalidad de la política monetaria. No se trata tanto de un tema institucional como de gestión, pero las peculiaridades de la Eurozona lo convierten en un tema especialmente polémico. Es innegable y así lo han reconocido prácticamente todos los analistas, que la actuación decidida del BCE salvó la unión monetaria en un momento de extrema tensión y de riesgo cierto de ruptura. La expresión “*whatever it takes*” se ha convertido en un clásico, en un símbolo de lo que tiene que hacer un banquero central en momentos agudos de crisis sistémica. Pero no es suficiente, ni puede convertirse en norma de conducta. Un área monetaria estable no puede funcionar solo bajo la discrecionalidad, ni ésta puede ser recurrente o sistemática. Hoy sabemos que la política monetaria ha de ser previsible para ser eficaz.

La permanencia en el tiempo de políticas monetarias no convencionales, de políticas de expansión cuantitativa extraordinarias, está significando costes crecientes para la Eurozona. Son cada vez más los analistas que empiezan a considerar dichos costes excesivos, por la duración injustificada de las mismas. Analistas tan poco sospechosos de radicalismo como el Fondo Monetario Internacional o el Banco de Pagos de Basilea⁴ que subrayan se ha producido un aumento de la vulnerabilidad financiera que se manifiesta en valoraciones muy exigentes de algunos activos, la compresión irracional de los spreads de algunos bonos corporativos y soberanos o los reducidísimos niveles de volatilidad.

Conviene repasar siquiera brevemente estos costes derivados de las políticas no convencionales y recordar que los tipos cero o negativos suponen represión financiera y castigan la formación de ahorro al hacer recaer los costes del ajuste de manera desproporcionada sobre los rendimientos esperados del mismo. Un fenómeno éste que en la Eurozona cobra una dimensión geográfica no despreciable por sus repercusiones políticas que cuestionan la credibilidad y legitimidad del BCE. La diferencia en la posición financiera neta de las familias en los distintos países hace que algunos, caso de España, se vea especialmente beneficiado pues los hogares tienen muchos más pasivos financieros, hipotecas, que activos, mientras que otros países se vean especialmente perjudicados al ser sus hogares ahorradores netos. Pero contrariamente a lo que piensa la opinión pública, entre estos últimos no se encuentra precisamente Alemania. De hecho, el BCE ha demostrado que el efecto neto de los tipos cero en este país es el mismo que sobre Italia⁵.

Adicionalmente, las políticas monetarias no convencionales: (i) hacen perder contenido informativo a las primas de riesgo enturbiando la asignación de activos (*asset allocation*); (ii) posibilitan las burbujas de activos al permitir una demanda sostenida de los mismos por encima de los fundamentales; y (iii) castigan la rentabilidad de los bancos ahondando en la contradicción entre política monetaria y estabilidad financiera. Este último punto es importante y explica quizás más que el crecimiento económico respectivo, el diferencial de comportamiento en los mercados entre los bancos americanos y los europeos. Porque más allá de la distribución de los costes del ajuste y una suerte de castigo moral a los bancos por sus excesos anteriores, la cuestión central para las autoridades prudenciales es si el sistema bancario puede ser solvente sin ser rentable. Máxime cuando la rentabilidad se encuentra estructuralmente erosionada por la disrupción digital y la aparición de nuevos competidores, el empoderamiento del consumidor y la pérdida de las ventajas informativas clásicas de la banca, y una voracidad regulatoria que sigue sin atenuarse. Ante esto, los portavoces del BCE suelen responder de manera un tanto agresiva con dos clásicos argumentos. Uno, la rentabilidad de los bancos no es su responsabilidad, cierto, pero acaba siendo su problema si llegan a resolución o el sistema se resiente en su conjunto. Dos, los bancos europeos deben mejorar su eficiencia acelerando la consolidación transnacional haciendo así efectiva la creación de un mapa bancario europeo. Loable objetivo, pero no parece muy propio de los reguladores recetar un aumento del tamaño, del poder oligopolístico como mecanismo de extracción de rentas y saneamiento bancario. Porque una tercera opción, la más evidente, la mejora de las carteras de los bancos exige, como veremos más adelante, decisiones prudenciales y/o fiscales importantes.

Ante estos costes crecientes, conocidos sin duda por las autoridades monetarias, habría pues que preguntarse por las razones del mantenimiento de estas políticas, o más exactamente por la insistencia del BCE en un levantamiento tan gradual de las mismas que ha retrasado las expectativas de subidas de tipos de interés hasta el segundo semestre del año 2019. Sin entrar en grandes

⁴ Ver FMI, Informe de Estabilidad Financiera 2018 capítulo 2 y BIS, Informe Económico Anual 2018, capítulo 3, aunque los énfasis son míos.

⁵ Ver BCE, Boletín económico 4/2016.

discusiones teóricas que no son materia de este artículo, si es útil hacerse unas cuantas preguntas básicas: ¿cree el BCE que la inflación puede ser la única guía de la política monetaria?, ¿piensa honestamente que esta política monetaria es compatible con la situación macroeconómica actual de la Eurozona cercana a su crecimiento potencial?, ¿o es que intuyen los miembros de su Consejo de Gobierno que la tasa natural de interés en el nuevo normal es próxima cero?, ¿se han apuntado por unanimidad a la hipótesis de estancamiento estructural? Se me hace difícil pensar que ese sea el caso, porque es un debate muy abierto entre todos los bancos centrales del mundo.

Un debate que ha monopolizado las reuniones anuales de gobernadores tanto americanos en Jackson Hole como europeos en Sintra, y sobre el que ni la evidencia empírica ni los argumentos teóricos son concluyentes⁶. Lo que nos llevaría a pensar que una vez más el BCE es diferente porque la unión monetaria está incompleta. Es diferente y sobre su política monetaria priman otras consideraciones distintas de las puramente macro, consideraciones de otra naturaleza, cuestiones cuasi fiscales que tiene que ver con la vulnerabilidad de determinados países y con la ausencia de mecanismos de estabilización en el arsenal de las políticas fiscales europeas. Porque el BCE se ha quedado voluntariamente sin margen de actuación para una nueva crisis, salvo que piense que no existe límite negativo a los tipos de interés, el llamado *Zero-bound*, o que, con las monedas digitales de curso legal, las *central digital currencies*, la represión financiera puede ser ilimitada porque el banco central siempre podría cobrar por emitirlos⁷.

Volviendo a la pregunta central de este artículo, cómo completar la unión monetaria europea, una de las características institucionales más notables de la UEM, y que más comentarios ha suscitado, es el papel especial del BCE como la única institución auténticamente federal de la Eurozona y como el único instrumento de política económica de la misma. Es cierto que la crisis ha generado un amplio debate sobre el excesivo protagonismo de los bancos centrales asumiendo competencias más allá de su mandato tradicional⁸ y aún más sobre la propia compatibilidad de las autoridades reguladoras independientes y la democracia representativa⁹. Pero es en Europa donde este debate ha cobrado especial relevancia pública y política. Porque la UEM no tiene un gobierno claro, lo que alimenta las dudas y especulaciones sobre la legitimidad democrática de las actuaciones del BCE. Porque la UEM no tiene una gobernanza fiscal clara y transparente para el ciudadano, lo que complica la labor de las actuaciones monetarias que se ven inmersas en debates políticos que no les corresponden. Y porque la Eurozona no tiene política fiscal propia, *un fiscal stance*, que sea algo más que la mera resultante de la suma ponderada de las decisiones fiscales que unilateralmente toma cada estado miembro. Esta ausencia se ha intentado remediar creando nuevas instituciones de *soft power*, sin capacidad ejecutiva pero con poder de recomendación y señalización como el *Fiscal Stability Board*, pero estas Autoridades Fiscales Independientes, como nuestra AIREf, son solo un instrumento de control de daños. Un instrumento importante que puede ir ganando autoridad moral con el tiempo y el ejercicio adecuado y profesional de su independencia, pero no son ni pueden ser un sustituto de un Ministerio de Economía de la Eurozona.

El problema para el BCE es que al no disponer la UEM de un instrumento ordinario de estabilización macroeconómica, ni tampoco de una herramienta extraordinaria de gestión de crisis, ni si-

⁶ Ver el post de Bruegel, *Economy of Intangibles*, de Silvia Merler, julio 2018 (<http://bruegel.org/2018/07/economy-of-intangibles/>)

⁷ Ver Santiago Fernández de Lis, *Central Bank Digital Currencies*, BBVA Research, Noviembre 2017, (<https://www.bbva-research.com/en/publicaciones/a-new-challenge-for-banking/>)

⁸ Ver Mohamed El-Erian, *The Only Game in Town: Central Banks, Instability, and Avoiding the Next Collapse*, Yale University Press, 2016.

⁹ Paul Tucker, *Unelected Power: The Quest for Legitimacy in Central Banking and the Regulatory State*, Princeton University Press, 2018.

quiera de un interlocutor fiscal con el que coordinar, o al menos debatir, las políticas de gestión de la demanda, se ve impelido a consideraciones fiscales que no le corresponden a un banco central. Consideraciones que han sido evidentes en el caso de los programas de ajuste y rescate y que han emergido críticamente en algunas decisiones de supervisión, regulación y resolución. Consideraciones fiscales y políticas que son inevitables en la capacidad final de “desenchufar a un país de la UEM” que tiene el BCE mediante la decisión de suspender la provisión de liquidez a su sistema bancario y la no aceptación de su deuda soberana como colateral en las operaciones monetarias. Consideraciones fiscales que no son propias de un banco central en un diseño institucional adecuado de la Unión y que cuestionan su legitimidad en un mundo en el que ni la idea de Europa, ni la función de los bancos centrales, ni la propia existencia de las autoridades independientes está libre de críticas crecientes y dudas existenciales.

Otra de las peculiaridades de la Unión Monetaria Europea es que el BCE no dispone de un activo seguro europeo que sea el instrumento de la política monetaria. Todos los bancos centrales de las principales economías avanzadas realizan las operaciones de mercado abierto, el típico instrumento de regulación de liquidez y tipos de interés y en última instancia de la inflación y la estabilidad monetaria y financiera con el que los bancos centrales influyen en el crecimiento y el empleo, con activos monetarios denominados en su propia moneda y que son comunes a toda el área monetaria. Para decirlo de manera simplificada pero gráfica, la Reserva Federal compra o vende bonos del Tesoro en sus operaciones ordinarias de financiación y regulación monetaria, el Banco de Inglaterra hace lo mismo con bonos del tesoro británico en libras. El Banco de Japón lo mismo. Y así todos los principales bancos centrales del mundo, menos el BCE que compra o vende bonos del Tesoro alemán, francés, italiano o español, entre otros.

Al no disponer de eurobonos, de un activo seguro libre de riesgo común para toda el área que para simplificar llamaremos por ahora eurobonos sin entrar en sus características institucionales mínimas de las que luego hablaremos, el BCE se ve obligado a tomar decisiones cuasi-fiscales en el ejercicio ordinario de su política monetaria. No solo tiene que decidir cuánta liquidez inyecta o retira y a qué plazo, como hace cualquier banco central normal, sino además con qué instrumento, con que bono nacional realiza la operación. Al hacerlo así asume un cierto riesgo de crédito, porque los bonos soberanos de los distintos países europeos no tienen un perfil de riesgo equivalente como bien sabemos, diferencias que sólo pueden ir a más si prosperan algunos incomprensibles cambios regulatorios en el tratamiento de los bonos nacionales que incomprensiblemente el BCE parece apoyar y que tratamos en la siguiente sección. El BCE es tan consciente de esta debilidad institucional que se ha esforzado en aplicar reglas aritméticas conocidas y previsibles para la asignación y reparto de las distintas cantidades de bonos nacionales. Reglas que ha tenido que ir cambiando, ampliando y flexibilizando, a medida que su actuación iba superando algunos límites autoimpuestos de concentración y exposición. Pero siempre se ha tenido que reservar un margen de discrecionalidad.

La ausencia de un activo europeo ha creado problemas de credibilidad al BCE. Problemas que, si han llegado a ser delicados en algunos momentos del ciclo expansivo, serán aún mayores una vez que el BCE ha anunciado el comienzo de su política de retirada de la liquidez extraordinaria. Porque una cosa es facilitar la financiación del déficit presupuestario de ciertos gobiernos, incluso sin estar plenamente convencido de su conveniencia, en aras de las necesidades de provisión de liquidez del sistema. Pero es otra muy distinta, reducir las compras de bonos públicos o incluso empezar las ventas, cuando esos mismos gobiernos están en procesos de expansión del gasto fiscal por razones de política interna. Arreciarán entonces los ataques a la independencia del BCE y las dudas sobre la sostenibilidad de la UEM.

La conclusión inevitable es que el debate sobre los eurobonos no es un tema de política fiscal,

sino una necesidad ineludible para la adecuada la gestión de la política monetaria en el área monetaria europea. La UEM necesita con cierta urgencia un activo europeo para la ejecución de la política monetaria. Un activo que habrá de ser emitido por el propio BCE, lo que acercaría a la UEM a una economía emergente con credibilidad fiscal discutible, o mucho mejor por un Tesoro europeo. Las ideas interesadas en evitar la creación de este Tesoro mediante la asignación de esta facultad de emisión del activo seguro al Banco Europeo de Inversiones, BEI, o al propio Mecanismo Europeo de Estabilidad, MEDE, son más que una ingenuidad un intento desesperado por atrasar lo inevitable. Confunden la financiación de inversiones estratégicas o extraordinarias, labor del BEI, o la financiación de los procesos de ajuste externo, el trabajo del MEDE, con la financiación estructural de la Unión y las ingentes y recurrentes necesidades de regulación monetaria.

Un activo europeo que habría de tener la suficiente cuantía, liquidez, profundidad, y variedad de duraciones para que se cree pronto una “curva de rendimientos del euro”¹⁰. Lo que exige un mapa de ruta claro para la creación y puesta en circulación de ese activo europeo. Y probablemente un *momento Hamiltoniano*¹¹, en un futuro no muy distante. Un momento de reconocimiento de las obligaciones previas con condiciones que habría ya que empezar a estudiar. Condiciones que sin duda pasan por obligaciones fiscales que conllevan cesión de soberanía, pero también de reducción de deuda y conversión condicionada. Tan ingenuo y contraproducente es negar una como la otra, negar la necesidad de reducir riesgos y deudas como de mutualizarlos para hacer sostenible y permanente la UEM.

Pero antes de resolver los problemas de herencia, de *legacy*, antes de acordar qué hacer con las deudas soberanas existentes en el momento cero de creación de la deuda europea, hay haber discutido y acordado las condiciones que llamaremos de funcionamiento. Primero, acordar la creación de un Tesoro Europeo, la agencia europea de gestión de ese activo libre de riesgo, lo que nos llevaría a estudiar y acordar su composición y enganche institucional con dependencia clara del Ministerio de Economía y Hacienda del Euro. Segundo, estudiar y acordar cómo se va a financiar ese nuevo título de crédito, con un nuevo impuesto europeo, un recargo de tipos a un impuesto ya existente o simplemente la cesión de más recursos adscritos “*earmarked*”. Y tercero, cómo y para qué se van a utilizar esos recursos que en mi opinión bien podría ser para financiar el fondo de estabilización macro de la Unión del que todos hablan. Son decisiones complejas, en cada una de ellas existen varias posibilidades con implicaciones políticas, distributivas y hasta constitucionales diferentes. Todas ellas cuestiones muy estudiadas ya en ámbitos académicos y políticos. Pero su enorme complejidad no puede hacernos ignorar su importancia, hasta su urgencia, para acabar con la excepcionalidad histórica e institucional de la Eurozona. Una excepcionalidad que amenaza su estabilidad y permanencia, aunque hoy, la benignidad de los mercados financieros internacionales parezca ofrecernos consuelo indefinido.

No hay precedente de Unión Monetaria sin ese marco institucional, o algo muy semejante. Los eurobonos no son una cuestión de solidaridad, de reparto de riesgos, sino de diseño necesario de una Unión sostenible. Una decisión inevitable para acabar con la excepcionalidad de la UEM, la única jurisdicción monetaria avanzada que ejecuta la política monetaria sin un activo propio. Los

¹⁰ Pese a lo que pueda parecer del debate político sobre los eurobonos, es un tema tan viejo, y tan resuelto en la comunidad académica, que ya fue tratado en una de las primeras ediciones del Anuario del Euro que vengo dirigiendo desde hace años (ver F. Fernández, Anuario 2013, *Unión Fiscal y Constitución de un Tesoro Europeo*, cap. 7) e incluso en su estudio previo (La Arquitectura Institucional de la Refundación del Euro, en el capítulo de J.M. Campa, *La Construcción de Europa: Hacia un Tesoro Común*). Ambos editados por la Fundación de Estudios Financieros.

¹¹ Utilizo el término en el sentido en que se viene haciendo últimamente para referirse a la decisión del entonces secretario del Tesoro de asumir las deudas de los estados federales y crear la gran unión monetaria que dio lugar a la unificación monetaria, financiera y bancaria norteamericana.

intentos de sofisticada ingeniería financiera a los que con frecuencia recurren los líderes europeos no son una solución estable.

Conscientes del problema, las autoridades europeas llevan tiempo discutiendo sobre la creación de un activo europeo libre de riesgos. Prácticamente desde la creación de la UEM y sin duda desde la crisis de la deuda europea en 2010-12 y la fragmentación y renacionalización de los flujos financieros en Europa que trajo como consecuencia. La justificación técnica de un activo europeo seguro es sencilla y evidente. Su ausencia genera precisamente esa fragmentación financiera que queremos evitar; exacerba las crisis asimétricas que se han convertido en una característica potencialmente explosivas del área euro, alimenta el bucle riesgo bancario riesgo soberano que convierte cualquier episodio de vulnerabilidad bancaria en un problema político; dificulta la ejecución de la política monetaria al dotarla de inescapables implicaciones fiscales; y por último impide la consolidación del euro como moneda de reserva internacional.

Al debate sobre cómo crear ese activo seguro han contribuido abundantemente economistas académicos, básicamente europeos, que han producido un gran número de propuestas¹². Prácticamente todas ellas han partido de la misma premisa, cómo crear un activo europeo seguro sin mutualizar el riesgo soberano entre los distintos Tesoros del área euro. Una premisa tan inútil como imposible que ha impedido que cristalizara ninguna de ellas, pero que tampoco ha impedido la oposición frontal de aquellos economistas, banqueros y políticos que se oponen a toda mutualización. Porque son perfectamente conocedores de que todas ellas implican un elemento de mutualización más o menos encubierto, como resultado inevitable del primer evento de crédito que pueda producirse con esos bonos.

La última propuesta son los llamados SBBS, *Sovereign Bond-Backed Securities*, incorporados en la Comunicación de la Comisión de diciembre 2017¹³ y que han sido avalados por la última Cumbre Europea de junio, aunque bien es cierto que sin fecha concreta. El estudio de su eventual introducción y posibles consecuencias fue encargado por el BCE a la Comisión Lane a la que hemos hecho referencia en la nota 12 y cuya conclusión es sorprendentemente positiva. Sorprendentemente, porque los expertos del BCE sostienen, ante el escepticismo de toda la comunidad financiera internacional, que es posible diseñar un bono sintético que sin compartir riesgos sustituya a los bonos de los distintos Tesoros europeos. Sorprendentemente, porque los SBBS son en esencia un CDO, un bono de titulización sintético de la deuda soberana de los distintos países de la Eurozona con distintos tramos de prelación de pagos según el rating correspondiente de cada Tesoro, y que solo en su tramo senior recibiría un tratamiento regulatorio en los balances bancarios equivalente al de la deuda soberana actual. Un tratamiento regulatorio que es necesario para que exista demanda privada de esos bonos, una condición necesaria para su difusión generalizada y aceptación voluntaria por el sistema bancario europeo.

El problema es que los SBBS, como cualquier CDO, han demostrado ser un arma de destrucción masiva, en definición de Warren Buffet que ha hecho fortuna en el mercado. Un instrumento financiero cuyo potencial desestabilizador ya ha demostrado su eficacia en la Gran Crisis del 2008, porque en momentos de crisis de confianza que provocan *fire sales*, no solo los tramos senior de crédito sino hasta los tramos de *equity* se han comportado como un bono basura. Circunstancia que se agrava en el caso de los SBBS por dos características estructurales inevitables de este activo sinté-

¹² Recordemos entre otros los bonos azules y rojos, los llamados *redemption bonds* o los *ESBies*. Para un tratamiento con cierta exhaustividad de las distintas propuestas ver el Informe encargado por el BCE a una Comisión presidida por Phillip Lane, *Sovereign bond-backed securities: a feasibility study*, ESRB High-Level Task Force on Safe Assets, enero 2018

¹³ European Commission (2017), Communication from the Commission to the European Parliament, the European Council, and the European Central Bank, diciembre 2017

tico, por mucha imaginación financiera que le echemos. Se trata de un CDO de bonos soberanos, un activo menos diversificado y aún más correlacionado que los miles y miles de activos privados titulizables. Son solo 19 los posibles bonos que podríamos titular, por muchas que sean sus duraciones, y la correlación entre sus spreads se ha demostrado extraordinariamente alta en el pasado europeo reciente, donde los episodios de contagio han sido frecuentes y donde en momentos de tensión la fuga hacia la calidad, la concentración de la demanda en muy pocos activos refugio, en realidad en prácticamente un solo activo el bono alemán, ha sido la norma.

Precisamente por estas limitaciones estructurales de los SBBS, las agencias de rating ya nos han avisado que solo podrían recibir una calificación máxima de BBB-, de grado de inversión especulativo. Porque no gozan de “*joint and several guarantee*”, de mutualización¹⁴. Salvo que tengan un trato regulatorio preferencial, salvo que se conviertan regulatoriamente, por el tratamiento que le den el BCE y los Tesoros europeos, en un activo que mutualice el riesgo soberano en Europa, en cuyo caso son un eurobono con un nombre políticamente más correcto. Quizás sea eso lo que tiene en mente el BCE y por eso incluso los SBBS han despertado tanta oposición entre los economistas alemanes y holandeses más opuestos a la mutualización.

La mutualización de la deuda soberana europea no podrá ser evitada si queremos que la Eurozona disponga de un activo europeo seguro, que no sea el bono alemán. En vez de negar la evidencia, harían mejor los economistas y las instituciones europeas en estudiar fórmulas para hacer frente a los *legacy issues* que complican tanto la discusión política sobre los eurobonos. Se trata en definitiva de qué hacer con los bonos soberanos ya en circulación. Hay dos posibilidades extremas, hacer recaer la obligación de pago de toda la deuda soberana en circulación sobre el contribuyente europeo o proceder a una reestructuración forzosa de la misma como condición necesaria de partida. La primera solución, la más solidaria pero también la más costosa políticamente en los países acreedores, se conoce como el momento Hamiltoniano de la construcción europea, por analogía a la operación realizada por ese secretario del Tesoro norteamericano tras la guerra civil. Requiere sin duda, también como en el caso americano, la creación de mecanismos de control central de las nuevas emisiones de deuda soberana europea y por lo tanto una fuerte disciplina central fiscal en la Eurozona, junto a la renuncia a la autonomía del déficit nacional y de las emisiones de deuda. Requiere cesiones de soberanía fiscal que suponen un coste político en los países deudores y la creación de instituciones políticas que las legitimen.

La segunda opción supone crear y poner en marcha simultáneamente un mecanismo de reestructuración ordenada de bonos soberanos de los distintos estados miembros de la Eurozona cuya deuda sea considerada no solo técnica sino políticamente insostenible. Este mecanismo de reestructuración ordenada de deuda nacional sería una parte sustancial y necesaria de la facultad de respuesta a la crisis de la UEM, y es más bien un tema de unión fiscal. Solo añadir aquí que (i) habría de contener un *fiscal backstop* automático, administrativo, con capacidad de endeudamiento propia; (ii) no podría requerir decisión política adicional si se cumplen las condiciones establecidas; (iii) no puede ser un mecanismo ajeno al acervo comunitario, y por lo tanto requiere una institución plenamente integrada en los Tratados. Por eso, no me gusta el nombre de Fondo Monetario Europeo pues alude a su carácter de tratado intergubernamental, y (iv) habría de contener, según propuesta española un mecanismo de financiación directa de bancos, para evitar el bucle bancario-soberano. que serían equivalentes a los bonos subnacionales de los Estados americanos.

La experiencia internacional invita a un profundo escepticismo sobre las posibilidades de un mecanismo de reestructuración ordenada de la deuda soberana. El FMI lleva intentando crear un

¹⁴ Standard&Poors Ratings Direct, *How S&P Global Ratings Would Assess European “Safe” Bonds (ESBies)*, abril 2017.

mecanismo semejante desde los años 80 y la crisis de la deuda latinoamericana, con muy escaso éxito. Porque es un tema políticamente muy cargado al forzar una inapelable distribución ex ante de los costes entre los distintos *stake holders*. Es financieramente muy difícil también porque supone conseguir un equilibrio entre los problemas de *moral hazard* y *free rider*, entre facilitar las quiebras repetidas y fomentar los comportamientos oportunistas.

La experiencia española del Fondo de Liquidez Autonómica y la deuda catalana es también muy ilustrativa de los miedos a las consecuencias de un default subnacional en la Eurozona. Por el miedo al contagio y al bucle riesgo soberano riesgo bancario.

En definitiva, la Eurozona tiene por delante una decisión políticamente muy compleja y financieramente muy delicada. En cualquiera de las posibles soluciones, nada volverá a ser como antes en Europa. Bien porque se haya avanzado hacia una cualitativamente mayor integración económica, financiera, fiscal y política en la Eurozona y como consecuencia en la propia Unión Europea, o porque se haya retrocedido hacia la subsidiariedad financiera y fiscal y la recuperación de una cierta soberanía fiscal. Pero negar la evidencia solo contribuye a que la crisis nos estalle eventualmente en las manos y nos pille persiguiendo fantasmas y creyendo en milagrosas soluciones de ingeniería financiera que no han funcionado en situaciones anteriores.

3. COMPLETAR LA UNIÓN BANCARIA

La Unión Europea respondió a la crisis con un impresionante salto adelante en la unión bancaria. Recordemos que desde 2014 la unión ha puesto en funcionamiento un supervisor único, el SSM en terminología europea, cuyo eje central es el BCE, una regulación bancaria común, conocida como el SRB, el *Single Rule Book*, y un mecanismo único de resolución bancaria, el SRM. Como consecuencia, la solvencia, liquidez y resiliencia de los bancos europeos ha mejorado notablemente, hasta el punto que los principales riesgos que amenazan al sistema bancario europeo son exógenos al sistema financiero: bajo crecimiento económico en Europa e incertidumbre geopolítica¹⁵. Pero se mantienen algunos retos importantes. La regulación necesita una pausa para calibrar adecuadamente los efectos cruzados de las múltiples normas adoptadas en pocos años y completar la definición de las exigencias de activos que soportarían una reducción de valor en situaciones de crisis, *bailinables* en la jerga interna del sector. La supervisión bancaria se enfrenta aún a problemas de discrecionalidad y falta de transparencia, la necesaria reducción de una aún excesiva exposición a riesgos concretos en los balances bancarios (*NPA reduction strategies*) y a la fragmentación de las distintas legislaciones nacionales. El sistema de resolución sigue adoleciendo de asimetrías nacionales difíciles de justificar, de la ausencia de un backstop creíble y automático, y de la necesidad de actuar de forma más temprana y preventiva. Esta sección pretende abordar los más importantes retos pendientes.

3.1. LA REGULACIÓN BANCARIA

En materia de regulación financiera, la Unión tiene algunas asignaturas pendientes. Dos muy importantes se escapan deliberadamente del objeto de este trabajo. Ambas se articulan sobre un concepto tan sencillo como políticamente elusivo: crear un marco regulatorio no discriminatorio

¹⁵ IMF 2018, *Euro Area Polices: Financial System Stability Assessment*, IMF Country Report N°18/226, Washington, Julio.

entre las distintas instituciones financieras, evitar el arbitraje regulatorio que tantos problemas ha causado en esta crisis. Se trata en concreto de cómo evitar que la regulación bancaria prime artificialmente la desbancarización, que impulse la expansión del sector financiero en la sombra, del *shadow banking*; que éste crezca no por sus propios méritos sino porque la ausencia de regulación lo hace más atractivo.

Igualmente se trata de evitar que suceda lo mismo con los nuevos jugadores tecno-financieros, más conocidos como *fintech*. Este reto es aún mayor porque estos operadores tienen un cierto atractivo social como impulsores de la modernización del sector, como nuevos entrantes que pueden remover posiciones de oligopolio y excesivo poder de mercado de los *incumbentes*. Parece pues lógico que la regulación se esfuerce por conseguir un equilibrio entre la promoción de la innovación y la necesaria equidad horizontal entre los distintos proveedores de un mismo servicio. La premisa de la nueva regulación es muy sencilla, que los mismos servicios financieros tengan el mismo trato regulatorio independientemente de la naturaleza jurídica de la institución que los ofrezca. Tan sencillo como difícil de aplicar, porque toda la estructura regulatoria actual se estructura verticalmente sobre instituciones que solo tienen jurisdicción sobre determinados tipos de intermediarios financieros, se asienta sobre formas societarias no sobre tipo de instrumentos.

Centrándonos en los retos de la regulación europea sobre el sector bancario, es importante llamar la atención sobre algunas cuestiones pendientes. El marco regulatorio europeo está sufriendo una profunda y radical transformación a la que han contribuido dos poderosas y simultáneas fuerzas motoras. Por un lado, la necesidad de corregir los errores que condujeron a la gran crisis financiera. Un esfuerzo que ha obligado a definir y coordinar internacionalmente un nuevo marco regulatorio conocido por simplificar como Basilea 3. Proceso que en Europa ha discurrido en paralelo a la necesidad de definir un marco europeo que supere profundas y enraizadas diferencias nacionales. El resultado ha sido un auténtico tsunami regulatorio en el que han proliferado normas nacionales, europeas e internacionales no siempre coherentes ni siquiera compatibles entre sí. Como consecuencia, la Eurozona se enfrenta a un doble objetivo: dar estabilidad a los intermediarios financieros para que puedan definir y desarrollar sus estrategias comerciales con un mínimo horizonte de planificación razonable, a la vez que termina de establecer un marco único de competencia para todos, un *level playing field*, evitando preferencias y proteccionismos regulatorios nacionales que han mostrado una extraordinaria resistencia a desaparecer¹⁶.

La eliminación de estas peculiaridades nacionales en la regulación bancaria no es tarea fácil, porque las instituciones existentes son herederas de las normas existentes. Las entidades financieras -sus estructuras jurídicas, estrategias de negocio, composición del balance, modelos competitivos, etc.- responden a los incentivos recibidos y exhiben una fuerte inercia en sus estructuras de capital, en sus carteras de activos, en sus estrategias de actuación. Más aún en un período de despalancamiento necesario donde ganar cuota y cambiar la composición de los balances de manera orgánica es un reto hercúleo. Por no hablar de mantener la rentabilidad con tipos negativos. Pero precisamente por eso, las instituciones financieras necesitan reglas claras, estables y comunes; para poder planificar, conocer las normas de futuro con suficiente antelación y sin sorpresas. Siendo conscientes de que se trata de un problema complejo, con múltiples sensibilidades y donde cualquier cambio afecta de manera desigual a las entidades según el país de residencia, existen algunas recomendaciones claras para guiar el comportamiento de los distintos reguladores europeos.

En primer lugar, la urgencia de definir ya el *steady state*, el marco regulatorio final en la unión

¹⁶ Todavía el BCE consideraba a finales del año 2017 que permanecían en vigor casi un centenar de “*national options and discretions*” que es un bonito eufemismo para referirse a normas nacionales que impiden o dificultan la competencia entre entidades de distintos países.

bancaria europea y el calendario de convergencia y aplicación de las distintas normas. Luego, acordar y mantener períodos de adaptación que sean coherentes con la magnitud de los retos y sensibles al volumen de trabajo y coste humano y material que imponen a las entidades financieras. Pero los reguladores han de ser conscientes de que el mercado tiende a exigir el cumplimiento adelantado de estos criterios y han de prever y dar respuestas a los posibles movimientos especulativos que puedan provocar. Tercero, el nuevo marco de resolución europeo impone a las entidades nuevas exigencias regulatorias de alta intensidad que se superponen a las regulaciones prudenciales existentes de una manera no siempre coherente. La proliferación de instituciones regulatorias en Europa -el BCE como supervisor, la EBA como reguladora básica, pero también el Mecanismo de Resolución, la ESMA como reguladora de mercados y conductas, incluso las DG de Competencia y Asuntos Financieros de la Comisión- obliga a extremar la coordinación y coherencia, no siempre conseguida en unos años de luchas institucionales, de peleas por hacerse un hueco, una reputación, un presupuesto y unos medios humanos, en el ámbito comunitario.

Merece ser bienvenido el celo en acotar las políticas retributivas, y sujetarlas a requisitos de transparencia y aprobación por los accionistas y la prevención de efectos colaterales perversos en el riesgo y la solvencia de las entidades, pero está llevando a situaciones de desventaja competitiva entre bancos y otras instituciones financieras, y entre los bancos europeos y los extranjeros. Proceso de deslocalización del sistema bancario que podría agravarse con algunas iniciativas fiscales en marcha el ámbito comunitario y nacional, y con algunas interpretaciones extensivas de los requisitos de gobernanza y probidad de sus administradores¹⁷. Análogamente, las nuevas normativas europeas de protección de datos, la GDPR, y en concreto su traslación a la nueva directiva europea de pagos, la PSD2, supone un salto cualitativo en el acceso de terceros a la información de los clientes bancarios que no es simétrica. Nace de una visión sesgada del poder de mercado de los bancos y con el loable propósito de permitir el desarrollo de las *fintech*, de las *start ups* tecnológicas en el mundo financiero, suponen de hecho una gran ventaja regulatoria para los *bigtechs* -los *amazon*, *google*, *ali baba*, *etc.*, - los grandes beneficiarios de esta normativa que no les obliga a ellos a dar acceso a los bancos a los datos y operaciones de sus clientes. Este es el verdadero reto regulatorio del futuro, donde Europa no puede ir por libre y en el que se juega la estructura y funcionamiento del sector financiero en el nuevo normal.

Hay por último dos aspectos regulatorios concretos que requieren una cierta urgencia. Primero, cerrar la definición, la calibración y el calendario de aplicación de las nuevas exigencias europeas de financiación *bailinable*, los requisitos de MREL, (*minimum required eligible liabilities*). Exigencia europea que ha de asegurar la compatibilidad con los requerimientos internacionales de TLAC, porque parece ya tarde para pedir la reconsideración y la conveniencia de introducir paralelamente dos normas con criterios y conceptos diferentes para un único y compartido propósito, y que solo complica la vida las grandes entidades europeas globales. En segundo lugar, parece también urgente una reconsideración en profundidad de los requisitos regulatorios exigibles a los bancos pequeños y que amenazan con cuestionar su solvencia y provocar una quizás excesiva consolidación del mapa bancario europeo. Tema complejo porque esconde también un elemento de protección nacional, dadas las grandes diferencias existentes en el número y estructura bancaria en los distintos países europeos. Sobre todo, como consecuencia de las medidas que algunos han adoptado en la crisis, mientras que otros han podido mantener ineficiencias, ayudas y avales estatales a sus más pequeñas y poco solventes entidades públicas bancarias. Pero sería paradójico

¹⁷ Algunas prácticas recientes en los procesos de aprobación de las propuestas de administradores no solo se dilatan en el tiempo más allá de lo razonable, sino que se acercan peligrosamente a los procedimientos habituales de selección de funcionarios propuestos por burócratas teóricos del buen gobierno.

que la unión bancaria europea resultara finalmente en una mayor falta de transparencia porque los bancos medianos y pequeños optasen por abandonar el mercado, por dejar de ser sociedades por acciones y retornasen a formas jurídicas más opacas que ofrecen menos garantías al inversor y al contribuyente.

La pregunta final sobre la que solo la historia podrá emitir una opinión final, es si no hemos ido demasiado lejos con este tsunami regulatorio. Si los costes de la regulación en términos de menos crédito y por tanto crecimiento económico no están siendo excesivos, si la búsqueda de seguridad, comprensible tras la gran crisis financiera, no está lastrando el desarrollo de la innovación, de la rentabilidad y solvencia de las entidades bancarias y por lo tanto la función y servicio básico que el sistema financiero juega en el desarrollo económico y social. Parece una consideración esotérica, extemporánea, más en el clima de populismo político y económico dominante. Pero es la responsabilidad del mundo académico sobreponerse a las modas. En los años de orgía de consumo y crédito, esa obligación de *contrarian*, debería habernos llevado a ser mucho más cautos y pensar que esa vez tampoco era diferente. Quizás hoy deberíamos empezar a cuestionarnos si no estamos ya en Europa en la fase de rendimientos negativos, no solo decrecientes, de la regulación financiera. “Todas las normas que no teniendo una contribución significativa a la estabilidad comprometan la rentabilidad o dificulten el cumplimiento de la estrategia deberían ser revisadas”¹⁸. En vez de mirar con un cierto desprecio intelectual y político los límites y controles que se están imponiendo en otras jurisdicciones monetarias, en concreto en Estados Unidos, deberíamos empezar a recordar que la regulación no es gratis, que tiene costes y que un análisis coste beneficio de la misma no es reaccionario sino una exigencia de calidad democrática¹⁹.

3.2. LA SUPERVISIÓN BANCARIA

Las mejoras en la supervisión bancaria europea son evidentes desde que se ha hecho cargo el Mecanismo Único de Supervisión, el SSM en sus siglas inglesas, que cabe recordar aquí es en esencia una sala dedicada del BCE sujeta a la máxima autoridad de su Consejo. En una primera evaluación, el SREP, *Supervisory Review and Evaluation Process*, está siendo todo un éxito. El SSM ha establecido su independencia operacional y su efectividad y, en un tiempo récord, ha sido capaz de armonizar los principios y procedimientos básicos de supervisión y puesto en práctica un sofisticado procedimiento de análisis de riesgo en aplicación del pilar 2 de Basilea para determinar los requerimientos individuales de capital de las distintas entidades.

Pero a un coste administrativo muy alto para las entidades que han de asignar ingentes cantidades de tiempo y recursos al mero cumplimiento normativo sin que de ello se deriven siempre mejoras significativas en su capacidad de gestión o de resistencia a situaciones de stress²⁰. Carga administrativa que está colapsando al propio BCE, que tarda un tiempo injustificado en dar respuesta a sus propias demandas una vez satisfechas por las entidades bancarias, ralentizando así la introducción de mejoras que él mismo ha solicitado. Afortunadamente el BCE ha tomado conciencia de sus propias limitaciones y ha abierto un procedimiento de colaboración con entidades privadas, básicamente firmas auditoras de reconocido prestigio internacional, forzando incluso a

¹⁸ Francisco Uría, *Hacia la estabilidad regulatoria y tras el activismo postcrisis*, Anuario del Euro 2017

¹⁹ Argumento que se inspira en el análisis crítico que del Estado Regulatorio hace un libro tan polémico como imprescindible, *Unelected Power* de Paul Tucker, Princeton University Press 2018

²⁰ Se está convirtiendo en una broma repetida en el sector que éste solo contrata últimamente a personas relacionadas con tareas regulatorias y no productivas, *compliance officers*, *global risk analysts* o *techies*.

algunos bancos centrales nacionales a hacer lo propio pese a la fuerte resistencia corporativa de sus inspectores.

Pese a estos avances, “la supervisión bancaria europea continúa enfrentándose a importantes retos, relacionados principalmente con la falta de recursos y los riesgos de liquidez y crédito”²¹. Y el objetivo final de la supervisión europea única está lejos de haberse conseguido. Un objetivo tan sencillo de formular como difícil de conseguir y modular en el tiempo: que un activo seguro, dudoso o en vigilancia especial sea exactamente lo mismo en todos los Estados Miembros. Lo mismo a efectos de consumo de capital y lo mismo a efectos de provisiones.

Las prioridades supervisoras del SSM son claras: la primera, la reducción de la excesiva exposición bancaria a activos morosos, NPA, *non performing assets* en terminología europea para incluir también los adjudicados y no solo créditos impagados. Concentración de NPAs que sigue lastrando particularmente los balances de bancos en algunos países como Italia o Grecia. La estrategia europea de reducción de NPAs, sobre la que volveremos más adelante en otro contexto, se ha convertido en una prioridad política que se ha vinculado a avances necesarios en otras áreas de la unión bancaria como el esquema europeo de seguro de depósitos o incluso la propia unión fiscal y la introducción de eurobonos. Esta estrategia debería incluir²²: (i) una definición única y común de los NPA y de sus provisiones legales en todos los países de la Eurozona, (ii) estándares mínimos de insolvencia y de derechos de los acreedores que permitan la comparabilidad y equivalencia de los procedimientos de ejecución de garantías y que faciliten e impulsen procedimientos concursales tempranos, aunque supongan la expropiación de algunos derechos tradicionales de los propietarios originales, (iii) reglas comunes de valoración de los colaterales, (iv) la participación directa de inversores especializados en la restructuración de activos, los llamados *distressed funds*, que pese a haber sido estigmatizados por el populismo reinante en algunos países y espacios políticos, han demostrado su eficacia en ofrecer liquidez y poner precio a los activos inmobiliarios y en crear una primera demanda que evite fenómenos de histéresis y alargue el ciclo recesivo, y (v) el establecimiento de compañías de gestión de activos de participación pública, AMC, como la SAREB española. Por cierto, la demandada estrategia europea de resolución de activos europeos se parece mucho a la aplicada con éxito en España y que ha permitido una rápida y relativamente barata recuperación de la solvencia, liquidez y rentabilidad de las entidades bancarias españolas.

La experiencia de la supervisión única europea suscita sin embargo algunas dudas sobre la existencia de una verdadera equidad horizontal, de un trato igual a entidades con perfiles de riesgo semejantes con independencia del país de origen, sobre la existencia de una ventaja supervisora nacional. Dudas suscitadas por la falta de transparencia ex post del SSM y por su insistencia en no hacer públicas las exigencias individualizadas de capital y los criterios por los que se llega a esas exigencias, incluidos los diferenciales que tienen que ver con el juicio supervisor sobre la calidad del capital, activos y *management*, la consistencia de los modelos internos de identificación, cuantificación y mitigación de riesgos, o la robustez de los modelos de negocio. La insistencia del BCE en no publicar los llamados P2G²³ solo sirve para erosionar la credibilidad del SSM y alimentar las dudas

²¹ IMF 2018, op.cit.

²² Demertzis y Lehmann, *Tackling Europe's Legacy: a Comprehensive Strategy for Bad Loans and Debt Restructuring*, Bruegel Policy Contribution 11/2017. Este artículo incluye también en la necesaria estrategia europea, medidas para reducir la morosidad de los deudores bancarios, en concreto la condonación de la deuda considerada no sostenible de los deudores bancarios. Propuesta que no comparto porque requiere la capitalización adicional de algunos bancos europeos y que en ausencia de un mecanismo europeo ad hoc, resultaría en un conflicto intracomunitario por el uso de ayudas de Estado o provocaría un nuevo episodio de crisis soberanas en Europa por contagio de los balances bancarios.

²³ Dentro de lo que se conoce como el Pilar 2 de Basilea, los requerimientos de capital que son producto del juicio supervisor, de la opinión del SSM sobre la calidad del banco, el BCE distingue el llamado P2R, el requisito estrictamente regu-

sobre la comparabilidad de los criterios exigidos en el Pilar 2. Máxime cuando de ese requisito se derivan consecuencias serias para los inversores que han llevado a diversas autoridades nacionales reguladoras de mercado, como la CONSOB italiana a exigir a los bancos su publicación. Además, un requisito prudencial aumenta su eficacia preventiva si es conocido y conlleva consecuencias en el comportamiento de los agentes económicos privados respecto a ese valor.

Capítulo aparte merece la utilización supervisora de las pruebas de esfuerzo, los ejercicios de *stress testing*, que se han convertido en obligados y recurrentes para cualquier supervisor que se precie. Tras su utilización inicial en 2014 como un mecanismo de acceso, como una *due diligence*, para asegurar que el BCE recibía de los supervisores nacionales a los bancos en condiciones de adecuada capitalización y solvencia, deberían configurarse más como un mecanismo de información que como un ejercicio regulatorio. Como un instrumento regulatorio y prudencial plantean numerosos interrogantes, el principal de los cuales es la obligación de tomar medidas sobre algo que solo está en la imaginación del supervisor y que raras veces sucede en la práctica. Nunca tal y como fue diseñado en la hoja de cálculo. Siempre es posible diseñar un escenario catastrófico, siempre es posible diseñar uno beatífico. ¿Pero tiene realmente sentido obligar a tomar medidas ante ocho escenarios alternativos, con la brutal carga administrativa que ello supone para las entidades bancarias europeas?

Sin embargo, los ejercicios de stress son un buen instrumento de información, un muy útil ejercicio de sensibilidad. De información al supervisor sobre las debilidades potenciales de las entidades a las que sugerir acciones correctoras en diálogo con sus gestores. De información a los administradores y directivos sobre las posibles consecuencias de determinados eventos macro financieros fuera de su control y de las distintas acciones preventivas. De información al mercado sobre las debilidades y fortalezas relativas de las distintas entidades y de su capacidad de respuesta ante distintos escenarios. Pero no deberían tener consecuencias prudenciales porque son un ejercicio de futuro-ficción que busca precisamente evitar que esas situaciones se produzcan, que impulsa a las propias entidades a tomar hoy decisiones para evitar consecuencias desagradables. Y menos aún con balances estáticos como es el caso en Europa.

Finalmente, la Eurozona está en un proceso de consolidación de tres supervisores financieros europeos diferentes y especializados, EBA-BCE para los bancos, ESMA para los operadores en el mercado de capitales y la protección del inversor y EOPIA para seguros y fondos de pensiones. Un proceso ratificado en el documento de los 5 presidentes y en la Comunicación de la Comisión de diciembre de 2017. Pero paralelamente algunos países parecen estar avanzando más en la dirección de agrupar la supervisión de solvencia y liquidez de todos los intermediarios financieros en una sola institución, típicamente el Banco Central, con independencia de la naturaleza jurídica de las entidades supervisadas, y concentrar en otra institución diferente, típicamente pero no exclusivamente la antigua supervisora de mercados, la CNMV española, la supervisión de conducta. Esta especialización funcional de los supervisores es lo que se conoce como el modelo *twin peaks*. Hay argumentos a favor y en contra de ambos esquemas supervisores y no es éste el lugar de discutir los méritos de ninguno de ellos. Pero sí de constatar que la unión bancaria y financiera europea solo podrá avanzar de manera decidida si el modelo supervisor es el mismo en todos los países de la Eurozona. Si la coordinación transfronteriza de los supervisores siempre es difícil, entre otras razones por la necesidad de proteger la información confidencial y cumplir con sus obligaciones fiduciarias, se puede convertir en imposible si los esquemas organizativos son estructuralmente diferentes por país.

latorio que si hace público, y el P2G, el llamado requisito orientativo, *guidance*, que no publica y que si bien no es exigible en sentido estricto, su no observación puede tener consecuencias sobre la capacidad de los gestores para actuar libremente, para distribuir beneficios, pagar la remuneración variable a sus directivos o incluso compensar a lo administradores.

3.3. LA RESOLUCIÓN BANCARIA EN EUROPA

Los mecanismos concursales habituales no funcionan en el sector bancario. Es un hecho conocido desde Bagehot, el mítico editor que dio vida al *Economist*. Por su naturaleza sistémica, porque hay demasiados acreedores de corto plazo, los depositantes, y por el impacto que tienen en la economía real. Por eso, las quiebras bancarias suelen acabar siendo asumidas por los contribuyentes, para sostener a los depositantes. Pero el coste social y político de la gran crisis financiera ha terminado resultando tan insoportable para la opinión pública que ha exigido poner fin a los *bail outs* y ha insistido en que sean soportados por el propio sector, por sus accionistas en primer lugar, como siempre ha sido, pero también por acreedores e incluso algunos depositantes. Lo que ha obligado a modificaciones sustanciales en el esquema de intervención y liquidación de bancos para facultar la expropiación de derechos fundamentales de accionistas y acreedores, a crear un nuevo mecanismo administrativo de resolución bancaria, y a exigir a las entidades financieras que emitan un nuevo activo *bailinable*, reducible, que sea capaz de soportar pérdidas.

La unión bancaria europea fuerza a que este proceso de modernización y adaptación legislativa tenga lugar a escala del área monetaria, de la Eurozona. La armonización de los mecanismos para gestionar las crisis bancarias dio un salto cualitativo en Europa con la adopción de la Directiva de Reestructuración y Resolución Bancaria, conocida como BRRD, y sobre todo con la adopción del Mecanismo Unificado de Resolución, el SRM, y la puesta en marcha del Fondo Unificado de Resolución, el SRF. Los casos recientes de resolución han dejado entrever su fortaleza, pero también algunas debilidades importantes que necesitan una pronta solución.

El FMI en su ya citada y reciente evaluación del sistema financiero europeo subraya ciertas debilidades del marco de resolución existente y ofrece algunas posibles soluciones, que no siempre son realistas ni necesariamente bien enfocadas. En concreto, para el Fondo es importante primero fortalecer la capacidad operativa del SRM y sobre todo iniciar los procedimientos de resolución en fechas mucho más tempranas, en cuanto se empiezan a detectar posibles problemas. Parece innocuo, pero se sugieren así procedimientos aún más intrusivos y decisiones más discrecionales del MUR que no son fácilmente compatibles con los derechos de los administradores en la regulación actual. Sin embargo, se queda corto en exigir una mayor simplificación y clarificación de las responsabilidades relativas de las distintas autoridades implicadas en todo procedimiento de resolución en Europa. Pues cabe recordar que antes de adoptar una decisión final se requieren decisiones previas y consistentes del BCE, el SRM y la Comisión, más las autoridades de resolución del país en cuestión. No es difícil imaginar la existencia de desacuerdos que pospongan significativamente una decisión final y encarezcan el coste para acreedores y contribuyentes de una resolución mayor. Todo apunta a que ya los ha habido.

Acierta el Fondo en insistir paralelamente en mejorar el control de liquidez de las entidades antes de que surja ninguna dificultad evidente, pues siempre son episodios de iliquidez los que termina precipitando una crisis larvada de solvencia. Control de liquidez que ha de extenderse a la evolución de los activos en garantía, *asset encumbrance*, y al acceso a los procedimientos de liquidez de emergencia nacionales, el ELA. La opacidad de este mecanismo extraordinario de provisión de liquidez es proverbial desde los inicios de la crisis griega allá por el año 2010 y puede estar bien justificada. Pero esa opacidad no puede esconder prácticas nacionales proteccionistas o anticompetitivas, ni extenderse a los criterios de acceso y a las magnitudes totales disponibles a juicio de las autoridades nacionales, sin intervención ni autorización expresa del BCE, ni por supuesto evitar la asunción de responsabilidades y las exhaustivas explicaciones ex post, No puede haber falta de *accountability*.

Es comprensible la urgencia de hacer plenamente operativo el Fondo de Resolución europeo y

así se ha vuelto a destacar en la Cumbre de junio. Operatividad que incluye dotarle de un *fiscal backstop*, de un prestamista de última instancia, que garantice en todo momento la disponibilidad de liquidez. Solo así el FUR podrá siempre elegir entre su menú de opciones, la estrategia de resolución que le parezca más adecuada a cada caso concreto, sin estar condicionado por la dotación de recursos existentes o por el realismo político de sus apelaciones de capital. Hay varias alternativas disponibles y el consenso europeo²⁴ parece inclinarse porque sea el Mecanismo de Estabilidad, el MEDE o ESM, el que asuma esa responsabilidad.

No me parece adecuado, al menos mientras el ESM, no sea una institución plenamente comunitaria, y no un mero acuerdo intergubernamental, ni tenga capacidad de endeudamiento directa en los mercados, o se mantengan las reglas de unanimidad que de facto conceden derecho de veto a algunos países y someten las decisiones de resolución a procesos de aprobación parlamentaria nacional potencialmente explosivos. Y si se pueden obviar esas limitaciones, ¿que ventajas tiene el MEDE que no pueda tener un FUR con licencia bancaria propia? Tendría así capacidad de endeudamiento autónoma respaldada en primera instancia por los ingresos futuros descontados de la tasa de resolución que pagan anualmente los bancos europeos, lo que constituiría un primer elemento de mutualización del riesgo bancario. Y en segundo lugar por el presupuesto comunitario, como institución del Tratado, lo que supone una mutualización adicional, la del contribuyente europeo, solo en caso de necesidad. No estoy convencido que reforzar la naturaleza fiscal de la autoridad de resolución bancaria europea sea una buena idea. Me parece más bien una complicación adicional, un exceso más de esa tentación europea, tan actual como imposible, de intentar asegurar que nunca, en ninguna circunstancia, habrá *bail out*, habrá dinero de los contribuyentes para rescatar a los bancos. Un imposible metafísico que puede perfectamente alargar las crisis y encarecer su factura final.

De manera inesperada, pero que se ha convertido en una constante en esta crisis financiera²⁵, el nuevo procedimiento europeo de resolución se puso a prueba en primer lugar en España con la intervención y posterior venta del Banco Popular en septiembre del 2017. Tenemos pues la oportunidad y obligación de sacar algunas lecciones de esta primicia europea, cuestiones de procedimiento, de sustancia material y de falta de equidad horizontal. Entre las primeras, llama la atención la necesidad de reforzar la protección jurídica de las autoridades de resolución, europeas y nacionales, salvo obviamente casos de prevaricación o fraude. La decisión de declarar una entidad como no viable, *failing or likely to fail*, es siempre un juicio de valor de las personas legitimadas para ello, una opinión razonada y razonable, honesta e inteligente, pero siempre subjetiva. Una decisión administrativa que resulta difícil de compatibilizar con la tradición garantista de nuestro ordenamiento jurídico mercantil. Pero que tiene ser final, como de hecho reconoce acertadamente el marco europeo de resolución vigente.

La experiencia y la evidencia empírica han demostrado de manera inapelable que el coste económico, social y hasta humano -laboral y psicológico- de las quiebras bancarias para el conjunto de la sociedad aumenta exponencialmente con un dilatado proceso judicial ex ante. El mero rumor de resolución provoca una espiral de la muerte de la entidad afectada, una brutal pérdida de valor inmediato, y el riesgo cierto de contagio a su alrededor, porque el sistema bancario fraccional o de reserva, el actual, se basa en la confianza del público. Por eso ha de ser una autoridad adminis-

²⁴ Consenso tanto público como privado. Ver el segundo documento de los economistas francoalemanes que dominan el debate académico oficial sobre la reforma de la unión monetaria, *Next steps after the Euro Summit*, voxEU 10 de julio 2018

²⁵ Lo que demuestra el compromiso de las autoridades españolas con la construcción europea, la firme voluntad de todo el espacio político español de ser un socio leal del euro, pero también la decidida política no intervencionista del gobierno Rajoy que en ningún momento se planteó soluciones proteccionistas a la italiana apelando a la ambigüedad del marco regulatorio europeo.

trativa, pese las reservas señaladas adecuadamente por Tucker 2108 en el libro citado, la que tiene que adoptar las decisiones finales y la protección jurídica solo puede efectuarse ex post y queda limitada a revisar la cuantía de la indemnización. El proceso de expropiación y venta a terceros o liquidación es irreversible.

Pero precisamente por esa irreversibilidad y por las importantes consecuencias que tiene la resolución en el patrimonio de una gran cantidad de accionistas y acreedores, es igualmente necesario que: (i) la selección de los miembros de las autoridades de resolución esté fuera de toda duda, goce de plena legitimidad y sea un proceso competitivo entre los mejores y más honestos; (ii) la coordinación entre las distintas autoridades participantes sea ejemplar, automática, y se ajuste a un protocolo de actuación explícito y con claras las línea de autoridad y responsabilidad de cada uno. Parece evidente que éste no es el caso en el procedimiento europeo donde son demasiadas las instituciones y no siempre transparentes las responsabilidades de cada cual; (iii) la decisión concreta de resolución, la elección de uno de los instrumentos posibles de resolución no esté sujeta a la disponibilidad de recursos en el Fondo o a la aparición fortuita de un mirlo blanco, de un comprador eventual a un precio que la autoridad estima acertado. De ahí la necesidad, la urgencia, de que el Fondo cuente con capacidad financiera ilimitada, con un *fiscal backstop*, con la capacidad de endeudamiento directa que le de “libertad de elegir”; (iv) se contemple como una opción legítima y políticamente aceptable la toma de control temporal de la entidad en resolución por el propio FUR, de manera a maximizar el valor actual neto de la misma; (v) se renuncie a ingenuas moratorias o *stand stills* como instrumentos viables. Como hemos tenido la ocasión de constatar, la mera publicación de la noticia de que se abre un expediente de resolución puede muy probablemente provocar la caída de la entidad en resolución y en el menos malo de los escenarios, una brutal pérdida de valor de misma. No es posible aquí la transparencia ni la orientación al mercado en esta etapa tan tardía. Para eso está antes la supervisión y los requerimientos de capital discrecionales, el P2G antes comentado; (v) el procedimiento sea expeditivo y se resuelva en una noche o como máximo en un fin de semana²⁶, e incluya necesariamente la remoción inmediata de los administradores del banco en resolución. Por legitimidad, por eficiencia, y como efecto demostración; y (vi) si estamos ante una decisión europea, sujeta a una Directiva y un Reglamento europeo que solo puede interpretar un Tribunal Europeo, el coste de la misma solo puede ser europeo, solo puede recaer sobre el contribuyente europeo, solo puede mutualizarse.

Pero quizás una de las grandes objeciones que se hacen, con razón, al mecanismo europeo de resolución sea la ambigüedad que permite una desigualdad de trato entre entidades en situaciones equivalentes. Desigualdad de trato entre entidades sistémicas y no sistémicas, que es además contraproducente pues permite un mejor trato al *stakeholder*-accionista, bonista o depositante- de una institución no sistémica que sistémica. Asimetría que es exactamente la contraria a la que inspira toda la reciente legislación sobre instituciones sistémicas y la exigencia de mayores requerimientos de capital y de TLAC. Asimetría porque las primeras, las entidades calificadas de sistémicas están sujetas a una resolución europea más exigente, mientras que las no sistémicas permanecen bajo regulación nacional, frecuentemente más proteccionista y sensible a los intereses políticos de los acreedores. Legislación nacional que además puede sortear los requisitos europeos de ayuda de Estado. El lector experto podrá entender rápidamente que me estoy refiriendo a la forma y condiciones con las que Italia ha podido actuar legalmente frente a los problemas de algunos de sus

²⁶ Siempre me ha producido una sana envidia el procedimiento expeditivo utilizado en un fin de semana para la resolución de la crisis bancaria norteamericana en 2008, descrito sin tapujos por uno de los protagonistas Henry Paulson, entonces secretario del Tesoro, en sus memorias, *On the Brink: inside the race to stop the collapse of the global financial system*, 2010. Un procedimiento que supuso un fuerte coste inicial para el contribuyente pero que luego le ha reportado beneficios.

bancos, exactamente en las mismas semanas que se resolvía el Popular. Una experiencia que ha restado toda legitimidad al MUR y que no puede repetirse.

En la misma lógica, el FMI en su reciente evaluación del sistema financiero europeo, se muestra preocupado por la limitación excesiva que impone a la resolución bancaria en Europa el principio constituyente del MUR de que no habrá ayuda pública posible antes de haber consumido el 8% de activos *bailinables*, es decir antes de que accionistas y acreedores hayan asumido pérdidas equivalentes a esa cantidad. No es la primera vez que el Fondo se muestra preocupado por la tendencia europea a imponer normas rígidas a la política monetaria o de estabilidad. Es justo decir que en la histórica discusión entre normas y discrecionalidad en la política económica, el FMI siempre se ha mostrado más keynesiano y Europa, la Eurozona, por influencia alemana, mas monetarista, más austríaco. Pienso que esta vez el FMI tiene razón, que el calvinismo de la posición norte europea tradicional se ha unido con un populismo mediterráneo para condenar ex ante todo rescate bancario con fondos públicos. Es sin duda contraproducente. Pero la solución no puede consistir, como propone el FMI, en crear un mecanismo europeo simplificado de resolución que permita ese *bail out* en caso de graves crisis sistémicas. No se trata de crear regímenes de excepción sino de enmendar el MUR para contemplar esa posibilidad, si así lo decide por ejemplo el supervisor macroprudencial, el *European Systemic Risk Board*.

De igual forma, la experiencia de esta crisis bancaria ha puesto de manifiesto la necesidad de modificar el régimen europeo de ayudas de Estado, claramente insuficiente y discriminatorio para hacer frente a una crisis financiera. Produce la paradoja de que el saneamiento bancario queda condicionado a consideraciones de política de competencia, por una razón meramente instrumental, es la única política económica que el Tratado asigna de manera inequívoca a la Comisión. Una solución competencial y regulatoria que no se produce en ninguna jurisdicción monetaria avanzada. Más cuando la evidencia empírica es absolutamente unánime, toda crisis bancaria produce como resultado una disminución del número de operadores bancarios, en todas se producen rupturas temporales de los principios de la política de competencia.

2.4. REDUCCIÓN Y REPARTO DE RIESGOS EN LA UEM

El perfeccionamiento institucional de la unión monetaria, que todos en Europa saben necesario para disminuir la fragilidad y la vulnerabilidad a los caprichos, expectativas o preferencias del mercado, lleva tiempo atascado por un debate casi existencialista entre los partidarios de la reducción de riesgos frente a los que quieren imponer un reparto incondicional de los mismos. Debate que esconde dos visiones aparentemente irreconciliables de la unión monetaria²⁷ y que han vuelto a visualizarse en la última cumbre. Un debate imposible de ganar porque solo un gran acuerdo que contemple elementos de ambas estrategias puede ser políticamente viable y económicamente operativo y estable.

Aún así, en la cumbre de junio y pese a las habituales declaraciones ampulosas y grandilocuentes y a algunos comentarios sorprendentemente positivos²⁸, se ha vuelto a insistir en que cualquier avance en la puesta en marcha del esquema europeo de seguro de depósitos, EDIS en siglas ingle-

²⁷ Guntram Wolf (2017), *Beyond the Juncker and Schauble Visions for Euro Area Governance*, Bruegel Policy Brief 6, Noviembre.

²⁸ Ver por ejemplo la calurosa bienvenida de Martin Sandbu a las conclusiones de la Cumbre en su *Free Lunch* del 18 de julio en el FT del. Bienvenida que habría que enmarcar en su visión crítica de la UEM y en su limitada concepción de la UEM como poco más que un esquema temporal marginalmente viable de acuerdo de tipos de cambio fijos.

sas, queda supeditado al cumplimiento estricto del plan de reducción de riesgos²⁹. Veamos pues el por qué del Seguro Europeo de Depósitos y el contenido más polémico de esa estrategia de reducción de riesgos.

Las razones que hacen necesario el EDIS son de sobra conocidas y ni los más fervientes opositores las discuten. Solo se limitan a señalar problemas de *sequencing*, no antes de reducir riesgos, de redundancia, ¿es realmente necesario si ya tenemos el FUR que actúa de manera semejante?, o simplemente manifiestan su frontal oposición a todo lo que sea mutualizar riesgos y en ese sentido se muestran abiertamente contrarios a una unión monetaria que ha ido demasiado lejos y les gustaría revertir. Pero aun así merece la pena repetirlas aquí, siquiera sea brevemente.

En primer lugar, hay un argumento empírico incuestionable, un dato no opinable que permite argumentar que ninguna jurisdicción monetaria puede funcionar sin él, y es que no hay hoy ningún área monetaria que no tenga un seguro de depósitos más o menos generoso pero que diferencia sustancialmente el riesgo de los depósitos de cualquier oro activo financiero. Segundo, su existencia garantiza la igualdad de oportunidades entre los bancos europeos, cuyo coste de capital y financiación dependerá ya solo de su solvencia, rentabilidad y calidad de gestión y no del lugar de domicilio, de la calidad crediticia de su soberano. Lo que redundará en beneficio del cliente bancario que tendrá acceso a más y mejor financiación. Tercero, pone fin a la fragmentación de los mercados financieros y permite la asignación europea de la liquidez, evitando silos nacionales y absurdas interpretaciones de los saldos en Target2. Cuarto, es en ese sentido una condición necesaria para las fusiones europeas que tanto dice perseguir el supervisor europeo y que solo serán posibles con un EDIS. Por lo tanto, si el BCE concede validez alguna a la opinión repetida de muchos operadores de mercado de que crearán en la UEM cuando vean bancos minoristas auténticamente europeos, ya sabe lo que tiene que hacer. Quinto, el mecanismo de entrada en vigor originalmente propuesto en el documento de los 5 presidentes³⁰ era sustancialmente correcto. Contemplaba una puesta en marcha progresiva, en tres etapas sucesivas (reaseguro, coaseguro y mutualización) que conseguía los objetivos previstos de plena mutualización siendo a la vez sensible a las diferencias de estructura, financiación y solvencia de partida de los distintos fondos nacionales.

Pero el plan de la Comisión solo podía funcionar si se aprobaba ya en su integridad, con un calendario no revisable y una puesta en marcha irreversible que debería contemplar algún mecanismo de activación acelerada en caso de crisis. La Comisión en su última propuesta³¹ incumplió uno de los requisitos necesarios para su éxito, al eliminar el estado final de mutualización como algo irreversible, sino que requería una posterior decisión política adicional. La Cumbre de junio ha ido un paso más allá y lo ha supeditado a un proceso indefinido y no cuantificado de reducción de riesgos como condición previa al estudio de su implantación. El resultado es que Europa vuelve a estar al páreo de la comprensión y benignidad de los mercados financieros; que un euro depositado en un banco bueno de un país fiscalmente débil es un activo de peor calidad que ese mismo euro depositado en un banco malo de un país sólido fiscal y financieramente. Un privilegio exorbitante que no es sostenible. Vuelve así el nexo solvencia soberana solvencia bancaria que creíamos superado y que puede resultar letal para la unión monetaria en un contexto político de abandono del multilateralismo y antiglobalización.

²⁹ Ver el comunicado oficial de la Comisión Europea, EURO 502/18, EUROSUMMIT 2, TSGC 9 del 29 de junio 2018

³⁰ *Completing Europe's Economic and Monetary Union*, Jean Claude Juncker en estrecha colaboración con Donald Tusk, Jerome Dijsselbloem, Mario Draghi y Martin Schultz, Bruselas, junio 2015

³¹ Communication from the Commission to the European Parliament, the European Council and the European Central Bank, *Further Steps Towards Completing Europe's Economic and Monetary Union: A Roadmap*, Bruselas, COM (2017) 821, 6 de diciembre de 2017.

Repasemos pues esa estrategia europea de reducción de riesgos a la que se subordina el avance en la mutualización. La idea es acertada en términos generales, aunque su aplicación contempla muchas actuaciones muy diferentes en magnitud oportunidad y hasta racionalidad. Algunas ya han sido comentadas en la sección de supervisión y sobre las que no cabe aquí añadir mucho más. Por eso nos detenemos específicamente en el capítulo que pretende modificar el tratamiento regulatorio de la deuda soberana, RTSB en el argot comunitario de los especialistas, como un instrumento de dinamización del proceso de reducción de riesgos. Se trata, sin eufemismos, de penalizar las tenencias de bonos soberanos en las carteras de los bancos, quizás para forzar que demanden ese otro error que es el CDO que llaman SBBS y cuya escasa racionalidad y nulo atractivo para los inversores, sin dotarlo de incentivos discriminatorios ya hemos comentado.

Empecemos por los principios, penalizar las tenencias de bonos soberanos en las carteras de los bancos es un error que ninguna jurisdicción monetaria normal ha cometido ni cometerá, porque equivale a considerar regulatoriamente la posibilidad de default del soberano y elimina así el activo seguro de esa jurisdicción. Es un error con independencia de que se haga mediante cualquiera de los procedimientos que están siendo considerados por la autoridad monetaria europea: (i) la exigencia de provisiones específicas que tengan en cuenta el valor de mercado del título soberano, lo que daría una extraordinaria prociclicidad a los balances bancarios; (ii) la extensión de los requisitos adicionales de capital por concentración de riesgos a los títulos soberanos, lo que penalizaría particularmente a aquellos países que han sufrido episodios recientes de sequía de capitales vinculados a la emergencia irracional del riesgo de redenominación. Episodios como el que experimentó España el año 2010 en que incluso sus mejores emisores perdieron el acceso al mercado y que forzaron al país a depender de mecanismos de financiación pública, a procesos de rescate europeo de los que ahora sería más difícil salir generándose procesos de histéresis en las crisis; o (iii) mediante la aplicación discrecional del Pilar 2 de Basilea, lo que sería mortal para la credibilidad del SSM pues convertiría al BCE en el disciplinador de Europa y en una verdadera agencia fiscal sujeta a presiones políticas de toda naturaleza. Que se haya llegado a considerar esta última posibilidad da idea de las serias dificultades que aún existen en Europa para entender y asumir plenamente las consecuencias del Tratado de Maastricht³².

Porque volviendo a los fundamentos del sistema financiero fiduciario, ¿cómo se espera que pueda funcionar sin un activo seguro libre de riesgo?, ¿cómo podría funcionar la UEM sin un activo seguro libre de riesgo? No me puedo creer que alguien piense seriamente que la Eurozona habría de funcionar con un activo seguro que esté denominado en moneda extranjera, con los bonos del Tesoro americano, los T bills. Ni tampoco que se mantenga la idea de que el activo seguro europeo sea indefinidamente el bono alemán o los depósitos en los bancos alemanes. Ya hemos visto que supondría un privilegio exorbitante de los ahorradores alemanes que tendría naturaleza estructural, permanente. ¿Por qué habrían de tolerarlo los demás países? Ni tampoco me puedo imaginar que se pueda pensar seriamente que los SBBS se puedan convertir rápidamente en el activo seguro eje del sistema europeo, aunque solo sea por la necesidad de profundidad y liquidez de un mercado que habría que crear ex novo.

Castigar regulatoriamente las tenencias de bonos soberanos garantiza precisamente aquello que se dice querer evitar, una permanente fragmentación de los mercados financieros europeos. Porque la causalidad es exactamente la inversa a la que se supone por convicción apriorística. No

³² Y, por cierto, ¿cual debería ser el tratamiento de los bonos subnacionales, autonómicos, en caso de aceptar la penalización regulatoria de los soberanos de los Estados Miembros de la Eurozona? No es difícil imaginar que salvo en las Comunidades de régimen foral, el resto pasarían inmediatamente a bono basura porque incluso la garantía del Estado español no sería creíble ni estaría justificada.

hay concentración voluntaria en el soberano y por eso el país es poco fiable, sino que el dinero es temeroso y huye en los momentos de duda. Más en una unión monetaria y bancaria atípica en la que los movimientos de capital transfronterizos son por definición libres y gratis³³. Consecuentemente, los países afectados, por contagio o por sus propios errores de política que es otro tema muy interesante pero irrelevante a nuestros efectos, sufren una auténtica sequía de capitales mas propia de las economías emergentes que pueden defenderse mediante la devaluación. Alternativa no existente por definición en la UEM, pese a aquellos populistas como Stiglitz o Simm que periódicamente claman por crear una especie de salida temporal, un paso atrás para coger impulso, completamente inviable porque eliminaría toda apariencia de irreversibilidad, toda credibilidad a compromisos futuros. En esas circunstancias, los bancos centrales se convierten en la única fuente de liquidez y financiación de la economía, con la garantía de bonos soberanos. Es eso o el default. Sería por tanto mucho más sensato pensar en maneras de hacer automáticas y efectivas, *binding*, las reglas fiscales para evitar niveles de déficit o deuda considerados después insostenibles por el mercado y limitar la generación de externalidades negativas que no solo lastran el crecimiento potencial de la Eurozona, sino que también introducen peligrosos ruidos políticos. Pero no queramos solucionar con creatividad regulatoria lo que no es un problema financiero sino el resultado del mal funcionamiento de las reglas fiscales en el área euro.

Pero considerar un grave error modificar el tratamiento regulatorio de la deuda soberana, no implica que la Eurozona deba renunciar a reducir la morosidad de los balances bancarios. De hecho, ya hemos descrito y calificado esa estrategia en la sección de supervisión, pues constituye un eje central de las prioridades supervisoras en los años 2017-20. Una estrategia sustancialmente acertada y que en combinación con la misma rapidez y prioridad en la adopción del esquema europeo de seguro de depósitos haría mucho por reducir la singularidad institucional, la excepcionalidad y vulnerabilidad de la unión bancaria y financiera europea. Completar la UEM requiere avanzar en paralelo en estos dos aspectos, pero también en la unión fiscal y en una nueva institucionalidad política.

4. A MODO DE CONCLUSIÓN

La unión monetaria ha avanzado mucho desde la crisis financiera y con ella el proceso de integración económica y política que está en el origen de la UEM. Pero está aún lejos de una unión estable, sostenible y permanente. Este trabajo podría haber adoptado un enfoque pragmático y limitarse a comentar lo que parece posible avanzar este año. Pero sinceramente no creo que esa sea la labor de los economistas académicos. A nosotros nos corresponde poner encima de la mesa temas que irán madurando políticamente. Temas que cuando se proponen inicialmente suenan a herejía política, a un sueño o una pesadilla de imposible cumplimiento. Pero que la realidad irá imponiendo si se quiere evitar el fracaso de la unión monetaria.

En el ámbito estricto de la unión bancaria, ese ha sido el caso de la asunción por el BCE de la supervisión bancaria europea o de la regulación común a través del “single rule book”, o del mecanismo único y el fondo de resolución. Se ha hecho lo más importante, romper el tabú de que podía haber unión monetaria sin unión bancaria. Lo que queda es ya menor, pero arrecian las resistencias políticas porque sigue habiendo dos visiones contrapuestas de la unión y porque el paso

³³ Recordemos a efectos meramente ilustrativos que el sistema bancario en Grecia ha llegado a perder más del 50% de su base monetaria.

pendiente afecta a la mutualización de riesgos soberanos, bancarios y fiscales, afecta por tanto al núcleo duro de la visión política de Europa. Se trata de alcanzar un equilibrio sostenible, política y económicamente, entre disciplina y solidaridad, entre ajuste fiscal y mutualización de riesgos. Y de dotarle de una estructura jurídica, de un nuevo Tratado inevitablemente, que le de estabilidad y legitimidad política en democracia.

Este trabajo debate con cierta profundidad la unión monetaria, bancaria y financiera y presenta muchas propuestas técnicas para completarlas. En primer lugar, para acabar con la excepcionalidad del Banco Central Europeo, para abandonar las políticas extraordinarias de provisión de liquidez que se prolongan más allá de lo razonable, para evitar la politización de la autoridad monetaria europea, para dotarle de un interlocutor fiscal. Pero sin duda la propuesta más importante, inevitable a medio plazo, es la necesidad de crear un activo seguro para toda el área euro, un activo libre de riesgos y sin privilegios nacionales. Se propone pues la progresiva puesta en circulación de eurobonos con la profundidad liquidez y variedad de duraciones necesarias para que sean el ancla del sistema financiero europeo. Una función que no puede cumplir ese activo sintético que conocemos como SBBS por las razones que aquí se estudian. Una mala idea que pretende suplir la falta de voluntad política, la ausencia de mutualización, por ingeniería financiera que difumine el problema. Una solución ficticia que acabó muy mal en el sector privado y que muchos culpan de la gran crisis financiera. No hay argumentos para que esta vez sea diferente en el dominio público.

Analiza luego el capítulo las reformas pendientes en materia de regulación, supervisión y resolución bancaria. Materias en las que los progresos han sido espectaculares, sin duda, pero donde quedan aún aspectos técnicos importantes por resolver. Sobre los avances en regulación bancaria que aquí se describen y evalúan, pesa una incógnita fundamental, ¿no habremos ido demasiado lejos en estos años de voracidad regulatoria nacional, europea e internacional y habremos entrado en fase de rendimientos negativos? Porque hay que recordar que la regulación no es un bien libre, impone costes. Amerita una pausa, un esfuerzo de análisis coste beneficio para avaluar y calibrar adecuadamente las miles de normas introducidas en los últimos años. Evaluación sin miedo a desdecirse, con el objeto de simplificar el cumplimiento normativo, centrarlo en los aspectos esenciales y dar estabilidad regulatoria a las entidades financieras para que puedan planificar, definir y aplicar sus estrategias en el marco de una disrupción tecnológica que amenaza con erosionar seriamente sus tradicionales ventajas competitivas. Se recomienda pues un cambio de ciclo y actitud de los reguladores, que más allá del ruido político empieza a ser visible en las jurisdicciones más adelantadas en responder a la crisis.

La supervisión bancaria europea se ha desplegado con éxito y sin grandes problemas en muy poco tiempo. Ha sido capaz de armonizar los principios y procedimientos básicos de supervisión y puesto en práctica un sofisticado esquema de análisis de riesgo propio que no es heredero de ninguna autoridad preexistente. Pero a un coste administrativo muy alto para las entidades. Y su opacidad suscita algunas dudas sobre la existencia de una verdadera equidad horizontal, de un trato igual a entidades con perfiles de riesgo semejantes con independencia del país de origen. Y el objetivo último está lejos de haberse conseguido. Un objetivo tan sencillo de formular como difícil de conseguir y modular en el tiempo: que un activo seguro, dudoso o en vigilancia especial sea exactamente lo mismo en todos los Estados Miembros. El énfasis supervisor actual en la reducción de la excesiva exposición bancaria a activos morosos, NPAs, es adecuado y la estrategia adoptada básicamente razonable. Pero no cabe esperar resultados espectaculares sin una mejora del clima económico general y una subida de los tipos de interés que permita rentabilizar la intermediación de plazos y restablezca una estructura razonable de primas de riesgos. Y, como se argumenta en la última parte de este trabajo, los cambios propuestos en el tratamiento regulatorio de las tenencias

de bonos soberanos en las carteras de los bancos son un auténtico despropósito que pueden provocar un nuevo episodio de inestabilidad generalizada.

El coste económico y político de la crisis financiera ha resultado socialmente insoportable y ha obligado a modificaciones sustanciales en el esquema tradicional de intervención y liquidación de bancos para facultar la expropiación de derechos fundamentales de accionistas y acreedores, a crear un nuevo mecanismo administrativo de resolución bancaria, y a exigir a las entidades financieras que emitan un nuevo activo *bailinable*, reducible, que sea capaz de soportar pérdidas. Surgen así el Mecanismo Europeo de Resolución y su correspondiente Fondo, como instrumentos para aplicar el *bail in* del sector financiero. Su primera experiencia, la resolución del Banco Popular, ha resultado un éxito, pero más bien por accidente y este capítulo ofrece algunas soluciones urgentes de mejora. Dos de ellas, muy relacionadas, me parecen imprescindibles: (i) enfrentar los problemas de falta de liquidez que puedan condicionar la decisión y su timing, y (ii) dotarle de capacidad de endeudamiento propia, de un fiscal backstop, en la línea de las propuestas de la Comisión pero sin compartir que sea el Mecanismo Europeo de Estabilidad, el MEDE, el que haga esa función, pues solo serviría para aumentar las consideraciones fiscales de lo que ha de ser una decisión estrictamente de estabilidad financiera.

Finalmente, y como es bien sabido, el perfeccionamiento institucional de la unión monetaria, que todos en Europa saben necesario para disminuir su fragilidad, lleva tiempo atascado por un debate existencialista entre los partidarios de la reducción de riesgos frente a los que quieren imponer un reparto incondicional de los mismos. Un debate imposible de ganar porque solo un gran acuerdo que contemple elementos de ambas estrategias puede ser políticamente viable y económicamente operativo y estable. Una solución que requiere poner en marcha de manera urgente un esquema europeo de seguro de depósitos, el EDIS, pero también asegurar la efectividad y cumplimiento de las reglas fiscales sin discrecionalidad política alguna. Un EDIS es necesario para garantizar la igualdad de oportunidades entre los bancos europeos, cuyo coste de capital y financiación dependería ya solo de su solvencia, rentabilidad y calidad de gestión y no del lugar de domicilio, de la calidad crediticia de su soberano. Solo así se podrá crear un marco competitivo justo y equilibrado que permitirá fusiones transnacionales y un mercado bancario minorista europeo en beneficio de los consumidores de servicios financieros. Paralelamente y aunque sería un grave error modificar el tratamiento regulatorio de la deuda soberana, la Eurozona no puede renunciar a reducir la morosidad de los balances bancarios y a aplicar una estrategia sustancialmente acertada.

Completar la UEM requiere avanzar en paralelo en estos dos aspectos, pero también en la unión fiscal y en una nueva institucionalidad política.

BIBLIOGRAFÍA BÁSICA

FERNANDO FERNÁNDEZ, *Anuario del Euro 2017, Executive Summary*, Fundación de Estudios Financieros, Fundación ICO, Madrid, March 2018.

MINISTRY OF ECONOMY, INDUSTRY AND COMPETITIVENESS, *Spanish position on strengthening the EMU*, Madrid, Abril 2018.

SILVIA MERLER, *The debate on Euro Area Reform*, Bruegel blog, Brussels, April 2018.

Reconciling risk sharing with market discipline: A constructive approach to euro area reform, CEPR Policy

- Insight 91. London, January 2018. Documento conocido como la Propuesta francoalemana y su corolario después de la Cumbre de Junio, *Next steps after the Euro Summit*, voxEU, julio 2018.
- EUROPEAN COMMISSION, *Further steps towards completing Europe's Economic and Monetary Union: a Roadmap*, COM (2017) 821, December 2017.
- Reflection paper on the Deepening of Economic and Monetary Union*, COM (2017) 291, May 2017
- GUNTRAM WOLFF, *The Future of EMU*, Testimony to the Swedish Parliament's Committee on Finance, March 2018.
- Sovereign bond-backed securities: a feasibility study*, ESRB High-Level Task Force on Safe Assets, Frankfurt, January 2018.
- Completing the Banking Union with a European Deposit Insurance Scheme: who is afraid of cross-subsidisation?*, ECB Occasional Paper Series 208, Frankfurt, April 2018.
- F. FERNÁNDEZ Y F. NAVARRETE, *The reform of the International Financial System*, Faes, Madrid 2008.

ESTABILIZACIÓN, SUDDEN STOPS Y GOBIERNO ECONÓMICO: ¿QUÉ UNIÓN FISCAL PARA LA ZONA EURO?

DAVID VEGARA

ESADE Business School, ESADEgeo

1. INTRODUCCIÓN

La crisis que se inició en 2008 ha llevado al proyecto europeo en general y a la zona euro en particular a una situación crítica. La aparente falta de soluciones que dicho proyecto ha aportado a las dificultades experimentadas por los ciudadanos, la imposición de condiciones en el marco de los programas en los países que han recibido asistencia financiera y la permanente alusión a Europa como causa de los males por parte de una parte de la clase política europea han sido caldo de cultivo para la extensión de una visión crítica del proyecto y de un creciente escepticismo sobre su conveniencia, que ha remitido solo últimamente.

Y, sin embargo, como veremos, resulta paradójico observar que gran parte de las respuestas que los responsables económicos y políticos han articulado a la llamada “crisis del euro”, especialmente desde 2012, lo han sido sobre la base de incrementar el nivel de interrelación y conexión entre nuestras economías, la capacidad del conjunto de la zona euro y de la Comisión Europea (CE) de incidir en las políticas económicas y presupuestarias de los países y sobre el devenir de las instituciones financieras y bancarias, y de dar pasos importantes en la creación de mecanismos de respaldo financiero para aquellos países en dificultades.

Ya desde el inicio del diseño de la unión económica y monetaria (UEM) hubo un cierto consenso, al menos entre los economistas, sobre que la moneda única nacía con un marco institucional y político con limitaciones importantes. El punto de partida de este consenso era que el euro estaba lejos de lo que el Nobel Robert Mundell había definido como una “área monetaria óptima”: para ello debía asegurarse la plena libertad de movimientos de las personas y el capital, la flexibilidad en precios y salarios, una cierta similitud de los ciclos económicos y una cierta capacidad fiscal para compensar o ayudar a aquellas regiones o áreas geográficas que pudieran experimentar situaciones de dificultad durante un cierto tiempo.

En este contexto, los conocidos como “Criterios de Maastricht”¹ trataban de asegurar una cierta convergencia nominal previa al acceso a la moneda única, y el Pacto de Estabilidad y Crecimiento incidía en el objetivo de mantener una cierta disciplina fiscal para evitar que los países cometieran excesos fiscales y ello tuviera efectos negativos para el resto de los Estados miembros de la UEM. Esta disciplina fiscal a nivel nacional debía actuar como sustituto imperfecto de la falta de una política fiscal “central” o federal, pues permitiría disponer de capacidad de respuesta o margen de maniobra en caso de ser necesario.

Aunque recibió menos atención que el debate sobre las obligaciones fiscales y sobre la falta de una política fiscal común, también se alertó sobre los interrogantes que la nueva moneda única abría con relación al sector bancario puesto que, como comentaba Padoa-Schioppa (1999), el diseño de la moneda única tenía “la novedad de que se abandona la coincidencia entre el área de jurisdicción de la política monetaria y el área de jurisdicción de la supervisión bancaria”, algo que no tenía precedentes.

La crisis y sus devastadores efectos han reabierto el debate sobre la necesidad de perfeccionar el funcionamiento y la arquitectura institucional de la UEM. La acumulación en algunos países de desequilibrios macroeconómicos y financieros muy importantes hasta 2008 y su posterior gestión por la vía de notables ajustes en precios y salarios (la llamada devaluación interna), medidas de política monetaria sin precedentes, acuerdos de mayor coordinación fiscal y de políticas macroeconómicas, creación del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE), etc. han sido verdaderos hitos en la construcción europea, pero exigen al mismo tiempo reflexionar sobre si la zona euro está razonablemente preparada en caso de otra crisis en el futuro.

Ya en 2015 con el llamado Informe de los Cinco Presidentes, la CE, junto con los presidentes de la Cumbre del Euro, del Eurogrupo, del Banco Central Europeo (BCE) y del Parlamento Europeo presentaron un plan para avanzar y reforzar la UEM que incluía, entre otras propuestas, la introducción de un sistema europeo de garantía de depósitos y un futuro Tesoro de la zona del euro.

Desde entonces, las propuestas para perfeccionar la UEM han sido muy numerosas y han venido de diversos ámbitos. En las páginas que siguen nos centraremos en aquellas que hacen referencia a la llamada unión fiscal. Desde una perspectiva general, podemos entender la unión fiscal como un entramado institucional y económico que debería permitir a una autoridad fiscal europea, por un lado, ejercer un mayor control y supervisión sobre las finanzas públicas de los Estados miembros a fin de limitar los posibles efectos desbordamiento de las políticas nacionales y, por otro, ser capaz de ayudar a los países a hacer frente no sólo a las oscilaciones cíclicas de la economía sino también a gestionar con los menores costes posibles situaciones de estrés o crisis.

Así, sobre la base de las distintas propuestas presentadas desde distintos ámbitos, nuestro propósito será identificar los principales debates que deben abordarse en el marco de la discusión de cómo perfeccionar la UEM en el ámbito fiscal. Ello debe necesariamente hacerse sobre la base de un diagnóstico de la crisis, sus orígenes y sus efectos y consecuencias, y considerando también los equilibrios y limitaciones políticas. Nuestro objetivo no es otro que contribuir a un debate riguroso y realista, pero también ambicioso, sobre un tema que bien pudiera definir el futuro mismo de la UEM.

Es necesaria una advertencia llegados a este punto. En general el debate actual sobre la unión fiscal y la gobernanza económica de la UEM y, en consecuencia, las propuestas alrededor del mismo, se realiza sobre la base de una presunción muy importante: la ausencia de transferencias de

¹ Recordemos que los “Criterios de Maastricht” se refieren a las condiciones de acceso a la moneda única y tienen que ver con el nivel de déficit y deuda públicos y el diferencial de inflación y de los tipos de la deuda pública a largo plazo del país en cuestión.

recursos permanentes entre países. Es decir, se obvia el debate sobre si es necesario o no un componente de solidaridad o de redistribución entre los países integrantes de la moneda única, que pudiera conllevar la transferencia de recursos de los más ricos a los más pobres, más allá de los fondos estructurales y de cohesión actuales. Por mucho que podamos discrepar de esta hipótesis de trabajo, y dado que en definitiva el posicionamiento frente a la misma tiene carácter eminentemente político (más que estrictamente económico) parece razonable circunscribir el debate al ámbito en el que este se está produciendo en Europa: en cómo evitar otra crisis tan devastadora para los ciudadanos y para el proyecto común como la que se ha vivido, sin entrar en el debate sobre qué nivel de solidaridad debería existir en un proyecto que es, a la postre (y afortunadamente), eminentemente político². Siguiendo la caracterización convencional de la política fiscal, abordaremos por tanto el debate de la función estabilizadora de la misma pero no de su función redistribuidora y, en consecuencia, en lo que sigue tampoco abordaremos los temas relacionados con la convergencia real. Volveremos a este punto en las conclusiones.

Dada la amplitud del tema bajo consideración, nos centraremos en los tres aspectos que consideramos más relevantes en este debate: i) la necesidad o no de un mecanismo fiscal de estabilización del ciclo de los distintos países, ii) el análisis del papel y posibles mejoras en los mecanismos de gestión de crisis articulados desde el inicio de la crisis y el posible papel de los mecanismos de reestructuración de deuda, y iii) las posibles mejoras en el ámbito del gobierno económico y la coordinación y supervisión fiscal.

La Sección II apunta brevemente a un diagnóstico de la crisis, necesario para identificar aquellos elementos más críticos a abordar si queremos diseñar una UEM más preparada para posibles escenarios de estrés futuros. La Sección III repasa el conjunto de respuestas que se han ido articulando desde el inicio de la crisis y que han modificado de manera muy importante el entramado institucional y de reglas de la UEM. Esta es la base sobre la que necesariamente hay que trabajar para su perfeccionamiento. La Sección IV profundiza en los elementos clave que hemos comentado en el párrafo anterior. El diagnóstico, las respuestas y el análisis en mayor profundidad de los aspectos claves a abordar permiten articular un conjunto de propuestas que presentamos a modo de conclusión en la Sección V.

2. CRISIS, CHOQUES ASIMÉTRICOS Y *SUDDEN STOPS*

Cualquier propuesta de avance y perfeccionamiento de la UEM debe partir de un diagnóstico de las razones de la crisis y de las carencias que se han puesto de manifiesto desde el inicio de la moneda única. Como se ha comentado, las preocupaciones en el marco de la política fiscal que guiaban el debate previo al lanzamiento de la moneda única se centraban en la posible existencia de choques asimétricos en las distintas economías, y en cómo este comportamiento diferencial podría gestionarse. En la zona euro la política monetaria es por definición común a toda la zona, lo que la posiciona como la política adecuada para responder a shocks de carácter simétrico, que afectan a todos los países (o a una mayoría). Cosa distinta es cómo se responde a perturbaciones asimétricas, que afectan de forma distinta (y quizás opuesta) a distintos países. Ahí es la política fiscal la que debería jugar un papel preponderante en la estabilización, puesto que o bien (como sería el caso de los países con estructura federal) el gobierno central puede usar instrumentos

² En el documento del Gobierno español que describe la posición española en este debate (MEIC, (2018)) se enuncia por ejemplo como uno de los principios deseables para el diseño de una capacidad de estabilización para la UEM la “ausencia de transferencias permanentes”. La posición alemana y de otros países de la UEM es también bien conocida a este respecto.

presupuestarios y fiscales para amortiguar el shock (compensando a las regiones más afectadas), o bien, en ausencia de una autoridad fiscal “central”, es el gobierno de cada uno de los países el que tendrá que responder al shock asimétrico.

Sin embargo, la crisis que se inició en 2008, y muy particularmente los acontecimientos en Grecia desde 2010, tuvieron unas características bien diferentes a esta relevancia que se les suponía a los choques asimétricos. Aunque sin duda el impacto fue muy distinto dependiendo del país, la crisis no se dio en un contexto de ciclos o perturbaciones notablemente asimétricos. En cierta medida la crisis en algunos países europeos se manifestó de una forma inesperada: a través de una paralización repentina de los flujos de financiación a un grupo de economías con elevados niveles de endeudamiento y necesidades de financiación exterior, consecuencia de sus elevados y persistentes déficit por cuenta corriente. Desde esta perspectiva, la crisis tuvo muchos elementos observados en episodios anteriores en economías emergentes, en las que el desequilibrio exterior crecía hasta que los inversores internacionales agotan su nivel de tolerancia al riesgo y, de forma repentina, evitan seguir financiando al país. Esta paralización repentina (*sudden stop*) supone bien una necesidad de ajuste brusco y doloroso del nivel de gasto en la economía a la renta nacional en ausencia de financiación alternativa, bien un default del país si es incapaz de cerrar esta brecha.

El caso de nuestro país es ilustrativo y puede servir de buen ejemplo de lo ocurrido también en Irlanda, Portugal y Grecia. Sin duda, los elementos subyacentes son distintos (en España unos desequilibrios alimentados por el sector privado, en Grecia por el déficit del sector público) pero los mecanismos serían muy parecidos.

En España, los orígenes de la grave crisis económica y financiera que se inició en 2008 se remontan a la década previa, en la que la economía mostró un ritmo de expansión vigoroso en un entorno internacional inusualmente benigno (la llamada Gran Moderación). El crecimiento global vino acompañado de tasas de inflación reducidas y estables en las economías avanzadas, y por unas políticas monetarias de tipos de interés reducidos que alimentaron unas condiciones financieras holgadas (Viñals (2017)).

Al calor de las buenas perspectivas económicas, que se hacían realidad año tras año, tuvo lugar una creciente demanda de financiación por parte fundamentalmente de agentes privados (familias y empresas) que incidió especialmente en el mercado de la vivienda y actividades conexas (construcción, promoción inmobiliaria). La financiación fue satisfecha por el sector bancario, que apeló fuertemente a los mercados mayoristas internacionales una vez los depósitos del sistema no fueron suficientes.

El rápido crecimiento del crédito y el endeudamiento creciente con el exterior no eran sino la otra cara de la moneda de una economía cuya demanda crecía a un mayor ritmo que la producción, resultando en una inflación superior a la de nuestros principales competidores, la correspondiente erosión de la competitividad en una etapa de bajo crecimiento de la productividad y un déficit por cuenta corriente (y en consecuencia unas necesidades de financiación exterior neta) que fue incrementándose hasta alcanzar niveles del 10% del PIB en 2007. Todo ello, en un marco en que la política monetaria del BCE resultó excesivamente laxa en relación con la situación cíclica de nuestra economía.

Los conocidos efectos de la crisis en nuestro país tienen que ver con este nivel de desequilibrio entre el ahorro y la inversión nacionales (que es lo que en definitiva es el déficit por cuenta corriente) y el creciente endeudamiento externo, y la repentina desaparición de la financiación internacional. Todo ello agravado por la delicada situación de la economía internacional, pues los ajustes son obviamente menos difíciles cuando el resto de socios comerciales y financieros está creciendo saludablemente.

Desde que tuvo lugar la caída de Lehman Brothers en septiembre de 2008, las tensiones en los mercados de financiación mayorista alcanzaron cotas muy elevadas. Ya desde el principio las entidades españolas experimentaron el impacto adverso del tensionamiento en los mercados de financiación mayoristas, que intentaron aplacar emitiendo a plazos más cortos y apelando en mayor medida al BCE. Pero incluso los esfuerzos del BCE para proporcionar financiación al sistema financiero español (que era el principal canal de la financiación exterior) no fueron suficientes para hacer una transición menos brusca a un nivel de gasto inferior de la economía.

Este relato de la crisis³, aplicable también a países como Portugal, Irlanda o Grecia (con déficit por cuenta corriente cercanos al 13%, 7% y 15% del PIB en 2008 respectivamente y fuertes posiciones deudoras con relación al resto del mundo), se aleja del enfoque que presuponía que la moneda única debía funcionar con una política fiscal de carácter federal o común porque su responsabilidad consistía en compensar o gestionar los choques asimétricos. La política monetaria respondió a un shock común (la “crisis financiera internacional”), pero es altamente improbable que una política fiscal de carácter federal hubiera podido hacer frente en tiempo y forma a los desequilibrios acumulados por los países, y no solo por el reto en términos de apoyo político que ello hubiera supuesto.

En consecuencia, los acontecimientos a partir de 2010 llevaron rápidamente al debate desde un foco inicial centrado en cómo articular una política fiscal de carácter federal, a otro que intentaba responder a cómo diseñar un entramado para la gestión de crisis en un contexto en el que, precisamente por la paralización de los mercados de financiación a la que nos hemos referido, la dimensión financiero-bancaria alcanzaba una importancia crítica⁴.

3. LAS RESPUESTAS A LA CRISIS DESDE UNA PERSPECTIVA EUROPEA

Cuando observamos los acontecimientos sucedidos desde 2009 en la UE, y en el área del euro en particular, hay tres fenómenos que sobresalen claramente. El primero es el hecho de que los problemas observados en algunos países desbordan las fronteras y afectan a otros países de la moneda única. Son los efectos desbordamiento o *spillovers*. El segundo es que la magnitud de los problemas se escapaba claramente del diseño en términos de mecanismos y herramientas de gestión de crisis que había hasta aquel momento, e hizo necesario articular nuevas vías. En tercer lugar, debe resaltarse que la importancia que el sector bancario tuvo en la acumulación de los desequilibrios que llevaron a la crisis y en la manifestación de sus efectos demandaba una atención especial hacia este sector.

Las respuestas articuladas a nivel de la zona euro fueron de gran calado y abordaron, como comentaremos seguidamente, diversos aspectos. Que varias de estas respuestas tuvieran como consecuencia directa una mayor integración económica y financiera, un proceso de “más Europa”, no

³ Probablemente, y aunque se escapa ciertamente del perímetro de esta contribución, cuando se analiza la posibilidad de que se repitan las dinámicas observadas en el camino hacia y desde la crisis debe tenerse muy en cuenta que al menos parte del notable crecimiento del crédito al sector público y/o privado de los países que tuvieron más dificultades tiene que ver con el proceso de ajuste a un nivel general de tipos de interés (nominales y reales) permanentemente más bajos que en comparación a la época pre-euro.

⁴ Los acontecimientos son conocidos, y produjeron una “renacionalización” de los mercados interbancarios y una paralización repentina de la financiación exterior en diversos países. Así, por ejemplo, según el Banco Internacional de Pagos, entre mediados de 2008 y finales de 2012, la exposición total de los bancos franceses, alemanes, holandeses, de EEUU y del Reino Unido en Portugal, Irlanda, Grecia, España, Chipre e Italia disminuyó en un 40%, por un importe equivalente al 25% del PIB conjunto (en 2012) de estos últimos países.

deja de ser en cierta medida una paradoja, puesto que el proyecto europeo no gozaba precisamente de sus momentos de mayor popularidad (Vegara (2016)).

Desde una perspectiva general, las respuestas a la crisis en la zona euro desde 2009-2010 pueden agruparse en cinco campos. El primero es de carácter eminentemente nacional y lo constituirían los ajustes y reformas de cada uno de los países, significativamente de aquellos que recibieron asistencia financiera. Estos procesos, dolorosos sin duda, ayudaron no obstante a cerrar la brecha entre el gasto y la renta de los países, y han permitido que la mayoría de los que recibieron asistencia financiera hayan visto desaparecer sus desequilibrios exteriores.

Las otras cuatro respuestas tendrían un carácter eminentemente europeo, por cuanto o bien se articularon sobre la base de instituciones europeas, o bien reforzaron de manera importante el proceso de integración económica y financiera en medio de la crisis. Nos referimos sucesivamente a la política monetaria del BCE, el reforzamiento de los mecanismos de coordinación fiscal y macroeconómica, la creación del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) como mecanismo de respaldo financiero, y el lanzamiento de la llamada unión bancaria. Las últimas tres constituyen reformas de gran importancia que han modificado sustancialmente el panorama del gobierno económico e institucional en la zona euro.

En primer lugar, tendríamos por supuesto el BCE y la larga lista de medidas que ha ido tomando para responder a los efectos de la crisis: disminución de tipos de interés (después de la lamentable respuesta de 2008 en la que todavía subió el tipo oficial), provisión de liquidez, *quantitative easing*, etc. El banco central actuó pronto como una institución verdaderamente paneuropea, especialmente desde el ya famoso “*whatever it takes*” del presidente Draghi en julio de 2012.

En segundo lugar, cabe destacar el refuerzo de los mecanismos de coordinación fiscal y macroeconómica y de la gobernanza económica, sobre la base del llamado fiscal compact y el procedimiento de desequilibrios macroeconómicos.

Como hemos comentado, la necesidad de poner límites a la política fiscal y presupuestaria de los Estados miembros ya había sido reconocida desde el buen comienzo de la unión económica y monetaria, con el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. La política monetaria se articulaba a nivel supranacional, mientras que la política fiscal y financiera y las políticas estructurales permanecían en manos de los gobiernos de los diferentes países. Pero había acuerdo en que una política monetaria orientada a la estabilidad por sí misma no era suficiente para el correcto funcionamiento de la UEM, y debía estar acompañada de políticas prudentes en el ámbito fiscal.

En retrospectiva, existe acuerdo general en que el Pacto no fue suficiente para asegurar los objetivos que perseguía. La aplicación fue débil y los mercados de deuda pública no discriminaron adecuadamente los distintos riesgos. En consecuencia, algunos gobiernos no estaban convenientemente preparados cuando la crisis empezó, lo cual comportó un deterioro importante en algunos países, hasta el punto de que algunos de ellos perdieron el acceso a la financiación en los mercados financieros.

Los acontecimientos son suficientemente conocidos, y tan solo queremos destacar aquí que políticas macroeconómicas, financieras y/o fiscales insostenibles en uno o diversos Estados miembros se amplificaron mutuamente e impactaron en los otros países de la UEM, vía efectos desbordamiento (o *spillovers*) negativos. Todo ello tuvo también efectos negativos sobre la estabilidad financiera en el conjunto de la zona euro.

Como reacción a todos estos fenómenos y acontecimientos, a finales de 2011 se empezaron a producir una serie de cambios importantes en la gobernanza de la zona euro y, muy particularmente, en el esquema de supervisión multilateral de las políticas macroeconómicas de los Estados miembros, con un especial foco en las políticas presupuestarias y fiscales.

Así, a principios de 2012 se había ya introducido, por una parte, el llamado “semestre euro-

peo”, que refuerza la supervisión multilateral acompañando el calendario de presentación de la información presupuestaria por parte de los Estados miembros a la CE y al Consejo Europeo. Por otra parte, con el llamado *six pack* se aprobaron seis cambios legislativos para reforzar el marco de la gobernanza económica. El *six pack* reformó las patas preventiva y correctiva del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, estableciendo nuevos requerimientos mínimos para los marcos fiscales de los países del euro, diseñando el nuevo procedimiento de desequilibrios macroeconómicos (que va mucho más allá del análisis exclusivo de la política fiscal y presupuestaria) y considerando la posibilidad de establecer sanciones a los países que incumplan sus compromisos y obligaciones en materia fiscal y presupuestaria.

Un poco más tarde, a iniciativa de la CE, se aprobó el llamado *two pack*, dos nuevas regulaciones que dan nuevos poderes a esta institución para realizar una supervisión más efectiva y rigurosa, y también más intrusiva. De esta manera, los Estados miembros tienen que remitir el proyecto de presupuesto público anual y la CE puede pedirles, bajo ciertas condiciones, su revisión con el fin de asegurarse de que se cumplirán los planes de corrección de los déficit excesivos. Además, los países pueden tener multas de hasta el 0,1 % de su PIB si no cumplen los compromisos y obligaciones derivados de los nuevos acuerdos.

En definitiva, el objetivo fundamental del *fiscal compact*, que es el nombre que recibe el conjunto de regulaciones originales y las que han reforzado el esquema de supervisión multilateral en la UE, es reforzar la disciplina fiscal, especialmente en el área del euro. Tiene, en definitiva, dos módulos o pilares fundamentales: una regla de presupuesto equilibrado (que incluye mecanismos automáticos de corrección) y un procedimiento reforzado para cuando los Estados miembros muestran déficits excesivos.

Sin duda los nuevos mecanismos de supervisión multilateral suponen un entorno mucho más intrusivo que el pre-crisis con relación a las políticas económicas y presupuestarias de los Estados miembros. Como hemos comentado, estos avances en la supervisión multilateral no han ido acompañados de avances en una política fiscal “federal”, pero esta carencia de avances no supone que con la crisis no se hayan desarrollado esquemas que incorporan un componente no irrelevante de solidaridad en el marco de la zona euro, y que no estaban presentes anteriormente. Nos referimos a los mecanismos de gestión y resolución de crisis, como el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE), que, después de las reformas y ajustes a nivel nacional, el BCE y el *fiscal compact*, constituiría la cuarta respuesta articulada frente a la crisis.

Como hemos analizado, la crisis volvió a evidenciar que la pérdida repentina de acceso a la financiación por parte de un gobierno para hacer frente a sus necesidades puede tener unos efectos devastadores. Esta pérdida de acceso a los mercados que se observó en el caso de Grecia en 2010, por ejemplo, hubiera obligado al país a realizar un ajuste sin dilación si no hubiera encontrado mecanismos alternativos, bien recortando los gastos bien aumentando los impuestos o una combinación de ambos, provocando un auténtico frenazo de la economía, cuando no su colapso.

Estos episodios de pérdida de acceso a la financiación no son una novedad en la economía mundial. Son, precisamente, la razón fundamental por la cual después de la Segunda Guerra Mundial se estableció un organismo que proporcionara financiación a los países en dificultades: el Fondo Monetario Internacional (FMI).

Cuando un país pierde acceso a los mercados o este acceso lo es a un coste prohibitivo, fallan dos elementos fundamentales: la financiación propiamente dicha y a tipos de interés razonables, y tiempo para solucionar los problemas que han llevado a esta situación.

Es más, durante la crisis en Europa, pronto se puso de manifiesto, por un lado, que la magnitud de los problemas acumulados en Grecia, pero también más tarde en Irlanda, Portugal o Chipre,

hacía necesario comprometer unos volúmenes de financiación muy superiores a los de un programa tradicional del FMI. Considérese que antes de la crisis financiera, y antes por tanto de que el FMI contemplara una nueva política de acceso excepcional, un programa “normal” del FMI podría alcanzar financiación por un importe de entre el 3% y el 6% del PIB del país. Estos niveles fueron sobradamente superados en el caso de los países de la zona euro. Por otro lado, era evidente la inexistencia de instrumentos de apoyo financiero que pudieran ser utilizados si se quería dar una respuesta “europea” a la situación.

Como consecuencia de los acontecimientos y de la necesidad de actuar con urgencia, la primera respuesta en mayo de 2010 fue articular un conjunto de préstamos bilaterales de cada uno de los países de la zona euro a Grecia. Poco después se constituyó el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF), que era un organismo transitorio cuyo objetivo principal era preservar la estabilidad financiera en Europa por la vía de ofrecer ayuda financiera a Estados de la zona euro que se encontraran en situación de crisis⁵.

Los acontecimientos posteriores, sin embargo, pusieron en evidencia la necesidad de dotar a la zona euro de un mecanismo de gestión y resolución de crisis de carácter permanente. El resultado fue la creación, en 2011, del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE, o ESM por sus siglas en inglés)⁶.

De una forma parecida al caso de recibir apoyo por parte del FMI, la financiación en países en dificultades por parte del MEDE (y del FEEF antes) está condicionada a que el país receptor tome un conjunto de medidas que se entiende que deberían ayudar a reconducir la situación, atacar la raíz de los problemas que lo llevaron a la situación crítica en que se encuentra, recuperar la sostenibilidad de sus cuentas públicas y mejorar sus perspectivas de crecimiento. A cambio de estas condiciones, negociadas entre el país y la CE, el BCE y, si participa en el programa, también el FMI, el país obtiene recursos financieros, a un coste muy razonable, y tiempo para abordar estos cambios considerados necesarios.

Teniendo en cuenta los préstamos bilaterales, el FMI y, especialmente, el FEEF y el MEDE se ha movilizado un volumen de recursos sin precedentes para los países en dificultades en la zona euro. Grecia, por ejemplo, ha recibido financiación por un importe próximo a los 250 mil millones de euros (un 120% del PIB), mientras que en Portugal e Irlanda los volúmenes fueron algo inferiores al 50% del PIB. Son importes muy superiores, como decíamos, a los que el FMI podía comprometer.

El esquema de gobernanza del MEDE no brilla precisamente por su sencillez. En primer lugar, se trata de una institución emanada de un acuerdo intergubernamental y, por tanto, no es formalmente una institución “europea” (prevista en los Tratados). En segundo lugar, el FEEF y el MEDE están “controlados” por los países (el Eurogrupo o Consejo de Ministros de Economía y Finanzas), que tienen todos derecho de veto. Finalmente, el FEEF y el MEDE proporcionan apoyo financiero sobre la base

⁵ El FEEF estaba autorizado a solicitar préstamos de hasta 440.000 millones de euros sobre la base de garantías aportadas por los Estados miembros de la zona euro.

⁶ El MEDE es un organismo intergubernamental que funciona como un mecanismo permanente para la gestión de crisis con el fin de proteger la estabilidad financiera en la zona euro y está gobernado por los ministros de Economía y Finanzas de los Estados miembros. Funciona de manera similar al FEEF pero, a diferencia de este, en el que los Estados miembros garantizaban o apoyaban las emisiones de deuda, el MEDE dispone de 700.000 millones de euros de capital, distribuidos en 80.000 millones de capital desembolsado y 620.000 millones de capital exigible a los diferentes países en caso de que fuera necesario, y puede llegar a prestar un volumen de 500.000 millones de euros. La razón fundamental de este cambio hacia una estructura de capital es que la utilización de las garantías del FEEF una vez este emitía deuda a los mercados era considerada como deuda pública de los diferentes Estados miembros por Eurostat, la agencia estadística europea, mientras que las operaciones del MEDE no se suman a la deuda pública.

de un programa de reformas formalmente diseñado por el país, pero que necesita la aprobación de la CE y el BCE, con el apoyo “cuando proceda” del FMI. Por lo tanto, el MEDE proporciona la financiación, pero bajo las directrices marcadas por unos terceros, entre los que se incluye el banco central del país (el BCE en este caso), lo que no sucede en los programas del FMI, donde el banco central del país se sienta siempre en el otro lado de la mesa de negociación. La CE tiene una responsabilidad y liderazgo claro en el diseño de los programas y en el establecimiento de la condicionalidad de estos.

Como última respuesta europea a la crisis cabe destacar la unión bancaria. Ya nos hemos referido al papel del sistema financiero, especialmente de su componente bancario, en la acumulación de desequilibrios que desembocaron en la crisis.

Como hemos destacado con anterioridad, ya desde el inicio del diseño de la UEM se destacaban los interrogantes relacionados con un sector bancario para el que se abandona la coincidencia entre el área de jurisdicción de la política monetaria y el área de jurisdicción de la supervisión bancaria. No es objetivo de esta contribución abordar los elementos relacionados con la unión bancaria y sus implicaciones⁷, pero sí es oportuno destacar aquí que la transferencia de las competencias supervisoras y de resolución de entidades bancarias al Mecanismo Único de Supervisión y al Mecanismo Único de Resolución supone un paso de una importancia que no puede minusvalorarse en relación con la integración económica y financiera de la zona euro dada la relevancia que el sector bancario tiene en la financiación de familias y empresas en la UEM⁸.

En resumen, la crisis tuvo efectos devastadores, pero permitió la articulación de un conjunto de respuestas importantes. Los efectos de la crisis, la mayor intromisión del sistema de supervisión en las políticas fiscales nacionales como consecuencia del reconocimiento de los *spillovers* y el compromiso, si bien indirecto, de un volumen de recursos públicos importante para apoyar la asistencia financiera a los países que lo necesitaron, entre otros, apoyaron la reapertura del debate de si es necesario avanzar en compromisos que vayan más allá de la supervisión fiscal multilateral y los mecanismos de rescate financiero. Algunos hablan incluso de que a la zona euro le ha llegado su “momento Hamiltoniano” (Barbieri, P. y Vallée, S. (2017)), referencia histórica al episodio en el que el entonces primer Secretario del Tesoro de los EEUU impulsó en 1790 la asunción de la deuda de los Estados de la Unión por parte del presupuesto federal a cambio de posibilitar que este dispusiera de mayor capacidad impositiva y de decisión, y de la aprobación de una cláusula de imposibilidad de rescate de los Estados (no *bail-in*), que sigue operando en la actualidad⁹. En todo caso, ciertamente, dados los costes de la crisis, cabe sin duda reflexionar sobre si es necesario avanzar decididamente en la llamada unión fiscal y el gobierno económico de la UEM.

4. FISCAL Y GOBIERNO ECONÓMICO

Decíamos en la Sección I que podemos entender la llamada unión fiscal como un entramado institucional y económico que debería permitir a una autoridad fiscal europea, por un lado, ejercer un mayor control y supervisión sobre las finanzas públicas de los Estados miembros en aras a limitar los posibles efectos desbordamiento de las políticas nacionales y, por otro, ayudar a los

⁷ Fernando Fernández (2018) aborda el tema en esta serie y en toda su extensión.

⁸ Aproximadamente el 70% de la financiación que reciben el conjunto de empresas y familias europeas es intermediado por el sector bancario, mientras que el 30% restante lo es vía los mercados de capitales. Estos datos contrastan con los de la economía norteamericana, donde la situación es básicamente la inversa (ESRB (2014)).

⁹ Recuérdense los recientes acontecimientos en Puerto Rico.

países a hacer frente no sólo a las oscilaciones cíclicas de la economía sino también a gestionar con los menores costes posibles situaciones de estrés/crisis.

De las discusiones y diagnóstico de las páginas anteriores debería poder deducirse que cuando abordamos la discusión de si es o no necesaria, y cómo, una mayor integración de las políticas fiscales podemos agrupar la discusión en tres grandes temas. En primer lugar, el grado de necesidad de una política fiscal “centralizada”, gestionada por una autoridad europea, que ayudara a la gestión del ciclo. En segundo lugar, cabe reflexionar sobre si los mecanismos de gestión de crisis y respaldo financieros creados en los últimos años son suficientes o deben ser complementados con otros que ayudaran a gestionar el volumen de deuda de los países que entran en dificultades. Finalmente, debe reflexionarse sobre si el entramado institucional, los mecanismos de toma de decisiones a nivel de la Unión y las reglas actuales son adecuados y están a la altura de lo que se concluya en los dos debates anteriores.

4.1. ESTABILIZACIÓN

El debate sobre la necesidad de una política fiscal “centralizada” no es en absoluto una novedad consecuencia de la crisis (véase por ejemplo Bajo, O. y Vegara, D. (1995)), pero sin duda esta ha vuelto a ponerlo encima de la mesa. La gestión o moderación de los efectos de los choques asimétricos en las uniones monetarias pueden realizarse a través de distintos canales (Asdrubali *et al* (1996))¹⁰. En primer lugar, una perturbación negativa en un país de la UEM (o de cualquier país o región de una unión monetaria) puede moderarse si sus agentes residentes obtienen rentas de carácter financiero o laboral de otros países no afectados por dicha perturbación (canal de rentas). En segundo lugar, las empresas y hogares de la economía afectada pueden suavizar su consumo acudiendo a su ahorro acumulado o al mercado de crédito (canal de crédito)¹¹. Finalmente, los efectos de una perturbación pueden verse amortiguados mediante transferencias fiscales procedentes del presupuesto central o federal, lo que en este contexto podríamos denominar canal unión fiscal.

La determinación de la importancia relativa de cada uno de estos canales está sujeta a discusión sobre la base de los resultados empíricos, pero, como veremos más adelante, no parece que el canal fiscal o presupuestario sea el de más importancia en las uniones monetarias existentes.

Las propuestas sobre cómo avanzar en un mecanismo que constituyera algún tipo de transferencia (temporal) entre Estados miembros que facilitara el ajuste a los ciclos de los países que pudieran verse afectados por un shock asimétrico importante son numerosas. En general, todas ellas intentan encontrar un equilibrio entre elementos de compartición de riesgos (*risk sharing*), y por tanto de cómo se reparten los potenciales costes, y elementos de reducción del riesgo (*risk reduction*), que deberían ayudar a limitar los posibles efectos en términos de azar moral y diseñar los incentivos adecuadamente.

¹⁰ En una influyente contribución en la que analizan el caso de los Estados Unidos entre 1963 y 1990, Asdrubali *et al* (1996) identifican tres canales por los cuales se suavizan las perturbaciones macroeconómicas en las distintas regiones/estados: i) la propiedad de activos “transregional”, que permite suavizar la renta por la vía de la renta de los factores (financieras o laborales); ii) el uso del presupuesto federal, por la vía de los impuestos y las transferencias; y iii) la utilización de los mercados de crédito, que permite la suavización del ciclo incrementando o disminuyendo el nivel de endeudamiento con relación a las otras regiones.

¹¹ Lógicamente, cuanto mayor sea la integración financiera entre las regiones o la movilidad de la mano de obra, mayor será la potencia de los canales de rentas y crédito. Dada la movilidad de la mano de obra en la UEM, de ahí la importancia de la dimensión financiera y, en consecuencia, de los elementos relativos a la Unión Bancaria.

El FMI, por ejemplo, analizaba en 2013 los elementos mínimos de una unión fiscal que permitirían limitar los efectos de las crisis futuras y proponía algún tipo de esquema de endeudamiento común respaldado por impuestos paneuropeos, para hacer frente a situaciones difíciles (Allard et al. (2013)). El FMI apuntaba a distintas opciones: i) un fondo para los “malos tiempos” (*rainy-day fund*), al que aportarían los países en los buenos tiempos y al que accederían en caso de dificultades, ii) un seguro de desempleo europeo que, de forma análoga al caso de los EE.UU., apoyaría a los Estados miembros cuando el desempleo aumentara de forma significativa y iii) un presupuesto del área euro de una cierta dimensión, con capacidad de gasto en países que sufrieran una perturbación negativa.

Más recientemente, el FMI ha concretado una propuesta para una capacidad de estabilización a nivel central para la UEM (Arnold et al. (2018)) sobre la base de un fondo de estabilización que, sin transferencias permanentes y con aportaciones anuales cercanas al 0.35% del PIB de los países, tendría una capacidad notable de estabilización de las perturbaciones que han tenido lugar en los distintos países. Este fondo debería complementarse con una capacidad de endeudamiento para asegurar que es capaz de gestionar los efectos de choques extremos.

En otra interesante contribución, el Banco de España (Banco de España, 2017) apunta a la conveniencia de avanzar en la creación de *“algún tipo de mecanismo común de aseguramiento cíclico, que contribuya a paliar la ausencia de una capacidad fiscal centralizada, y complemente la escasa potencia estabilizadora de los mecanismos públicos y privados de compartición de riesgos existentes actualmente”*. En este contexto, resume las características de un fondo de estabilización que, sin comprometer grandes recursos (alrededor de un 1% del PIB, una cifra cercana al presupuesto europeo), y sin que conlleve transferencias permanentes entre Estados, permitiría alcanzar una capacidad fiscal de estabilización similar a la alcanzada con el sistema federal de transferencias de EE.UU.

Por su parte, en una influyente contribución un grupo de economistas franco-germanos (Bénassy-Quéré, A. et al (2018)) propone un mecanismo de estabilización fiscal que ofrecería a los países una transferencia presupuestaria en caso de un choque significativo en un país, un esquema parecido al propuesto por el FMI. El mecanismo se financiaría con aportaciones de un 0.1% del PIB de los países participantes y se activaría ante aumentos significativos en el desempleo. Funcionaría como un mecanismo reasegurador, es decir, entraría en funcionamiento sólo si se superara un determinado umbral, hasta el cual sería el propio país el que debería gestionar los efectos.

Finalmente, la CE no ha permanecido lógicamente ajena a este debate. En el marco del llamado Informe de los Cinco presidentes (Comisión Europea (2015)) se abordaban diferentes posibilidades para una función de estabilización: un sistema europeo de protección de las inversiones en apoyo de inversiones planificadas y predeterminadas; un sistema europeo de reaseguro de desempleo que sirviera de fondo de reaseguro para los sistemas nacionales; y un fondo para eventualidades (*rainy day fund*) que pudiera acumular fondos de los Estados miembros de forma periódica, cuyos desembolsos se activarían sobre una base predefinida.

Más recientemente, en su paquete de iniciativas presentado a finales de 2017 la CE detalla algunas de las ideas planteadas a mediados de 2017 (Comisión Europea (2017)) y parece asumir las dificultades de la negociación política al limitar la discusión a un instrumento de “seguro de inversiones” que entraría en funcionamiento para que la inversión pública no se vea excesivamente afectada por recortes en caso de una desaceleración o choque importantes.

Como comentábamos, para analizar la deseabilidad de un instrumento fiscal de carácter estabilizador debe considerarse la importancia relativa de cada uno de los distintos canales de estabilización (rentas, crédito, fiscal). Asdrubali et al (1996) encuentran que en EE.UU. alrededor del 40% de las perturbaciones estatales son suavizadas por los mercados de capitales (propiedad de activos

transregional), un 13% por el presupuesto federal y un 23% por los mercados de crédito. El resto (25%) no son absorbidos por los mecanismos de seguro, y por tanto no se suavizan. Mélitz y Zumer (2002) repasan distintas aportaciones relativas a distintos países llegando a la conclusión de que la función estabilizadora de los presupuestos federales estaría entre un 10 y un 40%, aunque estos autores son de la opinión de que sus propias estimaciones (alrededor del 20%) reflejarían un nivel razonable. Junto con otros estudios (véase Banco de España (2017) para una panorámica), puede concluirse que los análisis empíricos apuntarían a que en los países desarrollados alrededor del 40% de las perturbaciones son absorbidas por los mercados de capitales, un 25% lo serían por los mercados de crédito y tan solo un 10-20% por el presupuesto “federal” o central. En consecuencia, la evidencia apunta a que la importancia del mecanismo fiscal en la mitigación de las perturbaciones es bastante limitada y que, incluso en países con una integración fiscal mucho mayor que la de la UEM, este no actúa como el mecanismo principal¹².

Para el caso concreto de la UEM, el Banco de España (2017) estima que, en media entre 1999 y 2015, aproximadamente un 10% de las perturbaciones en la UEM fueron suavizadas por los mercados de capital y aproximadamente un 35% lo fue por el canal de crédito. El resto (algo más de la mitad), no fue suavizado y afectó directamente al consumo del país afectado. La CE (Nikolov (2016)) estima que estos efectos son algo menores, siendo el canal de los mercados de capitales muy pequeño y no superando en el caso del canal de crédito el 25%. Con estos resultados, puede decirse que, en promedio, entre un 40 % y un 60 % de una perturbación adversa que sufra un país de la UEM se traduce en una caída del consumo de dicho país (dependiendo del período considerado) frente por ejemplo al 20 %-30 % observado en Estados Unidos. Es más, la potencia de los canales privados en la UEM se redujo durante la crisis, lo que pondría de manifiesto la necesidad de seguir avanzando en la integración de los mercados de capitales en la UEM y en la unión bancaria.

Lógicamente, los resultados anteriores muestran que en la actualidad son muy limitadas las capacidades de estabilización de los shocks asimétricos en el marco de la UEM: la tenencia transfronteriza de activos financieros es muy pequeña (Wolff (2012)), el presupuesto “central” es inexistente y, sin un verdadero mercado de crédito europeo, es difícil que dichos mercados jueguen un papel relevante en la estabilización.

A la limitada capacidad que incluso en países con presupuesto federal parece tener la función estabilizadora de la política fiscal, algunos autores añaden más argumentos para cuestionar la necesidad de avanzar en esa dirección en la UEM. Sandbu (2017)), por ejemplo, es muy crítico sobre la posibilidad de que cualquier estructura basada en transferencias temporales y la emisión de deuda común pudiera realmente ayudar al problema que se intenta solucionar (la gestión de las perturbaciones “asimétricas” y el apoyo financiero en caso de problemas). En primer lugar, apunta este autor, la emisión conjunta de deuda no podría evitar las salidas de capital de los países en situación crítica. Ello sería solo posible en el caso en que se prohiba a los países acceder a los mercados directamente, y solamente hubiera un verdadero Tesoro europeo, lo que parece fuera de cuestión dados los equilibrios políticos actuales. Mientras los países continúen endeudándose en su nombre, los inversores podrían dejar de invertir en los bonos del país en cuestión en una situación de estrés.

¹² Los resultados anteriores pueden parecer algo bajos, especialmente en Europa dados los altos niveles de tasas impositivas marginales sobre la renta y de gasto público. Uno de los problemas metodológicos importantes a resolver en estos análisis es que debe distinguirse entre las propiedades estabilizadoras del presupuesto central y sus propiedades redistributivas (Wolff, (2012)). Por importantes que sean las segundas, no deben ser el foco de atención cuando analizamos cómo se suavizan los shocks asimétricos en las regiones de un país por la vía del presupuesto central.

En segundo lugar, la idea de usar transferencias fiscales temporales para ajustar choques asimétricos no parece casar bien con la crisis que acabamos de vivir, que ha tenido lugar en un contexto de desaceleración sincronizada que ha afectado a todos los Estados miembros. Es más, podría pensarse que ante choques asimétricos, y siempre que no haya pérdida de acceso a los mercados, los gobiernos pueden endeudarse para financiar déficit contracíclicos. Si ello no fuera posible por algunas reglas fiscales (Pacto de Estabilidad y Crecimiento, por ejemplo), entonces habría que relajar dichas reglas.

En todo caso, apunta Sandbu, el mayor problema de la eurozona fue la pérdida de acceso a los mercados por parte de algunos países. Y no está nada claro como una unión fiscal lo hubiera evitado si nos atenemos a la capacidad de compensación fiscal que, por ejemplo, parece tener en una unión monetaria mucho más perfeccionada que la europea como es la de EEUU (en la que, como se ha comentado, el presupuesto federal amortigua un porcentaje relativamente pequeño del impacto asimétrico)¹³.

Los argumentos anteriores contrarios al avance en la integración fiscal deben tenerse en consideración, especialmente si no se está dispuesto a introducir la dimensión de solidaridad en la política fiscal a nivel europeo como parece el caso. Sin embargo, estos argumentos no parecen ser suficientes para desprestigiar la necesidad de dotar, si no un verdadero presupuesto público a nivel euro zona, al menos una cierta capacidad de estabilización a nivel central. Y ello por las siguientes razones.

En primer lugar, aunque es cierto que los choques hasta ahora hayan sido de carácter más simétrico que asimétrico, ello no tiene porqué suponer que las perturbaciones asimétricas no puedan darse en el futuro.

En segundo lugar, tal y como apunta Pisani-Ferrey (2016), es muy probable que se hayan incrementado los riesgos de que en los próximos años la política monetaria opere cerca del llamado “límite cero de tipo de interés” (*zero lower bound*), por el reducido crecimiento potencial de las economías y los reducidos niveles de inflación. En este contexto, la política fiscal estará llamada a jugar un papel más activo en la gestión y estabilización de los ciclos que en las últimas décadas, lo que supone un argumento a favor de una función estabilizadora a nivel central en la UEM.

Pero es que, además de esta posible necesidad de que la política fiscal juegue un papel más preponderante, los elevados niveles de deuda pública, los compromisos en el marco del Pacto de Estabilidad y Crecimiento y los recuerdos de los episodios de 2010-12 en los mercados de deuda podrían llevar a las autoridades fiscales nacionales a pecar de demasiado cautas, infrautilizando la política fiscal. Este no es un riesgo menor y, en este contexto, una política fiscal central que tuviera en consideración las necesidades del conjunto de la zona euro y los efectos desbordamiento entre los países podría ayudar a proporcionar un impulso fiscal más cerca del óptimo a lo largo del ciclo.

La idea de que en cierta medida la coordinación fiscal entre países pueda ayudar a los que tengan dificultades puede no funcionar. El Pacto de Estabilidad es de hecho asimétrico, pues sólo afecta a los países con déficits y la coordinación de las políticas fiscales puede no ser la mejor alternativa en tiempos de crisis: la evidencia apunta a que los multiplicadores fiscales (el impacto de un mayor gasto fiscal en la economía) dependen de la situación cíclica de la economía, lo que

¹³ Sandbu (2017) destaca también que a aquellos que consideran necesario un respaldo fiscal que complete la unión bancaria por la vía de disponer de un “respaldo fiscal” a la misma, olvidan precisamente que el nuevo marco jurídico de la UE (la Directiva que Recuperación y Resolución Bancaria, el mecanismo de resolución único, etc.) debería en sí mismo proporcionar ya los instrumentos para precisamente evitar la implicación del sector público y el uso de recursos públicos en los rescates bancarios (por ejemplo, por la vía del *bail-in*, Vegara (2015)).

haría óptimo en ocasiones aumentar más el gasto en los países más débiles. En este contexto, un instrumento de estabilización a nivel europeo podría mejorar la situación significativamente.

Finalmente, cabría incorporar argumentos no económicos en la ecuación: un instrumento europeo que incidiera sobre el bienestar de los ciudadanos en momentos de dificultad reforzaría sin duda el apoyo al proyecto por parte de la ciudadanía.

4.2 SUDDEN STOPS, MUTUALIZACIÓN Y REESTRUCTURACIÓN DE DEUDA

En la Sección II se ha destacado la importancia de los desequilibrios macroeconómicos (especialmente del desequilibrio exterior) y su relación con la paralización de los mercados de financiación, especialmente los de financiación mayorista.

Estos desequilibrios no deberían producirse por países o regiones en una unión monetaria plena, pues la financiación o ausencia de esta debería reflejar las características de cada proyecto, y no su nacionalidad u origen regional, como ocurre por ejemplo en EEUU. Pero el caso es que mientras no exista un sistema financiero y bancario plenamente europeo y una integración fiscal y política más plena, nada impedirá que se sigan produciendo. Y el caso es que estos fenómenos de sudden stop marcan realmente la diferencia entre un ajuste que pudiera ser gradual y uno en que la falta de financiación obliga a realizarlo a una velocidad y costes muy superiores.

La creación del MEDE viene a limitar los posibles efectos de estos procesos por la vía de proporcionar, bajo condicionalidad, financiación estable y a costes razonable a los países con dificultades.

Estrictamente, bajo el esquema de diseño actual del MEDE, si un país no repagara la deuda contraída con la institución serían el resto de los países los que deberían hacer frente a los pagos de los bonos emitidos por el MEDE. Desde esta perspectiva, el MEDE trabaja sobre la base de lo que podríamos denominar una “mutualización contingente” de la deuda: en caso de impago, el resto de Estados miembros cubre la diferencia.

Puesto que la financiación del MEDE es de carácter oficial, de la misma forma que ocurre con el FMI, el debate sobre si pueden prestarse recursos públicos a un país insolvente y si en ese caso debe haber algún tipo de reestructuración más o menos automática de la deuda de dicho país previo al apoyo financiero es un debate muy lícito. De hecho, una parte importante de la discusión entre los economistas relativa a cómo perfeccionar la UEM tiene que ver precisamente con si el apoyo financiero a un país tiene que venir de la mano, más o menos de forma automática, de una reestructuración de deuda¹⁴.

Lógicamente el temor razonable en esta discusión es prestar recursos a países que son insolventes y que por tanto no podrán hacer frente en el futuro a las obligaciones contraídas. Ello supondría que son los contribuyentes de los países acreedores los que acabarían pagando. Esta preocupación lleva por ejemplo al grupo de economistas franco-germanos referido en la Sección anterior a proponer un refuerzo de la cláusula implícita de *no bail-out* (imposibilidad de rescate) de países en el marco de la UEM por la vía de obligar a que los países insolventes solo puedan recibir asistencia financiera del MEDE si antes han procedido a reestructurar su deuda (Bénassy-Quéré, A. et al (2018)).

La experiencia del FMI desde los años 1950 prestando ayuda financiera en situaciones de estrés puede ser muy ilustrativa en esta discusión. Así, es interesante destacar que el FMI ha evi-

¹⁴ La reestructuración de deuda puede articularse de diversas formas: disminución/recorte del nominal de la misma, alargamiento de plazos, disminución de los tipos de interés, o combinación de varias de las anteriores.

tado siempre establecer una política por la cual cualquier país que acceda a su apoyo financiero automáticamente debe reestructurar su deuda. Su política más bien apunta a que la preservación de cierta flexibilidad es fundamental para la gestión de las crisis. Determinar la solvencia o insolvencia de un país sometido a condiciones de stress financieros no es tarea fácil, y la institución realiza una aproximación caso por caso.

Si todo apoyo financiero es contingente a una reestructuración previa, es más que probable que la reacción de los inversores privados una vez se insinúe la necesidad de asistencia sea mucho más virulenta de la que ya se experimentó en la UEM en el período 2010-2013. Aceptar el argumento de que esta posibilidad de reestructuración proporcionaría los incentivos necesarios para que los países implementaran políticas fiscales responsables es tanto como aceptar que los gobiernos de los países que han recibido asistencia financiera tuvieron políticas “irresponsables” porque al final les salía más rentable solicitar la asistencia financiera.

Por otro lado, cabe preguntarse por ejemplo si todos los países que recibieron asistencia financiera en la UEM en su momento (Grecia, Portugal, Chipre, Irlanda, España) tenían o no un problema de solvencia. Parece evidente a estas alturas que, excepto en el caso de Grecia (caso en el que sí se realizó reestructuración de deuda), no parece que fuera el caso.

En definitiva, por muy razonable que pueda parecer el establecimiento a priori de cláusulas y escenarios de reestructuración, preservar la flexibilidad para las mismas se antoja fundamental para una gestión eficiente de las crisis, y el establecimiento de procedimientos pautados bien pudiera llevar a resultados contrarios a los deseados por la vía, por ejemplo, de efectos desbordamiento o *spillovers* a otros países de la zona en situaciones de tensión. Ello no es óbice para que, si es estrictamente necesario, como parecía en el caso de Grecia, se produzca la reestructuración.

El reconocimiento de todas las dificultades descritas plantea por parte de algunos propuestas que van en la dirección opuesta: si el problema son los *sudden stops* entonces una forma de evitarlos es emitiendo algún tipo de deuda común que evite que los inversores deseen, dado su atractivo y amplio respaldo, desprenderse de la misma en situaciones de estrés. Las propuestas más atrevidas abogan por la emisión de deuda europea plenamente mutualizada (los llamados *Eurobonos*, Ubide (2013)). Otras propuestas mantienen la posibilidad de reestructuración automática o semiautomática centrándose en la emisión de una parte de deuda común (por ejemplo, hasta el 60% del PIB de cada país) y luego unas emisiones *junior* o subordinadas de cada país, que se reestructurarían en primer lugar si fuera necesario. Otras abogan por la construcción de un instrumento sintético (titulización) con emisiones de los distintos países que tuviera un tramo subordinado (Brunnermeier et al. (2011, 2017), ESRB (2018), por ejemplo).

El caso es que, como hemos venido argumentando, solo si se elimina la emisión nacional de deuda podrían los países evitar una paralización repentina de la financiación en situaciones de estrés, por lo que las alternativas a medio camino podrían no solucionar el problema. De Grawe (2018), por ejemplo, afirma que la estabilización en la zona euro no funcionará por la vía de la ingeniería financiera. En su opinión, la estabilización sólo funcionará en primer lugar si el BCE está dispuesto a proporcionar liquidez en los mercados de deuda pública en tiempos de crisis. Pero como las condiciones para la participación del BCE¹⁵ son muy duras y pueden ser contraproducentes en situaciones de crisis, necesitamos un segundo instrumento: los Eurobonos. Sin estos instrumentos de mutualización, no tendremos un verdadero mercado de deuda europeo, no se

¹⁵ La llamada OMT (*Outright Monetary Transactions*), en la que está prevista que el BCE adquiera deuda de los países en dificultades, impone condicionalidad estricta a los países, pues tienen que estar bajo un programa de asistencia financiera del MEDE.

cumplirá la condición necesaria para la estabilidad, y seguirá siendo difícil instrumentar la política monetaria en tiempos de estrés.

La mutualización es, sin duda alguna, un paso hacia la integración política de primera magnitud que no cuenta hoy por hoy con apoyos suficientes, entre otras cosas porque no asegura la imposibilidad a medio y largo plazo de transferencias netas entre países, lo que constituye una verdadera línea roja para algunos. Adicionalmente, parece razonable preguntarse si la mutualización no proporcionaría incentivos perversos a los países con menor disciplina fiscal, pues probablemente las restricciones que hoy operan con relación a un incremento desmesurado del endeudamiento podrían sortearse, como ha ocurrido desde el inicio del euro.

Estos problemas de azar moral y de comportamiento inadecuado en el marco de la unión monetaria solo pueden abordarse por la vía del establecimiento de reglas que sean de obligatorio cumplimiento por parte de los países, lo que nos lleva al asunto de la gobernanza del euro y la supervisión y coordinación fiscal.

4.3. GOBIERNO ECONÓMICO, COORDINACIÓN Y SUPERVISIÓN FISCAL

En la UEM, aunque la política fiscal permanece en manos de los países, el armazón fiscal de la UE establece un conjunto de reglas comunes. El Tratado incluye provisiones para coordinar las políticas presupuestarias, estableciendo el procedimiento de déficit excesivo (PDE). El pacto de Estabilidad y Crecimiento, adoptado en 1997, introduce reglas para prevenir los déficit excesivos y las vías para su corrección (brazos preventivo y correctivo del Pacto).

El conjunto de reglas ha ido evolucionando a lo largo del tiempo. El objetivo de “cerca de equilibrio o en superávit” fue el centro de la reforma de 2005, cuando además se formuló el objetivo presupuestario a medio plazo (*Medium Term Objective*, MTO) en términos estructurales (es decir, teniendo en cuenta el momento del ciclo en que nos encontramos). En 2011 el *Six-Pack* subrayó la importancia y seguimiento de las medidas fiscales discrecionales e hizo operativo el criterio de deuda, estableciéndolo como un elemento crítico. En 2012 el Tratado sobre Estabilidad, Coordinación y Gobernanza estableció que los presupuestos nacionales deben estar en equilibrio o superávit bajo la definición de este y definió las características de las nuevas autoridades fiscales nacionales (la AIREF en el caso español).

Finalmente, en 2013, el *Two-Pack* introdujo la obligación de remitir los proyectos de presupuestos nacionales a la CE y al Consejo para su análisis, estableció un sistema de sanciones (más automático que el previsto anteriormente) y aprobó un sistema de votación que refuerza la capacidad de la CE.

En su conjunto, parece indiscutible que la evolución de las reformas y los cambios en el esquema de gobernanza responde a los sucesivos problemas identificados y tiene lógica económica. Pero la estrategia de reforma incremental ha derivado en un entramado de normas y procedimientos muy complejos, que dificultan su transparencia y aplicación automática y, de forma crítica, la capacidad general de aceptar que los criterios se aplican de forma objetiva. Todo ello afecta también a su credibilidad.

En consecuencia, existe en estos momentos un amplio consenso sobre la necesidad de simplificar unas normas fiscales y su gobernanza. Existe menos consenso sobre cómo hacerlo. Desde la perspectiva de la gobernanza, algunos desearían reforzar el poder de la CE y del Parlamento Europeo, otros el Consejo ECOFIN (de Ministros de Economía y Hacienda), otros desearían la creación de un super-ministro de economía y hacienda europeo con amplios poderes, posiblemente

también vicepresidente de la CE. Lógicamente, como discutiremos en las conclusiones, el reparto de poderes no puede ser una discusión ajena a cómo se repartan las responsabilidades en el marco del perfeccionamiento de la UEM y de cuán ambicioso sea este.

En lo que se refiere a qué cambios realizar en las reglas fiscales para simplificarlas y aumentar el apoyo a las mismas, desde algunos ámbitos se ha propuesto focalizar la atención en una regla de gasto, en la que el gasto público no debería poder aumentar por encima del PIB potencial nominal (Claeys (2017)) y, si lo hiciera, debería venir acompañado de medidas por el lado de los ingresos públicos. La idea subyacente es no solo que las actuales reglas son complejas, sino también que están sujetas a errores potencialmente importantes (por el cálculo de los déficit estructurales, por ejemplo, y por los errores de previsión de las variables macroeconómicas subyacentes). En algunos casos (Bénassy-Quéré, A. et al (2018)) se apunta a la necesidad de asegurar una “penalización” a aumentos del gasto por encima del PIB potencial nominal no compensados por ingresos, lo que podría hacerse obligando a los Gobiernos a emitir cualquier cifra por encima de esta referencia en bonos junior o subordinados, que serían los primeros en ser reestructurados en caso de dificultades.

La principal ventaja de este enfoque, aparte de su mayor sencillez, es que contribuye a limitar el sesgo procíclico de la política fiscal en las fases expansivas puesto que limita la posibilidad de que los ingresos cíclicos se dediquen a incrementar el gasto público.

5. ¿QUÉ UNIÓN FISCAL PARA LA ZONA EURO?

Hemos comentado al principio que en esta contribución dejaríamos de lado el debate sobre los mecanismos de solidaridad en la zona euro; solidaridad entendida como la transferencia de recursos (de carácter más o menos permanente si fuera necesario) de una región o país a otro con el objetivo de equilibrar las diferencias de renta y de servicios públicos.

Sin duda es posible construir una unión monetaria sin solidaridad. La discusión de la solidaridad tiene una dimensión política indiscutible y, aunque los instrumentos en la UE son limitados, no son baladíes. Hay una clara correspondencia entre aportaciones netas de los países y nivel de renta. Y hay instrumentos específicamente diseñados con el objetivo de acelerar el crecimiento y los avances sociales en aquellos Estados miembros más necesitados, como bien conocemos en España gracias a los fondos de cohesión y los fondos estructurales. En la UE hay países que pueden llegar a recibir una transferencia neta anual de recursos superior al 4% de su PIB.

Avanzar en el diseño de mecanismos de solidaridad en el marco de la unión monetaria es, claro está, una decisión de gran trascendencia. Facilitaría, ciertamente, su funcionamiento y sus ajustes internos. Su ausencia, como dicen Dullien et al. (2018) equivale a conducir un coche sin suspensión con asientos de metal, en el que la columna vertebral de los viajeros actúa como mecanismo de absorción. Pero por mucho que se piense que la UE y la zona euro en particular son un proyecto de naturaleza eminentemente política que deber seguir avanzando hacia alguna forma, siquiera imperfecta, de unión política, hay que reconocer que no parece que en la actualidad exista el más mínimo consenso sobre la conveniencia de avanzar en el diseño de mecanismos de solidaridad que pudieran suponer transferencias permanentes y a escala significativa entre países. En consecuencia, cuando se reflexiona sobre un conjunto de propuestas que, manteniendo un cierto grado de ambición, pudieran formar parte de una discusión constructiva de cómo perfeccionar la UEM, es necesario incorporar esta limitación.

Llegados a este punto, y previamente a describir lo que podría constituir un conjunto de pro-

puestas coherente para perfeccionar la UEM en el ámbito fiscal y del gobierno económico, es conveniente recordar algunas de las ideas en las que se ha insistido en las páginas anteriores:

- Paradójicamente, las respuestas a la crisis europea se han encontrado en términos generales en más “Europa”, no menos. Los cambios institucionales y económicos son muy importantes y, de forma relevante, es muy cuestionable que tengan marcha atrás (mayor cooperación y supervisión fiscal y económica, creación del MEDE, unión bancaria...)
- Es imperativo perfeccionar la UEM pues incluso con todos los cambios realizados a raíz de la crisis no es posible asegurar en estos momentos que la zona euro está preparada para afrontar una crisis de características similares a la vivida recientemente.
- Contrariamente a lo que se anticipaba cuando se inició el euro, la crisis no se manifestó por el comportamiento diferencial de los países (choques o perturbaciones asimétricas) sino por un fenómeno de *sudden stops*, que además no siempre tuvieron su origen en problemas del sector público. La vigilancia de los desequilibrios macroeconómicos (especialmente el exterior) es importante, especialmente mientras no tengamos un mercado financiero y bancario realmente único.
- En las uniones monetarias existentes, el canal fiscal no es el único canal por el que se absorbe el impacto de las perturbaciones económicas. El canal de rentas y el canal de crédito son incluso más relevantes. De ahí que una verdadera unión bancaria constituya una auténtica necesidad.
- La creación del MEDE permitió limitar los efectos de la crisis en los países que recibieron asistencia financiera en un esquema en que la CE, aun siendo el “gobierno político de Europa”, ha jugado un papel determinante en el diseño de la condicionalidad de los programas y en la percepción de liderazgo que han tenido los ciudadanos de quién establecía las obligaciones y repartía los costes.
- El debate sobre los avances necesarios en lo que se refiere a la unión fiscal para perfeccionar la UEM está muy contaminado por el temor de algunos países a que la misma suponga la aparición de transferencias permanentes entre países.
- Aunque incluso en los países federales la función estabilizadora del sector público ante shocks regionales no es muy grande, existen buenas razones para que la UEM se dote de una cierta capacidad estabilizadora a nivel central. Esta capacidad puede crearse sin que necesariamente dé lugar a transferencias permanentes entre países.
- La UEM carece de mecanismos para ofrecer una combinación adecuada de política fiscal y política monetaria desde una perspectiva del conjunto de la zona euro, lo que durante la crisis ha producido una dependencia excesiva de la política monetaria. Ello puede ser especialmente relevante en los años venideros si la política monetaria opera más cerca de los tipos de interés cero por los bajos niveles de crecimiento potencial e inflación.
- A pesar de que podría haber razones para establecer un cierto automatismo en la restructuración de la deuda de los países del euro en caso de dificultades, y antes de recibir asistencia financiera, a raíz de la experiencia del FMI es conveniente preservar la flexibilidad para no acelerar posibles episodios de paralización repentina de financiación a países que atraviesan dificultades.
- El proceso incremental de cambios ha llegado a un punto donde es importante, en la medida de lo posible, simplificar la gobernanza (también del MEDE) y las reglas fiscales si se desea ganar en efectividad y apoyo.
- Es necesario reforzar la visión de los ciudadanos de que el proyecto europeo es útil y afecta

directa y positivamente a su bienestar, y no solamente una serie de reglas y limitaciones que operan sobre los países.

Considerando estos elementos, el siguiente conjunto de propuestas podrían constituir los contornos de un avance relevante para el perfeccionamiento de la UEM:

Un mecanismo de estabilización ligado al desempleo

- La UEM debería dotarse de un mecanismo de estabilización que permitiera suavizar los shocks o perturbaciones asimétricas en el futuro. Idealmente, este mecanismo debería diseñarse alrededor del seguro de desempleo, lo que no solo tiene sentido por ser este uno de los gastos cíclicos por naturaleza, sino porque permitiría acercar un gasto europeo a aquellos ciudadanos más afectados por la perturbación. Contribuciones anuales de entre el 0,1% y el 0,35% del PIB podrían dotar al fondo de una capacidad estabilizadora notable, cercana a la que tienen los presupuestos federales en algunos países (Dullien et al. (2018), Arnold et al. (2018), Banco de España (2017)). El diseño específico puede ser de varias formas, desde un fondo común, a uno con características de reaseguro, o a uno similar al papel que juega el presupuesto federal en los EEUU cuando un estado de la Unión observa un incremento muy marcado del desempleo.
- Este fondo o facilidad acumularía recursos hasta un cierto nivel (es decir, no indefinidamente) y debería disponer de una capacidad de endeudamiento (limitada). El MEDE podría jugar un papel en este sentido, sin necesidad de que el país o países que estuvieran utilizando el fondo tuvieran que recibir un programa de asistencia financiera.
- Aunque el instrumento se diseñe de manera que no haya transferencias permanentes entre países, debería evitarse que el apoyo recibido por el uso de este instrumento se considere un préstamo al país (y por tanto se sume a la deuda de este). Si ello fuera así, en caso de una perturbación negativa notable, su uso no se diferenciaría de la apelación a los mercados financieros (incremento de deuda) y por tanto no tendría ningún impacto positivo en la percepción de los inversores y su potencial preocupación sobre la capacidad de pago del país.

Presupuesto y ministro europeos y representación externa

- La imposición verde, la llamado imposición “digital” o incluso una posible figura impositiva sobre las transacciones financieras podrían constituir, como figuras impositivas nuevas, e incluso aunque tuvieran inicialmente una capacidad limitada de recaudación, la base para un discreto presupuesto de la eurozona que complementara el mecanismo de estabilización anterior.
- La moneda común y la unión bancaria justifican desde hace tiempo que los países de la zona euro unifiquen su representación en los distintos organismos internacionales de carácter eminentemente financiero (FMI, FSB, Basilea, etc.). En el caso del FMI, podría pasarse de las actualmente 5 sillas europeas (sin Reino Unido) a dos, por ejemplo.
- Solo si se unifica la representación externa de la zona euro y/o se avanza en un presupuesto, por discreto que sea, tendría sentido entonces implementar la figura del Ministro de Economía y Finanzas de la Eurozona.

Un MEDE como verdadero instrumento de gestión de crisis

- En el diseño actual, en situaciones de crisis en las que los países acceden a un programa de asistencia financiera, la CE debe simultáneamente jugar el papel de “Gobierno justo” e imparcial de la UE o la eurozona y de “hombre de negro” que establece las condiciones para recibir la asistencia. Este doble papel es muy perjudicial no solo para la CE sino también para el proyecto europeo. Si bien la CE tiene según los Tratados claras responsabilidades en la supervisión económica y fiscal de los países, su papel en el caso de un programa de asistencia financiera debería ser menor¹⁶ que el actual. Aunque podría reservarse el derecho de la CE a la última palabra, el diseño de la asistencia financiera debería pasar al MEDE.
- El aumento de las responsabilidades del MEDE en el diseño de la asistencia financiera debería venir acompañado de: i) la transformación del MEDE en una verdadera institución europea (no intergubernamental), lo que debería conllevar también una plena rendición de cuentas ante el parlamento europeo y ii) cambios en los procedimientos en la toma de decisiones, de forma que las mismas se tomen por algún tipo de mayoría (reforzada) y no todos los países tengan derecho de veto, como ocurre actualmente. En este contexto, se argumenta a veces que al ser el MEDE un mecanismo que presta dinero de unos países a otros, está utilizando recursos fiscales y que por ello es necesario la aprobación en (algunos) parlamentos nacionales. Sin embargo, cuesta entender este argumento cuando por ejemplo el Banco Europeo de Inversiones (BEI) no tiene estas limitaciones: los países le han dotado de un cierto capital y sobre la base de éste y de endeudarse en los mercados, la institución implementa la actividad crediticia que tiene encomendada.
- La función de *backstop* de la función de estabilización, la necesaria ampliación de las responsabilidades del MEDE también en el ámbito de la Unión Bancaria por la vía del respaldo al Fondo Único de Resolución (FUR)¹⁷ y sus otras nuevas responsabilidades harían recomendable una ampliación del límite máximo de endeudamiento del MEDE de los €500 mil millones actuales hasta los €750 mil millones, lo que conllevaría la necesidad de una ampliación (o el compromiso de una ampliación futura) del capital desembolsado cercana a los €40 mil millones.
- Debe evitarse la identificación de la posibilidad de recibir asistencia financiera del MEDE y una posible restructuración de deuda. La experiencia del FMI es importante en este aspecto, y los cambios operados en los mercados de deuda pública de los países de la zona euro desde la crisis con la inclusión de las llamadas CAC (*Collective Action Clauses*) deberían proporcionar suficiente margen en caso necesario. El paralelismo que a veces se hace con los EEUU (Estados de la unión que no pueden ser rescatados) olvida el papel que el gobierno federal realiza en caso de dificultades en los distintos Estados, precisamente como elemento amortiguador de perturbaciones.
- El cambio de nombre a “Fondo Monetario Europeo” que ha sido comentado en diversos círculos es innecesario y puede incluso inducir a confusión. El MEDE no tiene acceso a las reservas de los bancos centrales (las autoridades “monetarias”) como es el caso de FMI, sino que emite deuda en los mercados financieros para financiar la asistencia a los países.

¹⁶ Un debate que sin duda debería complementarse con otro igualmente importante y que se referiría al papel del BCE en los programas de rescate.

¹⁷ Esta función no es objeto de análisis en esta contribución, pero es fundamental para completar la unión bancaria.

Simplificación, nuevas instituciones y reforzamiento de las CE

- Hay un consenso general en la necesidad de simplificar el entramado de normas fiscales. Sin embargo, ello es algo más fácil de enunciar que de implementar. Las propuestas que abogan por una regla de gasto complementada con un foco de la supervisión en la deuda son sólidas desde la perspectiva económica, pero supondrían un notable cambio en los mecanismos presupuestarios de muchos países. Sin embargo, como un primer paso podría diseñarse un sistema de supervisión basado en este tipo de reglas sin que necesariamente fuera obligatorio trasladarlo a la legislación nacional.
- El trabajo de las llamadas autoridades fiscales nacionales ha contribuido en general a enriquecer y ordenar la discusión sobre la política fiscal y presupuestaria en los distintos países. La creación de la autoridad fiscal europea, de carácter también independiente (y no dependiente por tanto de la CE) es una necesidad. Dicha autoridad debería tener como foco principal la política fiscal y presupuestaria a nivel de la zona euro en su conjunto y podría también ejecutar “auditorías” sobre el análisis y la supervisión que la CE realiza de los distintos países.
- Dada la importancia de los desequilibrios exteriores en la crisis es fundamental encontrar vías para reforzar, subrayar la importancia y la capacidad de la CE de ejercer presión efectiva sobre los países en el marco del llamado Procedimiento de Desequilibrios Macroeconómicos.

Las propuestas anteriores tienen sentido tomadas en su conjunto. De poco serviría la unificación de la representación externa sin el resto, o la implementación de un mecanismo de estabilización del ciclo si no mejoramos las capacidades de gestión de crisis y su esquema institucional.

El proyecto europeo ha avanzado enormemente desde su creación y la zona euro constituye hoy un conjunto de países que, a pesar de que persistan diferencias importantes, comparte no solo un mercado de bienes y servicios y de capital, la libertad de movimiento de sus ciudadanos, una moneda o una política monetaria. Comparte también un conjunto de valores en un mundo en cambio acelerado en el que la relevancia de la economía europea es menguante.

Perfeccionar la UEM no es solo una imperiosa necesidad que deriva de los niveles de integración económica y política alcanzados y del hecho que se comparta la moneda. Europa occidental suponía casi el 30% del PIB mundial en paridad del poder de compra en 1950. En 2010 esta cifra había descendido a cerca del 20%. Algunas estimaciones (Buitter (2011)) apuntan a que podría suponer algo menos del 7% en 2050. Ante estos datos, cabe preguntarse si puede seguir siendo un operador global relevante e influyente sin seguir avanzando en una mayor integración económica y política. Los deseos de preservación de una soberanía que es cada vez más difusa y las resistencias a su “cesión a Bruselas” deben dejar paso al reconocimiento de que no hay marcha atrás en el proyecto europeo y que la gran cuestión no es cómo se cede la soberanía, sino cómo se comparte.

REFERENCIAS

- ALLARD, C. J. (2018) “*Toward a fiscal union for the Euro Area*”, IMF Staff Discussion Note SDN/13/09, International Monetary Fund.
- ARNOLD, N. ET AL. (2018) “*A Central Fiscal Stabilization Capacity for the Euro Area*”, IMF Staff Discussion Note SDN/18/03, International Monetary Fund.

- ASDRUBALI, P., SORENSEN, B. Y YOSHA, O. (1996) “Channels of interstate risk sharing: United States 1963-1990”, The Quarterly Journal of Economics, MIT press, 111 (4): 1081-1110.
- BANCO DE ESPAÑA (2017), “La política fiscal en la UEM”, Informe Anual 2016.
- BAJO, O. Y VEGARA, D. (1995) “España ante la Unión Económica y Monetaria: Algunas reflexiones sobre la necesidad de una política fiscal a nivel europeo”, WP n° 1/95, Instituto de Estudios Fiscales.
- BARBIERI, P. Y VALLÉE, S. (2017), “Europe’s Hamilton Moment: A new kind of federalism for the Continent”, Foreign Affairs, July.
- BÉNASSY-QUÉRÉ, A. ET AL (2018) “Reconciling risk sharing and market discipline: A constructive approach to euro area reform”, Centre for Economic Policy Research, Policy Insight, 91, January.
- BRUNNERMEIER, M.K., GARICANO, L., LANE, P.R., PAGANO, M., REIS, R., SANTOS, T., THESMAR, D. VAN NIEUWERBURGH, S. Y VAYANOS, D. (2011), “European Safe Bonds (ESBies)”, The Euronomics Group.
- BRUNNERMEIER, M.K., LANGFIELD, S., PAGANO, M., REIS, R., VAN NIEUWERBURGH, S. Y VAYANOS, D. (2017), “ESBies: Safety in the Tranches”, Economic Policy 32(90): 175-219.
- BUITTER (2011) “Global Growth Generators: Moving beyond ‘Emerging Markets’ and ‘BRIC’”, Citigroup-Global Economics View, Febrero.
- CLAEYS, G. (2017) “The missing pieces of the euro architecture”, BRUEGEL Policy Contribution, n.28, October.
- COMISIÓN EUROPEA (2015) “Completing Europe’s Economic and Monetary Union. Report by J.C. Juncker, in close cooperation with D. Tusk, J. Dijsselbloem, M. Draghi and M. Schulz”. Junio
- COMISIÓN EUROPEA (2017) “Reflection paper on the deepening of the EMU”, May.
- DE GRAWE, P. Y JI, Y (2018) “Financial engineering will not stabilise an unstable euro area”, VOX CEPR’s Policy Portal, March.
- DULLIEN, S. ET AL. (2018) “Fit for purpose: a German-Spanish proposal for a robust European Unemployment Insurance”, Friederich Ebert Stiftung (www.fes-madrid.org).
- EUROPEAN SYSTEMIC RISK BOARD (ESRB) (2018), “Sovereign bond-backed securities: a feasibility study”, January.
- EUROPEAN SYSTEMIC RISK BOARD (ESRB) (2014), “Is Europe overbanked?”, European Systemic Risk Board-Reports of the Advisory Scientific Committee.
- MEIC, MINISTERIO DE ECONOMÍA, INDUSTRIA Y COMPETITIVIDAD (2018) “Posición española sobre el fortalecimiento de la UEM”, Secretaria General del Tesoro y Política Financiera, abril.
- MÉLITZ, J. Y ZUMER, F. (2002) “Regional redistribution and stabilization by the center in Canada, France, the UK and the US: a reassessment and new tests”, Journal of Public Economics 82(2): 263-286.
- NIKOLOV, P. (2016) “Cross-border risk sharing after asymmetric shocks: evidence from the euro area and the United States”, Quarterly Report on the Euro Area (QREA), Directorate General Economic and Financial Affairs (DG ECFIN), European Commission, vol. 15(2), pages 7-18, July.
- PISANI-FERRY, J. (2016) “The Eurozone’s Zeno paradox – and how to solve it”, en Baldwin, R. y Giavazzi, F. (eds.) “How to fix Europe’s monetary union”, VoxEU.org Book.
- SANDBU, M. (2017) “The utopia of fiscal union”, Financial Times, 2 agosto.
- UBIDE, A. (2013) “Reengineering EMU for an uncertain world”, Policy Brief PB13-4, Peterson Institute for International Studies.
- VEGARA, D. (2016) “Europa: ¿crisis en la integración o integración en la crisis?”, Revista del Consejo General de Economistas, n.11 (Conferencia inaugural Jornada de los Economistas, Barcelona, noviembre 2015).

- VEGARA, D. (2015) “*Una panorámica de la Unión Bancaria*”, Revista de Estabilidad Financiera, Banco de España, 11/2015.
- VIÑALS, J. (2017), “*Comparecencia en el Congreso de los Diputados sobre la Crisis Financiera de España*”, Congreso de los Diputados, Diario de Sesiones, 7 de septiembre de 2017.
- WOLFF, G. (2012), “*A Budget for Europe’s Monetary Union*”, Bruegel Policy Contribution, December

LA REFORMA DEL GOBIERNO ECONÓMICO DE LA UNIÓN

DANIEL SARMIENTO

*Profesor titular de Derecho Administrativo y de la UE (UCM), abogado de Uría Menéndez
y antiguo letrado del Tribunal de Justicia de la UE.*

En la última década, y en particular a raíz de la profunda y compleja crisis económica que ha azotado a las economías del mundo occidental, el modelo de Unión Económica y Monetaria (“UEM”) instituido en el Tratado de Maastricht en 1992 ha sido puesto en cuestión. La virulencia y duración de la crisis económica ha expuesto con toda su crudeza las vulnerabilidades del diseño institucional de la UEM, con la consiguiente erosión de los consensos básicos que lograron fraguar la creación de la moneda única y de la política económica europea. Las decisiones adoptadas por los Estados miembros y por las Instituciones de la Unión para responder a la crisis y reforzar los cimientos de la UEM han contribuido a que el continente recupere la estabilidad y la creación de empleo, pero a costa de un elevado nivel de desconfianza en el proceso europeo de integración, ahora necesitado de una ambiciosa actualización y puesta al día.

Varios de los males que aquejan en estos momentos a la UEM tienen su origen en su diseño institucional y en un modelo evolutivo y escalonado de construcción de la UEM. La UEM nació como un proyecto ambicioso pero inconcluso, necesitado de ulteriores pasos hacia la integración política europea por medio de la integración de la política económica y monetaria. La crisis económica que comenzó en 2008 se adelantó a las reformas, y éstas tuvieron que acometerse de forma parcial y parcheada, en un clima de enorme tensión económica, política y social, con riesgo de ruptura de los consensos fundamentales entre los Estados de la Unión. El resultado actual es un sistema institucional fragmentado, con fuerte presencia de las Instituciones europeas, pero al mismo tiempo necesitado de la participación y actuaciones en el nivel de los Estados. Asimismo, el sistema institucional europeo de gobierno económico ha desembocado en la formación de un complejo universo de autoridades, europeas y nacionales, en el que la división de tareas entre legislativo y ejecutivo se ha difuminado. La rendición de cuentas es una tarea de difícil cumplimiento, si no imposible en algunos casos, en la UEM.

Este informe abordará algunas de las reformas institucionales necesarias para que la UEM recupere el pulso y contribuya a reforzar la integración, en un momento como el presente, en el que se observan simultáneamente puertas de esperanza y riesgos existenciales para el proyecto europeo. El informe expondrá las principales deficiencias observadas durante los años de la crisis,

y a continuación enumerará escenarios de reforma para la mejora del sistema institucional y de gobierno de la UEM.

El informe no se plantea en el vacío ni en un contexto de discusión aislado del debate cotidiano. Al contrario, el informe se plantea al inicio de un proceso de negociación entre los veintisiete Estados miembros que continuarán siendo integrantes de la Unión tras la retirada del Reino Unido en 2019. Francia y Alemania ya han alcanzado algunos consensos sobre varios de los temas que se abordan en este informe. Por tanto, las propuestas aquí planteadas se formulan en el marco de un debate vivo y con visos de continuidad en los próximos meses y, muy probablemente, años.

Al mismo tiempo, las conclusiones que se presentan en este informe necesitan, en su gran mayoría, una reforma de los Tratados constitutivos vigentes. Esta realidad choca con las dificultades políticas a las que se enfrenta cualquier revisión del marco constitucional de la Unión, expuesto a un complejo y arriesgado proceso de ratificación en veintisiete Estados. No obstante, las propuestas que aquí se formulan no son tanto un llamamiento a la reforma de los Tratados como una invitación a la reflexión sobre las partes inacabadas de la UEM. Cuanto más se remate y complete la UEM, más probabilidades habrá de que resista a la próxima crisis económica, cuyo retorno es seguro, aunque no tanto el cuándo. Antes de afrontar las capacidades políticas de la Unión, conviene rastrear el universo de problemas y de posibles soluciones para paliar las deficiencias de una UEM incompleta, necesitada de una revisión para evitar la repetición de los acontecimientos vividos en la última década.

1. FALLOS DE DISEÑO Y VULNERABILIDADES DEL MODELO INSTITUCIONAL DE LA UEM

La política económica y monetaria de la Unión se sustenta actualmente sobre un sistema de gobierno heterogéneo y compuesto. Ello provoca las siguientes deficiencias:

- Una fragmentación que divide a los Estados miembros entre aquellos cuya moneda es el euro (*euro-ins*), y los Estados miembros con distintas expectativas de ingreso en la moneda común (*euro-outs*).
- Una política monetaria exclusiva de la Unión, en manos de una Institución especializada e independiente, el Banco Central Europeo, acompañada de una política económica basada en la mera cooperación entre Estados miembros, fuertemente controlada en el nivel nacional.
- Una creciente inmixin entre las responsabilidades de legislación y de ejecución, tanto europeas como nacionales, con la consiguiente dificultad para imputar responsabilidades y ejercitar control sobre las políticas en el marco de la UEM.
- Un déficit de representatividad democrática, en la medida en que el Parlamento Europeo no legitima de forma efectiva las actuaciones de las autoridades europeas, al mismo tiempo que los parlamentos nacionales pierden capacidad de control sobre unas políticas cuyo diseño reside en Instituciones europeas.
- Una erosión de la unidad de acción y la eficacia de la actuación tanto europea como nacional. La fragmentación ha introducido un grado de complejidad en los procesos de toma de decisiones que se traduce en procedimientos lentos, azarosos y proclives a la formación de consensos de escasa eficacia práctica.
- Una UEM excesivamente compleja, tecnocrática, de acción lenta y tendente a la división

entre Estados, contribuye a un distanciamiento ciudadano y a un escepticismo social que mina la confianza en el proyecto de integración europea. El auge de movimientos populistas contrarios al euro, y su respaldo en amplias capas de la población de algunos Estados miembros, es la prueba de este riesgo.

La fragmentación de las políticas en el marco de la UEM ha desdibujado el papel de las Instituciones europeas y ha escenificado un retorno del método intergubernamental. Esta mayor presencia de los Estados miembros en la toma de decisiones al margen de los procedimientos decisorios europeos ha dado impulso político a determinadas medidas, pero ha restado eficiencia a la implementación de las políticas. A medida que el centro de poder se escoraba desde las Instituciones hacia los gobiernos nacionales, el control parlamentario y la asunción de responsabilidades se han vuelto difusos: ni el Parlamento Europeo controla a los gobiernos nacionales, ni los parlamentos nacionales controlan a las Instituciones europeas. Todo ello resulta en una UEM cuya legitimidad y control democráticos se difuminan hasta el punto de poner en duda el principio de representatividad democrática que proclaman los Tratados constitutivos y las Constituciones de los Estados miembros.

A todo ello se suma la presencia de instituciones independientes y técnicas, cuyo conocimiento especializado justifica sus competencias. Este es el caso, por ejemplo, del Banco Central Europeo, cuya política monetaria se ha adaptado a las circunstancias de la crisis a costa de un progresivo protagonismo institucional, pero sin un control político ni judicial que pueda comprometer su independencia funcional. El diseño actual de UEM no ha encontrado un equilibrio entre la necesidad de contar con instituciones independientes y especializadas y, al mismo tiempo, mecanismos de control político y judicial que garanticen la rendición de cuentas. La percepción de que unas instituciones técnicas y ajenas al control político se han adueñado de las políticas económicas, ha alimentado un sentimiento de alienación que ha dado pie al auge de un discurso democrático pero de raíces populistas.

Estas deficiencias no son el fruto de una crítica teórica fruto de la reflexión académica. Detrás de cada objeción reside una amenaza seria para el proyecto de integración europea. La fragmentación pone en evidencia la eficacia misma de la UEM. La coexistencia entre políticas exclusivas y compartidas en la UEM pone en riesgo la coherencia de la UEM y su capacidad para ofrecer una respuesta uniforme pero flexible para cada economía nacional. La difuminación entre funciones ejecutivas y legislativas, así como la dificultad para imputar responsabilidades políticas, cuestiona la legitimidad democrática de la UEM y erosiona la calidad de nuestros sistemas de representación parlamentaria. La ineficacia, las políticas asimétricas y la ausencia de accountability son los ingredientes necesarios para que el sistema institucional de la UEM no resista los envites de la próxima crisis económica.

2. MEJORAR LA UNIDAD DE ACTUACIÓN DE LA UEM

La UEM está fragmentada y ello afecta a la eficacia y coherencia de sus políticas. Esta fragmentación es fruto del proceso gradual de construcción de la UEM, así como de las situaciones de crisis vividas entre los 2010 y 2013. Una reforma de la UEM debe acometer medidas que superen la situación de fragmentación actual y conduzcan a un marco institucional estable, coherente y menos atomizado. A continuación, se expondrán algunas líneas de actuación en esta dirección.

A. UNA UEM CON MENOS VELOCIDADES VARIABLES

La política económica y monetaria se encuentra condicionada por una *summa divisio* que divide a los Estados miembros entre euro-ins y euro-outs: los Estados que forman parte del euro conforman el Eurosistema y han acometido importantes progresos hacia la formación de un espacio económico unificado, mientras que los Estados al margen del euro caminan a ritmos asincrónicos y sin incentivos para formar parte del Eurosistema. Esta situación ha provocado un desequilibrio institucional grave que compromete la eficacia y la sostenibilidad de la UEM en el medio y largo plazo. Es necesario que la UEM asuma una estructura más homogénea y limite las asimetrías a aquellos supuestos estrictamente transitorios o necesitados de flexibilidad individual. Estos objetivos pueden alcanzarse a través de las siguientes medidas:

- **Consolidar la Eurozona incorporando a los *euro-outs* y manteniendo los regímenes transitorios únicamente para aquellos supuestos en los que exista, de forma genuina y razonable, dificultades para el cumplimiento de los criterios de convergencia.** El euro ha demostrado ser el principal impulsor de las reformas durante los años de crisis, pero sus vulnerabilidades se han agudizado y han contribuido a desestabilizar el proceso de toma de decisiones en la Unión. Ello se debe, entre otras razones, a una división entre Estados dentro y fuera del euro que ha agudizado los cismas en el seno de las Instituciones. Es fundamental que la construcción de la Eurozona se consolide en el próximo quinquenio y que, en el año 2023 a más tardar, el euro sea la moneda común de todos los Estados miembros.
- **Desarrollar una Unión Bancaria uniforme y coherente, preparada para una integración de todos los Estados miembros en la moneda común.** Actualmente el Mecanismo Único de Supervisión y el Mecanismo Único de Resolución, así como el marco normativo común (*Single Rule-Book*), no son ni únicos ni comunes. Los mecanismos están constreñidos a los Estados cuya moneda es el euro y únicamente prevén la posibilidad de que los demás Estados se incorporen en el futuro, en concepto de Estados participantes. El *Single Rule-Book* es un conjunto normativo aplicable a los veintiocho Estados miembros, pero repleto de las llamadas “opciones y discrecionalidades” que dificultan la supervisión prudencial unificada que realiza el BCE respecto de las entidades significativas (establecidas en la zona euro). Es fundamental que la Unión Bancaria sea genuinamente uniforme y facilite la consolidación de una política fiscal y económica europea en el medio y largo plazo. A tal fin, el marco regulador debería prever la extinción de regímenes variables y consolidar, en el próximo quinquenio, los regímenes de supervisión prudencial y de resolución bancaria en todos los Estados miembros.
- **Armonizar los regímenes de cooperación con Estados terceros y facilitar la creación de un espacio de cooperación financiera y económica que proporcione un acceso igualitario al mercado interior europeo.** La diversidad en los ritmos de integración camina de la mano de una pluralidad de regímenes *ad hoc* y bilateralizados con los Estados vecinos de la Unión. Las relaciones con Suiza están sujetas a una red compleja de acuerdos bilaterales que contrastan con el alto grado de homogeneidad que caracteriza a las relaciones con los Estados del Espacio Económico Europeo (Noruega, Liechtenstein e Islandia). Los denominados micro-Estados (San Marino, Monaco, Ciudad del Vaticano y Andorra) han celebrado acuerdos monetarios con la Unión que les sujeta a un régimen estricto de incorporación de instrumentos jurídicos europeos en materia financiera y monetaria. Esta falta de coherencia se agravará el año que viene con la retirada del Reino Unido y la celebración de un acuerdo bilateral que introducirá un nuevo marco de relaciones con

otro Estado tercero. Es necesario que la Unión establezca criterios comunes de negociación bilateral con Estados terceros en materia económica y monetaria, de modo que el acceso al mercado interior, pero también la seguridad jurídica, queden bajo un paraguas común que facilite las relaciones económicas exteriores y asegure igualmente un trato no discriminatorio entre operadores y reguladores.

B. UNA UEM BAJO EL PARAGUAS DE LOS TRATADOS CONSTITUTIVOS

Las tensiones políticas y sociales surgidas a raíz de la crisis económica dificultaron la formación de consensos entre los Estados miembros y la celebración de procesos de ratificación de reformas constitucionales y de los Tratados. Esta situación, unida a la urgencia de algunas reformas, provocó una ruptura del llamado “método comunitario” y un viraje institucional hacia las decisiones a nivel gubernamental. La presencia de la Comisión, el Parlamento Europeo, el BCE o el Tribunal de Justicia quedó relegada en beneficio de los Estados y de los equilibrios entre las principales potencias continentales. El resultado ha producido una fragmentación de los procesos decisorios, una ruptura de los equilibrios inter-institucionales tradicionales y una proliferación de acuerdos e instrumentos internacionales al margen de los Tratados constitutivos. El hecho de que este fenómeno se haya producido en un terreno tan relevante como la UEM, sienta un inquietante precedente para otras políticas europeas que podrían seguir la misma dirección. Por tanto, es importante revertir la tendencia hacia la inter-gubernamentalidad y recuperar el pulso del método comunitario en el seno de la UEM. Para ello, se proponen reformas como las siguientes:

- **Integrar el Tratado constitutivo del Mecanismo Europeo de Estabilidad y el Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza (Pacto Fiscal) en el sistema de la Unión, bajo la cobertura de los Tratados constitutivos y sujetos al régimen institucional común.** La propuesta de la Comisión de crear un Fondo Monetario Europeo no hace otra cosa que visibilizar, con una terminología algo engañosa, una operación técnica pero muy relevante: la terminación de regímenes internacionales instrumentales de la política económica de la Unión. Esta práctica ha dado frutos en el corto plazo y ha permitido a la Unión resolver situaciones urgentes, pero no puede convertirse en una característica identitaria de la UEM, so pena de comprometer la unidad de acción de la Unión y los equilibrios inter-institucionales que garantizan la representatividad y el consenso en los procesos decisorios europeos.
- **Fomentar las cooperaciones reforzadas, pero únicamente en supuestos en los que sea imposible alcanzar consensos y se hayan agotado todos los intentos entre los Estados miembros.** Es preferible que la fragmentación se produzca bajo la cobertura del sistema institucional y no al margen del sistema institucional. Por tanto, antes de acordar la celebración de acuerdos internacionales inter se, los Estados miembros deben acometer cooperaciones reforzadas que permitan a un grupo reducido de Estados avanzar en la integración, al tiempo que se permite a los demás Estados sumarse con posterioridad.
- **Facilitar la formación de consensos bajo la cobertura de los Tratados, incluso cuando existan dudas sobre los poderes de la Unión para acometer determinadas medidas.** Las reticencias de algunos Estados miembros sobre la legalidad de medidas europeas no puede ser un obstáculo a la formación de consensos, especialmente cuando el artículo 352 TFUE facilita la celebración de acuerdos en supuestos en los que la Unión no dispone de

los poderes necesarios. Un ejemplo de esta mala práctica es el Acuerdo sobre la Transferencia y Mutualización de las Aportaciones al Fondo Único de Resolución, un tratado internacional celebrado al margen de los Tratados constitutivos, al plantearse dudas sobre la legalidad de la mutualización de riesgos en el sistema de resolución bancaria. Estas dudas condujeron a los Estados integrantes del Mecanismo Único de Resolución a celebrar un tratado internacional al margen de los Tratados constitutivos, eludiendo así cualquier riesgo de legalidad del acuerdo. Esta práctica es negativa, compromete la unidad de acción de la Unión y el papel de las instituciones europeas, al tiempo que ignora un mecanismo específicamente previsto al efecto en los Tratados constitutivos: el artículo 352 TFUE.

C. UNA UEM REFORMABLE Y ADAPTABLE

La rigidez del sistema de revisión de los Tratados constitutivos se ha convertido en una “jaula” que dificulta la adopción de medidas urgentes. La experiencia adquirida durante la crisis demuestra que los consensos reflejados en los Tratados pueden necesitar un replanteamiento expeditivo y de calado para asegurar la pervivencia de la UEM. Los precedentes deberían facilitar la introducción de un mecanismo de reforma urgente de los Tratados, aplicable a aquellas políticas de la Unión susceptibles de canalizar medidas de urgencia en situaciones de emergencia. Estos mecanismos deberían articularse en los siguientes términos:

- **Cláusulas de flexibilidad que permitan una revisión simplificada de los Tratados incluso para determinados supuestos que supongan una ampliación de los poderes de la Unión.** Estas cláusulas podrían incluir mecanismos de reversibilidad, o establecerse para un periodo de tiempo determinado, con la posibilidad de que su convalidación permanente quedase sujeta, pasado un plazo determinado, a un proceso de reforma ordinaria de los Tratados.
- **Cláusulas de desconexión que permitan derogar, de forma transitoria, prohibiciones establecidas en los Tratados, con el fin de afrontar situaciones extraordinarias de emergencia económica.** Estas cláusulas deberían facilitar la adopción de políticas que, en situaciones de emergencia económica, exijan la adopción de políticas monetarias expansivas, o ejercicios de mutualización de riesgos entre Estados miembros. En la medida en que estas cláusulas se activarían únicamente en situaciones extraordinarias de emergencia económica, su mera existencia actuaría como un colchón de apoyo inter-estatal y europeo, sin que su presencia comprometa la disciplina fiscal en los Estados miembros.

3. SEPARAR LAS FUNCIONES EJECUTIVA Y LEGISLATIVA EN LA UEM

El diseño actual de la UEM no distingue claramente entre funciones ejecutivas y legislativas. Esta situación dificulta la rendición de cuentas y la separación de tareas entre los entes que configuran la *policy* y los responsables de implementarla. A todo ello se suma una gradual pérdida de influencia de los legisladores nacionales en favor de las Instituciones europeas y de los niveles administrativos de ejecución. Esta creciente ausencia de separación entre poderes debe ser revertida con el fin de que la UEM gane en transparencia, unidad de acción, eficacia y responsabilidad. Entre las diversas medidas para superar la situación actual, conviene poner el foco en tres cuestiones: el Eurogrupo y la figura de un Ministro Europeo de Economía y Finanzas.

A. EL EUROGRUPO COMO ANOMALÍA Y SU NECESARIA NORMALIZACIÓN

El Eurogrupo es un foro informal de reunión de los Ministros de Economía y Finanzas de los Estados de la zona euro, en el que también se integra el comisario de Asuntos Económicos y Monetarios y el Presidente del BCE. Su creación espontánea e informal derivó en un reconocimiento formal en los Tratados constitutivos, pero, a día de hoy, sigue sin contar con poderes decisorios propios. El Eurogrupo es una suerte de “lugar de encuentro” entre autoridades de los Estados y de la Unión, con competencias en cuestiones económicas y financieras, sin poderes reales ni capacidad de decisión autónoma. Sin embargo, la práctica demuestra que la preponderancia del Eurogrupo en el marco institucional europeo está fuera de toda duda. Durante el transcurso de la crisis, las principales decisiones de política económica y financiera se fraguaron en el Eurogrupo; los consensos fundamentales sobre los programas de asistencia financiera, la creación del MEDE, de la Unión Bancaria o la reforma de los Tratados, se labraron en el seno del Eurogrupo. Como prueba de la relevancia institucional adquirida por el Eurogrupo, los Estados batallan por alcanzar su presidencia estable de dos años y medio, prorrogable por otro mandato de la misma duración.

El Eurogrupo es la muestra de las principales virtudes y defectos de la UEM. Por un lado, es un organismo que visibiliza los intereses de un grupo de Estados miembros, los pertenecientes a la eurozona, y cuenta con la suficiente flexibilidad para labrar consensos que posteriormente servirán para alcanzar decisiones en el seno del Consejo y del Consejo Europeo. Sin embargo, el Eurogrupo es un organismo informal y sin poderes específicos, impidiendo así la rendición de cuentas de sus integrantes. En la medida en que nada decide, de nada tiene que responder. El Tribunal de Justicia ha reconocido esta suerte de inmunidad del Eurogrupo, incluso en materias sobre las que es indiscutible el papel central del organismo¹. A todo ello se suma la falta de transparencia de sus actuaciones, sujetas a un principio de confidencialidad que dificulta aún más la rendición de cuentas de sus decisiones y de sus integrantes. Por tanto, la eficacia y representatividad del Eurogrupo entran en conflicto con la inmunidad y opacidad de su actividad.

Además, el Eurogrupo ha contribuido decisivamente a desdibujar las funciones legislativa y ejecutiva en la Unión y en los Estados integrantes de la eurozona. Esta consecuencia es bien conocida en la práctica de la Unión, pero se ha agudizado en el caso del Eurogrupo, al tratarse de un organismo que opera en un ámbito, el de la política económica, cuyas competencias son eminentemente nacionales. En la medida en que la Unión desempeña competencias de coordinación y, sólo de forma puntual, competencias legislativas (cuando una materia puede sustentarse en bases jurídicas específicas, como la prevista en el Artículo 127.6 TFUE, o bases jurídicas generales, como la contemplada en el Artículo 114 TFUE), la debilidad competencial de la Unión se compensa con una atribución informal de poderes muy significativa al Eurogrupo. Una vez cerrados los consensos básicos en este organismo, los legisladores y ejecutivos de la Unión y de los Estados de la eurozona dan cumplimiento a dichos consensos, poniendo en evidencia la debilidad institucional de los órganos verdaderamente competentes, y la fortaleza del organismo que, en principio, no tiene competencias decisorias.

Las deficiencias de diseño apuntadas exigen un replanteamiento del papel del Eurogrupo, al menos durante el periodo en el que subsista la distinción entre Estados miembros integrantes y no integrantes de la Eurozona. Una vez producida la integración de todos los Estados en un espacio común de la zona euro, el Eurogrupo debería desaparecer como consecuencia de su integración en el

¹ Mallis y Malli/Consejo y Comisión, C-105/15 P a C-109/15 P, EU:C:2016:702.

Consejo de Asuntos Económicos y Financieros. Sin embargo, en la medida en que ese escenario no parece realizable en el corto plazo, conviene acometer reformas transitorias en la siguiente dirección:

- El Eurogrupo, como organismo informal cuya influencia se proyecta sobre las funciones legislativas y ejecutivas de la Unión y de los Estados miembros, **debería estructurar su orden del día en asuntos de relevancia legislativa, por un lado, y ejecutivos, por otro**. Para los primeros debería actuar bajo un principio de transparencia que facilite la accesibilidad y conocimiento de las discusiones entre sus integrantes. En estas decisiones de carácter legislativo no debe intervenir el Presidente del BCE, salvo que la materia afecte a las competencias del BCE.
- La Presidencia del Eurogrupo debería tener **carácter exclusivo y no recaer sobre un Ministro de Economía y/o Finanzas de un Estado miembro de la Eurozona, como es ahora el caso**. La carga de trabajo vinculada a las funciones de Presidente del Eurogrupo justifica una dedicación exclusiva a esta tarea. Asimismo, el riesgo de conflicto de interés propicia la atribución de sesgos o preferencias al Presidente que pueden comprometer su independencia.
- La falta de control y de rendición de cuentas con la que opera el Eurogrupo debe matizarse y conviene **prever un sistema de control jurisdiccional que permita la revisión de decisiones acordadas en el seno del Eurogrupo, principalmente las decisiones de carácter ejecutivo**. De lo contrario, se estaría alterando el sistema de rendición de cuentas previsto en los Tratados, o se imputaría a Instituciones que sólo ejecutan directrices consensuadas en el Eurogrupo la responsabilidad que en realidad debe recaer sobre éste. Conviene recordar que el Consejo Europeo, cuyas competencias se dirigen fundamentalmente a la formación de orientaciones políticas generales, responde jurídicamente de sus actos cuando éstos generan efectos sobre terceros (Art. 263, apartado primero TFUE). Si esto es así en el caso del Consejo Europeo, resultaría sorprendente que no sucediese lo mismo con el Eurogrupo.

B. EL MINISTRO DE LOS SEIS SOMBREROS

La Comisión ha propuesto la creación de un Ministro Europeo de Economía y Finanzas (“MEEF”), a medio camino entre un Comisario económico y un Presidente del Eurogrupo, en la medida en que asumiría la función de Vicepresidente de la Comisión y, asimismo, de Presidente del Eurogrupo. El Ministro garantizaría la estabilidad y coherencia en las políticas de su competencia, y contribuiría a normalizar las funciones y ubicación del Eurogrupo en el sistema institucional de la Unión.

Esta propuesta tiene varios inconvenientes que conviene resaltar:

- La creación del MEEF contribuiría no tanto a normalizar, sino a consolidar una anomalía institucional. El Eurogrupo es un organismo cuya existencia se justifica en el carácter transitorio del proceso de formación de la moneda común. Culminada la integración de los Estados miembros en la Eurozona, el sistema decisorio europeo debería volver a su esquema convencional, basado en una división de funciones legislativas y ejecutivas entre el Consejo, el Parlamento Europeo y la Comisión. La creación del MEEF perpetuaría un sistema anómalo en el que se han invertido los equilibrios inter-institucionales, poniendo a la Comisión a la cabeza de un órgano que, en puridad, debería integrarse gradualmente en el seno del Consejo.

- La fuente de inspiración del MEEF es el Alto Representante para la Política Exterior y de Seguridad Común. Sin embargo, existen importantes diferencias entre ambas figuras, pero muy especialmente la creación de un Servicio Europeo de Acción Exterior, cuyas operaciones no dependen orgánicamente de la Comisión. Por tanto, aunque el Alto Representante ostenta el cargo de Vicepresidente de la Comisión, esta función se desempeña con una estructura ejecutiva autónoma respecto de la Comisión. En el caso del MEEF, éste operaría como presidente del Eurogrupo pero a la cabeza de una Dirección General de la Comisión. Resulta cuestionable que este esquema organizativo en el que se entremezclan funciones legislativas y ejecutivas propias del Consejo y de la Comisión, pueda funcionar correctamente.
- Desde el punto de vista de la rendición de cuentas, se desdibujan las responsabilidades de la Comisión, del Consejo, del Eurogrupo y, en definitiva, el sistema actual, hasta el punto de dificultar y comprometer la rendición de cuentas de las Instituciones europeas.

En definitiva, la propuesta barajada por la Comisión crearía una figura de difícil ubicación y de aún más difícil puesta en práctica. Un Ministro que asume funciones como comisario y presidente del Eurogrupo, funciones legislativas y ejecutivas, funciones europeas y de coordinación de las políticas económicas de los Estados miembros, es un Ministro con demasiados sombreros cuyas tareas, por exceso de las mismas, no pueden conducir a un resultado óptimo.

La creación del MEEF persigue objetivos positivos, principalmente los que se refieren a una mejor coordinación entre las actuaciones de la Comisión y las funciones ejecutivas del Eurogrupo. Sin embargo, estas tareas no necesitan de la creación de un Ministro con una incardinación institucional tan compleja como la propuesta por la Comisión. Al contrario, la reforma institucional de la UEM debería facilitar la transparencia, eficacia y comprensibilidad del sistema de gobierno económico, para la cual deberían barajarse las siguientes propuestas:

- La Comisión debería recuperar su misión de guardiana de los Tratados y centrarse en sus funciones de proposición legislativa y de ejecución normativa. **El Comisario de Asuntos Económicos y Financieros debería centrar sus actividades en aquellas que caracterizan a la función originaria de la Comisión, y evitar su participación en actividades que incrementen el riesgo de interferencia que comprometan la independencia o la rendición de cuentas de la Comisión.** Esta limitación de poderes de la Comisión debería compensarse con la atribución de funciones de supervisión y monitorización a una autoridad fiscal europea independiente, con rango de agencia, funcionalmente autónoma respecto de la Comisión y el Consejo.
- **La creación de una Autoridad Fiscal Europea asumiría las competencias de supervisión previstas en el 126 TFUE y actuaría en estrecha coordinación con la Comisión.** La Autoridad Fiscal Europea rendiría cuentas al Parlamento Europeo y participaría en las reuniones del Consejo y del Eurogrupo en las que se discutan cuestiones de su competencia. La creación de Autoridades Fiscales en los Estados miembros permitiría una mejor coordinación de estos organismos con una entidad equivalente a nivel europeo, y no con una Institución como la Comisión, cuyas amplias competencias pueden poner en cuestión la independencia de sus políticas en materia fiscal. Asimismo, las decisiones de la Autoridad Fiscal Europea serían recurribles ante el Tribunal de Justicia.
- Las competencias de la Autoridad Fiscal podrán sincronizarse con los niveles de integración económica que se vayan produciendo en los próximos años. **Las transferencias de soberanía fiscal que realicen los Estados a favor de la Unión deben reflejarse en una**

asunción de competencias claras y transparentes. Por tanto, una mayor integración fiscal debería ir acompañada de una atribución de competencias a la Autoridad Fiscal que delimite sus funciones respecto de la Comisión y del Consejo, para evitar cualquier conflicto de intereses que comprometa la independencia de la Autoridad.

4. GARANTIZAR EL CONTROL PARLAMENTARIO DE LAS POLÍTICAS MONETARIA Y ECONÓMICA

La reforma de la UEM también pasa por la mejora de la calidad democrática de sus políticas. La última ronda de reformas en materia económica y financiera, aprobadas al hilo de la crisis económica, se llevó a cabo principalmente mediante cumbres bilaterales y reuniones extraordinarias del Consejo Europeo. El método comunitario tradicional, basado en las propuestas de la Comisión, la deliberación y la co-decisión en el Parlamento Europeo y el Consejo, seguido del control jurisdiccional del Tribunal de Justicia, lució por su ausencia en aras de la eficacia y la aprobación expeditiva de medidas para paliar los efectos de la crisis. Quizás la Institución que más percibió su aislamiento fue el Parlamento Europeo, y todo ello a medida que los Estados daban pasos relevantes en la construcción de la integración económica europea.

La normalización de las políticas económicas europeas tras la finalización de la crisis, así como el impulso reformista de algunos Estados miembros, han alumbrado varias propuestas para mejorar la calidad democrática de la UEM. Entre otras, destaca la creación de un Parlamento de la Eurozona, integrado por representantes de los ciudadanos de la Eurozona, con facultades de control político sobre el Eurogrupo y el Ministro Europeo de Economía y Finanzas.

Por los motivos que se han expuesto anteriormente, este informe no aboga por la segregación institucional entre Estados miembros en función de su pertenencia a la eurozona. En la medida en que el presente informe apuesta por una gradual pero acelerada integración de los Estados miembros en la eurozona, la creación de un Parlamento de la Eurozona resulta redundante en un escenario de plena integración en el euro de todos los Estados miembros. En todo caso, la necesidad de superar la segregación entre Estados miembros aboga a favor de un fortalecimiento del Parlamento Europeo en su composición actual, y no tanto su partición en dos. Asimismo, la mejora de la calidad democrática implica una mayor participación de los Parlamentos nacionales, pero con las salvedades que a continuación se expondrán.

A. REFORZAR, PERO NO SEGREGAR, EL PARLAMENTO EUROPEO

La participación del Parlamento Europeo en la UEM es mejorable. Es cierto que el Parlamento Europeo adolece de varias carencias en origen, no sólo en el terreno específico de la UEM, pero es evidente que en este ámbito se ha producido una marginación consciente de la cámara de representación popular, en favor del Consejo y de la Comisión.

Nada debería impedir que el Parlamento Europeo tenga una mayor participación allá donde el Consejo ejerce funciones decisorias relevantes. Este es el caso, por ejemplo, de las medidas de solidaridad en caso de dificultades graves en el suministro de determinados productos o acontecimientos excepcionales (Artículo 122 TFUE), de cuya aprobación únicamente se “informa” al Parlamento Europeo. Del mismo modo, la cláusula del “no bail-out” prevista en el Artículo 125 TFUE habilita al Consejo a desarrollar los términos en que se aplica esta disposición, pero relegando al Parlamento

Europeo a una función de consulta no vinculante. El procedimiento de déficit excesivo contemplado en el Artículo 126 TFUE, así como el marco legislativo más reciente contemplado en el *six-pack* y el *two-pack*, relegan igualmente al Parlamento Europeo a un papel de observador externo, con funciones consultivas impropias de un órgano democrático y representativo. Resulta también llamativo que la atribución de nuevos poderes de supervisión al Banco Central Europeo se produzca mediante un procedimiento legislativo especial, con facultad de “previa consulta” del Parlamento Europeo, pero no una participación ordinaria y con capacidad de enmienda y decisión real.

El margen de maniobra para mejorar la calidad democrática en el terreno de la UEM es amplio, sin que ello conduzca a operaciones más complejas que, a la postre, podrían debilitar la arquitectura institucional de la Unión. Aunque la propuesta de crear un Parlamento de la Eurozona tenga un evidente interés y un importante calado simbólico, no conviene olvidar que la segregación entre Estados miembros conduce a una mayor desintegración de la Unión en su conjunto, aunque ello se realice con el fin de integrar a un grupo reducido. Por esta razón, conviene culminar la integración de los Estados miembros en la zona euro, seguida de una normalización del papel del Parlamento Europeo en la UEM. Una evolución así evitaría la necesidad de crear estructuras nuevas y, a la larga, dañinas para el proceso de integración.

B. MEJORAR LA COORDINACIÓN CON LOS PARLAMENTOS NACIONALES

Mucho se ha hablado de la importancia de los Parlamentos nacionales en el proceso legislativo de la Unión. Sin embargo, no se ha prestado demasiada atención a los poderes de los Parlamentos nacionales durante el transcurso de la crisis y, en particular, los poderes que han ejercido las cámaras con el fin de supervisar y controlar políticamente las decisiones con impacto fiscal significativo y de origen europeo. A modo de ejemplo, el Bundestag debe aprobar cualquier decisión del Gobierno federal en el Consejo del MEDE que conlleve una transferencia de fondos a favor de un beneficiario de un programa de asistencia financiera. Del mismo modo, en España se debatió la conveniencia de que el programa de asistencia al sector financiera fuera aprobado por las Cortes. La crisis económica ha demostrado que en todos los casos en los que se ha planteado la conveniencia de una votación en el seno de una cámara representativa, siempre se ha optado por darle voz a los representantes. Esta experiencia demuestra que la participación de los Parlamentos nacionales en el marco de la UEM, especialmente en circunstancias de urgencia con impacto económico, es inevitable. Pero también se confirma que esta participación debe hacerse de forma armonizada, y no con carácter unilateral y descoordinado.

A modo de ejemplo, el Tratado MEDE o su futura reglamentación de la Unión, debería establecer disposiciones más precisas sobre el modo de participación de los Parlamentos nacionales en el curso de un programa de asistencia financiera. Estas disposiciones deben dejar suficiente autonomía a los Estados miembros y a las cámaras, pero al menos deben prever los rasgos básicos de la participación parlamentaria nacional.

5. OTRAS MEDIDAS DE CARÁCTER INSTITUCIONAL PARA REFORZAR LA UEM

El edificio de la UEM necesita una puesta al día en los grandes bloques que se acaban de exponer. Sin embargo, la experiencia adquirida durante los últimos años ha puesto en evidencia la necesidad de abordar otras reformas institucionales en aspectos concretos, como las retiradas voluntarias del euro, la atribución de competencias a agencias europeas o la representación exte-

rior en materia económica. Estas cuestiones revisten una gran trascendencia para la arquitectura institucional de la UEM y exigen una reforma de los Tratados, así como un consenso político que se vislumbra complejo. En cualquier caso, son propuestas necesitadas de un debate público y que contribuyen a reforzar el funcionamiento de la UEM.

A. REFORMAR EL ARTÍCULO 50 TUE: SALIDA DEL EURO, SALIDA DE LA UNIÓN

Las negociaciones de retirada del Reino Unido al amparo del Artículo 50 TUE, han demostrado dos evidencias: la reversibilidad del proceso de integración y la viabilidad de una retirada de un Estado miembro. La retirada del Reino Unido ha permitido constatar que las salidas voluntarias no son meramente hipotéticas, pero también ha probado que tales salidas no son tan letales para la Unión como se esperaba. El proceso de retirada puede ser más ordenado de lo inicialmente previsto, sin que ello perjudique necesariamente al proyecto de integración. Aunque aún es pronto para sacar conclusiones del proceso de retirada del Reino Unido, lo cierto es que este acontecimiento ha “normalizado” una cuestión, la retirada de un Estado miembro, que había permanecido hasta la fecha en el terreno de la teoría.

Sin embargo, durante la crisis económica se ha planteado otra cuestión, ligada indirectamente a la retirada de la Unión, que ha mantenido en vilo a los gobiernos, a las Instituciones y a los operadores económicos: la salida del euro de un Estado. Esta cuestión se planteó reiteradamente durante los momentos álgidos de la crisis en Grecia, pero también se ha suscitado recientemente al hilo de la última formación de gobierno en Italia.

La salida del euro no está prevista en los Tratados. La moneda común es un proyecto irreversible y no contempla mecanismos de redenominación y retorno a la moneda nacional. Si los Tratados contemplaran un mecanismo de esta naturaleza, el propio diseño del euro se vería comprometido y se lanzaría un mensaje equívoco sobre su estabilidad y pervivencia.

La ausencia de un mecanismo de redenominación en los Tratados no es incompatible con la inclusión de una referencia al fenómeno, pero con la intención de especificar que una retirada de la Eurozona sólo puede producirse en el marco de una retirada de la Unión. Por tanto, cuando un Estado considere su salida de la Eurozona, debe tomar la decisión asumiendo que dicha salida entraña la retirada de la Unión en su conjunto. Las salidas del euro deben producir la retirada del Estado miembro de la Unión. Una decisión que conduce a un Estado miembro a un escenario de redenominación, debe ir acompañado de una reflexión profunda sobre el papel de dicho país en el plano internacional, no sólo económico.

Esta conexión entre la salida del euro y la retirada de la Unión tendría la ventaja de aclarar la cuestión sobre los escenarios de redenominación, confirmando así la posibilidad de una salida ordenada del euro. No obstante, la previsión no debilitaría a la moneda común, sino al contrario, pues todo supuesto de salida del euro conllevaría la retirada del Estado miembro de la Unión, un escenario que limita (aunque no imposibilita) las probabilidades de producirse la salida.

B. CONTEMPLAR LA POSIBILIDAD DE ATRIBUIR COMPETENCIAS DISCRECIONALES A AGENCIAS DE LA UNIÓN

Las Instituciones de la Unión son las únicas autoridades europeas facultadas para adoptar medidas discrecionales. El Tribunal de Justicia ha declarado que, a falta de control democrático, las

agencias europeas no pueden ejercer facultades discrecionales, salvo en el caso de que una Institución apruebe la decisión de la agencia. Este planteamiento no provocó demasiados inconvenientes durante varias décadas, pero ha demostrado ser un serio obstáculo para la puesta en práctica de la Unión Bancaria y las Autoridades Europeas de Supervisión. A modo de ejemplo, la Junta Única de Resolución cuenta con un complejo sistema de aprobaciones de la Comisión Europea ex post, con el fin de salvaguardar la conformidad del modelo de resolución con la jurisprudencia del Tribunal de Justicia.

Es necesario, en el contexto actual de la integración, superar este planteamiento estricto de las delegaciones a favor de agencias y facultar expresamente a las Instituciones, en los Tratados constitutivos, a que realicen delegaciones discrecionales a favor de agencias especializadas europeas. Una previsión en este sentido facilitaría la actividad de agencias como la Autoridad Bancaria Europea, la Junta Única de Resolución o la Autoridad Europea de Valores y Mercados, sin perjuicio de que las delegaciones fueran revestidas de algunas salvaguardas, a saber:

- Las delegaciones de facultades discrecionales deben aprobarse por unanimidad en el Consejo.
 - Las delegaciones deben estar delimitadas de forma que quepa realizar un control del ejercicio de la delegación que ejerza la agencia.
 - La delegación se puede revocar en cualquier momento por la Institución de control.

La delegación de facultades discrecionales a favor de agencias europeas estaría recogida en los Tratados constitutivos de forma expresa, e incluso sería recomendable que la previsión estuviera prevista en el Título VIII del TFUE, relativo a la política económica y monetaria, de modo que sólo las agencias con competencias vinculadas a estas políticas podrían disfrutar de este tipo de facultades.

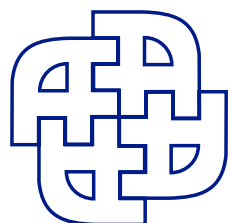
6. CONCLUSIONES

La reforma del gobierno económico de la Unión no necesita un replanteamiento en profundidad, sino una batería de mejoras puntuales, coordinadas con reformas sustantivas en materia económica y fiscal. Reformas como la creación de colchones anticíclicos, la consolidación final del sistema europeo de garantía de depósitos, o la formación de una unión de mercado de capitales, necesitan reformas institucionales que, a su vez, agilicen y refuercen las políticas económicas de la Unión. Estas reformas requieren, principalmente, poner fin a una dualidad entre *euro-ins* y *euro-outs* que ha sido fuente de inestabilidad y desunión en el seno de las Instituciones. Por tanto, es fundamental que el euro sea, en un horizonte no superior a cinco años, la moneda común de todos los Estados miembros. Aquellos Estados que duden de la conveniencia de su pleno ingreso en la UEM deben considerar su continuidad en el proyecto europeo.

Una Unión cuyos Estados miembros comparten la misma política monetaria no necesita organismos *ad hoc*, foros intergubernamentales, ni acuerdos internacionales al margen de las estructuras de la Unión, para culminar la UEM. En un entorno de plena integración en el euro, las reformas institucionales pasan por reforzar las Instituciones existentes, y no por la creación de organismos nuevos y ajenos a la lógica de la integración europea. El presente informe aboga por la gradual transición del Eurogrupo hacia su conversión en una formación ordinaria del Consejo, la creación de una agencia fiscal europea funcionalmente independiente, pero sujeta a los principios

que rigen el funcionamiento de las Instituciones, órganos y organismos de la Unión, así como la atribución de poderes decisorios reales al Parlamento Europeo en política económica y, muy especialmente, en los procedimientos de supervisión fiscal.

El método comunitario no es perfecto, pero garantiza un sistema representativo basado en el consenso y en la ponderación de todos los intereses en juego. Debido al alto grado de integración de las políticas nacionales en el nivel europeo, puede hablarse abiertamente de una soberanía europea, pero siempre y cuando esté sujeta a un sistema de control político y jurídico, con arreglo a las garantías de un Estado de Derecho. El reto del gobierno económico de la Unión consiste en mantener un equilibrio entre las soberanías europea y nacionales, pero también entre el carácter técnico de la política económica y monetaria y su representatividad democrática. Los últimos años han sido testigos de una preponderancia de las soberanías nacionales y de una política con baja intensidad representativa. La búsqueda de un nuevo equilibrio es el término justo que permitirá a la UEM perdurar más allá de la próxima crisis económica.



IEAF | FEF

INSTITUTO ESPAÑOL DE
ANALISTAS FINANCIEROS

FUNDACIÓN DE
ESTUDIOS FINANCIEROS

URÍA
MENÉNDEZ



Cátedra
Jean
Monnet

ESADE

Facultad de Derecho

Universidad Ramon Llull