

# El sistema financiero español en el contexto europeo: crisis, recuperación y la reforma del euro

Víctor Echevarría y Jonás Fernández

Documento de trabajo 201/2019

\* Incluye el discurso inaugural de **Nadia Calviño Santamaría**, ministra de Economía y Empresa, en el coloquio *El sistema financiero español en el contexto europeo*, organizado por Fundación Alternativas, y la presentación de **Diego López Garrido**, vicepresidente ejecutivo de la Fundación.

# Contenido

<b>PRESENTACIÓN.</b> Diego López Garrido	<b>2</b>
<b>DISCURSO INAUGURAL.</b> Nadia Calviño Santamaría	<b>4</b>
<b>EL SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL EN EL CONTEXTO EUROPEO: CRISIS, RECUPERACIÓN Y LA REFORMA DEL EURO</b>	<b>12</b>
<b>1. Introducción</b>	<b>12</b>
<b>2. Expansión y crisis de deuda soberana</b>	<b>14</b>
2.1. La economía española	14
2.2. El ajuste del sistema financiero español	15
<b>3. La reforma del euro</b>	<b>18</b>
3.1. Unión bancaria	18
3.1.1. Seguro de depósitos	19
3.1.2. Fiscal Backstop (Mede)	20
3.1.3. Activo libre de riesgo	21
3.1.4. Pilar fiscal, política estabilizadora	23
<b>4. Conclusiones</b>	<b>25</b>

# PRESENTACIÓN

**Diego López Garrido | Vicepresidente Ejecutivo de la Fundación Alternativas**

El 28 de febrero de 2019, la Fundación Alternativas, con la colaboración del Banco Santander, organizó una jornada titulada *El sistema financiero español en el contexto europeo*, que tuvo lugar en la Sede de la Comisión Europea en Madrid. Como en años anteriores, la Fundación ha querido organizar este seminario para analizar en profundidad algunos de los temas que hoy en día afectan al mundo económico y financiero tanto español como europeo. En esta jornada, tuvimos el placer de contar con la presencia de la Ministra de Economía y Empresa del Gobierno de España, Nadia Calviño Santamaría, quien inauguró la jornada con una intervención introductoria y que incluyó la entrega entre los asistentes de *La Agenda del Cambio*, aprobada por el Gobierno a comienzos de mes. Posteriormente, un amplio elenco de expertos y expertas en la materia debatieron durante toda la mañana sobre los temas que a continuación se detallan.

En primer lugar, la sesión puso el foco en la evolución del sistema financiero español durante la crisis y la última etapa de recuperación. Tras la crisis, cuyo estallido en 2007 se debió en gran parte a la ausencia de regulación en el sistema financiero estadounidense y que poco después se trasladó a la Unión Europea, hemos alcanzado una situación de cierta estabilidad gracias a la acción del Banco Central Europeo; una institución de las más europeístas de la UE, ya que monopoliza la actividad monetaria de esta. Por ello, podemos hablar no tanto de una unión económica, sino de unión monetaria.

Sin embargo, como señalan Víctor Echevarría y Jonás Fernández, autores de la segunda parte del presente documento, hay riesgos para la rentabilidad que tienen que ver con los bajos tipos de interés. Para algunos sectores de la economía esto ha sido positivo, pero quizás no tanto para el sistema financiero. El viento de cola de los bajos tipos de interés puede traer problemas precisamente para el sistema financiero. Estos tipos de interés cercanos a cero y salvaguardados por el Banco Central Europeo, los problemas de crédito, el reto tecnológico y la alta deuda pública que tenemos en nuestro país, constituyen un reto indudable.

El segundo tema que se discutió fue la perspectiva para el sector financiero con respecto al proceso de unión bancaria en Europa. Esta presenta sin duda cierta confusión, pues no se sabe qué es exactamente lo que se va a hacer al respecto. Por

ejemplo, en el discurso sobre el Estado de la Unión del 12 de septiembre de 2018<sup>1</sup>, el presidente de la Comisión Europea, Jean-Claude Juncker, hablaba de iniciativas a adoptar antes de las elecciones de mayo al Parlamento Europeo. Concretamente hacía dos propuestas sobre la reducción de riesgos financieros: reducción de préstamos dudosos y sistema europeo de garantía de depósitos, medidas que planteaba respecto de la unión bancaria a conseguir antes de las elecciones al PE. Existen serias dudas de que eso se vaya a lograr.

Tampoco existe una certidumbre absoluta sobre que se vaya a conseguir un sistema europeo de garantía de depósitos. Todo esto se desarrolla en un contexto de guerra comercial tremenda entre China y EEUU y del final del plazo de negociación del *brexit*, que afectará a todo el sistema financiero español, pues este tiene una presencia importantísima en la economía británica. Esta incertidumbre sobre cómo efectuará el Reino Unido su salida de la Unión Europea se debe en gran parte a la división interna en su Parlamento y en los partidos británicos, algo que tendrá mucha influencia sobre el sistema financiero.

El documento que se presenta a continuación, por tanto, describe la evolución de la estabilidad financiera en España, el papel jugado por las instituciones europeas en esta evolución y la necesidad de acometer la reforma de la zona euro para garantizar que esta perdure.

---

<sup>1</sup> Juncker, J. C. (2018), "Discurso sobre el estado de la Unión". Estrasburgo, 12 de septiembre de 2018. Disponible en: [http://europa.eu/rapid/press-release\\_SPEECH-18-5808\\_es.pdf](http://europa.eu/rapid/press-release_SPEECH-18-5808_es.pdf) (Consultado el 06 marzo 2019)

# DISCURSO INAUGURAL DEL COLOQUIO 'EL SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL EN EL CONTEXTO EUROPEO'

Nadia Calviño Santamaría | Ministra de Economía y Empresa del Gobierno de España

“ Buenos días a todos. En primer lugar, muchas gracias por la invitación a la Fundación Alternativas. Me parece que ha elegido un buen momento y un buen conjunto de ideas para esta reflexión.

Un buen momento porque de los temas financieros se ha estado hablando de forma intensa en los últimos diez años pero, afortunadamente, ahora no hablamos de ello porque estemos inmersos en una profunda crisis, sino más bien porque tratamos de sentar las bases para que, cuando en el futuro se pueda producir otra crisis, estemos mejor preparados y no se repitan los errores del pasado. Me parece, por tanto, un contexto idóneo para realizar esta reflexión, también porque estamos en el umbral de una serie de elecciones y de procesos que son muy relevantes para el futuro de Europa.

Por supuesto, tengo que dar también un agradecimiento muy especial a los representantes de la Comisión Europea por haberme invitado a volver. He estado muchas veces en este edificio pero es la primera vez que lo hago como ministra, y me hace una ilusión

especial estar en lo que considero mi casa.

El tema del sistema financiero y cuál es su regulación idónea es absolutamente crucial. Es un tema que ha sido tratado sobre todo por expertos con un lenguaje que es muy difícil de comunicar a los ciudadanos. Durante años me he encontrado con esa dificultad: cómo hacer para hablar, por ejemplo, de que hemos creado una red de seguridad para el sistema de resolución bancaria enmarcado en el Mecanismo Único de Resolución... Es imposible convertirlo en un titular o un elemento que pueda interesar al ciudadano y, sin embargo, se trata de algo de gran importancia para la estabilidad financiera y para que todos los ciudadanos tengamos un entorno relativamente estable en el que poder desarrollar nuestras vidas... Es muy importante que todos nosotros hagamos ese esfuerzo por explicar por qué esto es interesante y que lo comuniquemos de la forma más clara posible.

La profundización de la Unión Económica y Monetaria es una de las claves de bóveda de la construcción

Europea. El euro es nuestra moneda, es nuestro destino, es nuestro objetivo. Y todos los que estamos en esta sala sabemos de su importancia y contribuimos a que se vaya reforzando.

Comenzaré con una reflexión sobre el contexto económico, en particular por lo que respecta a España, y cuáles han sido las prioridades de política económica de nuestro Gobierno, tras lo cual hablaré de forma más específica del ámbito de la regulación financiera y de la profundización de la Unión Económica y Monetaria.

Como todos ustedes saben, y yo no me canso de repetir, la coyuntura económica española es favorable. La economía española creció un 2,5% en 2018, el crecimiento se aceleró en el segundo semestre del año y el diferencial positivo con respecto a las principales economías europeas y a la media de la zona euro se agrandó en la segunda parte del año: en el último trimestre tuvimos un crecimiento intertrimestral del 0,7%, frente al 0,2% de la zona euro. Por tanto, estamos en una situación económica relativamente favorable.

Este año la previsión de crecimiento del Ministerio de Economía es del 2,2% (hay organismos que están en el 2,1% pero hay otras instituciones que prevén un crecimiento superior, del 2,4% e incluso el 2,5%).

Es decir, que estamos en una situación en la que está madurando el ciclo

económico. Se alcanzó un crecimiento máximo en 2015, de momento, y el crecimiento se está moderando, como es normal en esta evolución cíclica.

De hecho, el propio vicepresidente de la Comisión Europea, Valdis Dombrovskis, dijo ayer que el crecimiento español “sigue siendo robusto, superior a la media europea”, y que espera que “se mantenga así este año y el que viene”.

Parte del buen funcionamiento de nuestra economía se debe a que tenemos un sistema financiero que en este momento está cumpliendo con su función de canalización de ahorro hacia la inversión y el crédito a las familias y las empresas. Está funcionando con normalidad, tiene una valoración positiva por parte de los mercados financieros, genera confianza en el exterior y está teniendo unos buenos resultados en términos de eficiencia, rentabilidad y morosidad. Ya se ha señalado el saneamiento de carteras que se ha producido en los últimos años, la reducción de los créditos morosos; y se está viendo afectado por el retraso en la normalización de la política monetaria. Yo he dicho desde el primer día que me parecía positivo que se normalizara la política monetaria. Hay quien lo ve como una amenaza o un peligro, yo lo veo como un factor de normalidad.

Además, estamos teniendo una situación tremendamente favorable desde el punto de vista de la emisión

en los mercados financieros. Esta misma semana hemos realizado una emisión sindicada de un nuevo bono a 15 años. Es la primera vez que hacíamos este tipo de emisión. Emitíamos 5.000 millones de euros y la demanda ha sido 8 veces superior; los tipos de interés están en mínimos históricos y nuestra prima de riesgo estaba hoy en 101 puntos básicos. Estamos en una situación tremendamente favorable desde el punto de vista de la emisión de deuda pública. Así que, si solo miro esa parte de la ecuación, yo diría que cuanto más se retrase la subida de tipos de interés, mejor.

Pero también está el otro lado de la moneda: el buen funcionamiento de los mercados financieros. Por tanto, veremos si en el curso del año se normaliza la política monetaria, un factor que también será importante para la rentabilidad del sector financiero.

En conclusión, podemos afirmar que la situación económica es relativamente favorable. Hoy se publica el IPC también con unas cifras históricamente bajas, el 1,1%. Hemos cerrado 2018 con una inflación muy contenida.

Y si miramos las macromagnitudes habituales uno podría caer en la complacencia. Ahora bien, es importante que mantengamos la tendencia y, sobre todo, que no caigamos en la complacencia respecto a nuestra economía, porque, aunque hemos avanzado mucho en la reducción de determinados

desequilibrios, aún quedan algunos importantes por resolver: la tasa de paro, que, evidentemente, sigue siendo extraordinariamente elevada en comparación con la media europea, y una tasa de paro estructural que sigue siendo muy elevada; el bajo crecimiento de la productividad y del PIB potencial, que es clave para que podamos seguir teniendo tasas de crecimiento tan elevadas en general sin presiones inflacionistas ni desequilibrios en la balanza de pagos por cuenta corriente; la deuda pública y su alto volumen, que se ha reducido poco a pesar del fuerte crecimiento de los últimos años; y, por supuesto, la desigualdad, que es un desequilibrio que muchas veces se ignora cuando se hacen análisis macroeconómicos y que, sin embargo, es uno de los farolillos rojos de nuestra economía.

En los últimos años hemos tenido un aumento importante de la desigualdad. Estas brechas de renta, de riqueza, territoriales, de género... no se han cerrado a pesar del importante crecimiento económico de los últimos años y, para mí, es uno de los lastres importantes que tenemos para poder seguir teniendo un crecimiento sostenible a medio y largo plazo. No puede haber verdadera sostenibilidad económica y financiera sin sostenibilidad social, y tenemos que hacer todos los esfuerzos para que nuestro tejido social siga siendo tan fuerte como el que nos ha permitido capear la crisis.

Por eso, la política económica de nuestro Gobierno ha estado guiada por tres principios fundamentales. En primer lugar, responsabilidad fiscal. Intentar avanzar lo más posible en la consolidación fiscal, la reducción del déficit público y de la deuda pública. En este sentido, me parece una oportunidad perdida que no se hayan adoptado los Presupuestos Generales del Estado para 2019, que contenían un avance muy moderado del gasto público, sobre todo incidiendo en el gasto social; y un avance en términos de ingresos públicos, tampoco revolucionario: aumentar el porcentaje de los ingresos públicos sobre el PIB para aumentar un poco respecto al 38% que tenemos en nuestro país, que está muy por debajo de la media comunitaria. Y eso nos hubiera permitido reducir mucho el déficit público (el objetivo era el 1,3% del PIB), reducir aún más la deuda pública sobre el PIB y hacer un ajuste estructural que nos pusiera en mejor situación de cara al futuro. En este sentido, hemos perdido este año, por lo menos de momento, en términos de este ajuste fiscal, y me parece una oportunidad perdida. Pero lo que sí hemos hecho desde que llegamos al Gobierno en 2018 es hacer una gestión presupuestaria muy seria, muy disciplinada, que nos ha permitido cerrar el ejercicio con el 2,7% de déficit previsto, hacer una gestión de la Tesorería muy eficiente y ahorrarnos 5.700 millones de euros en emisión de deuda y 1.500 millones de euros en el pago de intereses, una cantidad importante. Y seguiremos con esta

gestión de la Tesorería eficiente durante 2019 para ver cuánto podemos reducir la deuda.

El segundo gran eje de actuación de nuestro Gobierno es reducir la desigualdad con políticas sociales. Aquí no me voy a detener porque todos ustedes conocen las distintas medidas que hemos impulsado en este capítulo desde que llegamos al Gobierno.

Y el tercer ámbito de actuación es el de las reformas estructurales, detalladas en La Agenda del Cambio, que recomiendo leer a todos, puesto que son un público interesado en estas cuestiones. Lo que hemos querido hacer, por primera vez en muchos años en nuestro país, es tratar de levantar la vista, mirar al horizonte, poner las luces largas y ver cuáles son las medidas y las reformas necesarias para sentar las bases de un crecimiento más sostenible desde el punto de vista económico, medioambiental y social a medio plazo. No se trata solo de una Agenda de cara al futuro. Es la Agenda que hemos estado siguiendo desde el primer día, con medidas que se han ido poniendo sobre la mesa. Por ejemplo, hoy mismo el Congreso va a convalidar un Real Decreto-ley, propuesto por el Gobierno, de reforma de la ciencia para facilitar la labor de los investigadores simplificando y cambiando las reglas de la gestión de las ayudas públicas a la innovación y la investigación científica. Espero que se convalide hoy porque se trata de una reforma importante en el campo de la



investigación. Otro ejemplo es todo el paquete medioambiental que anunciamos hace un par de semanas, que incluye el Plan Nacional de Energía y Clima que ha sido enviado a las instituciones comunitarias y que incorpora una serie de proyectos de ley para encauzar todo el proceso de transformación ecológica para hacer frente al cambio climático.

Toda una serie de actuaciones que hemos venido desarrollando, y que seguiremos desarrollando si ganamos las elecciones como yo espero, para poner las bases de un crecimiento económico más sostenible y más justo en el futuro.

Y dentro de esta Agenda, ¿qué se ha hecho en el ámbito de la regulación financiera? Hemos trabajado muy intensamente para tratar de cerrar el ciclo de la regulación financiera que ha marcado estos últimos diez años. Cuando llegué al Ministerio de Economía y Empresa me encontré con que teníamos catorce directivas pendientes de transposición. En estos casi nueve meses, hemos logrado transponer completamente siete de esas directivas que estaban pendientes —hemos hecho un esfuerzo muy grande en el Ministerio y hemos contado también con una buena gestión en el Parlamento, que creo que ha sido consciente de que no podíamos seguir con este retraso—.

Hemos conseguido avanzar mucho en la transposición de la directiva de Crédito Inmobiliario, con la adopción la

semana pasada en el Congreso de los Diputados de la Ley de Crédito Inmobiliario. Me parece un hito importante por la importancia que tiene el mercado del crédito inmobiliario en nuestro país para los ciudadanos y para las entidades financieras, y porque era importante dar seguridad jurídica y reforzar la protección de los ciudadanos en este ámbito tan sensible.

Para mí ha sido también una forma de cerrar un ciclo porque me he encontrado con directivas que yo había promovido cuando estaba en la Comisión Europea y que aún no se habían transpuesto, años más tarde, en el caso de España. Y me parece importante tener un marco jurídico claro para ámbitos fundamentales como la lucha contra el blanqueo de capitales, los servicios de pago o incluso la ciberseguridad.

Aparte de la adopción de la Ley de Crédito Inmobiliario, hoy mismo voy a firmar una Orden Ministerial que quedaba pendiente para la transposición de la directiva de Cuentas de pago básicas, para establecer las condiciones específicas en las que las entidades de crédito tendrán la obligación de ofrecer a todos los ciudadanos una cuenta bancaria con una serie de servicios de pago básicos —domiciliaciones, sacar dinero del cajero, etc.—, un elemento muy importante para la inclusión financiera de todos los ciudadanos.

Y además sacamos a consulta un Real Decreto para que, para determinados colectivos vulnerables, estas cuentas de pago sean gratuitas. Es decir, que los ciudadanos más vulnerables de nuestra sociedad tengan también acceso a una serie de servicios bancarios absolutamente indispensables hoy en día para poder tener una actividad económica mínima en nuestra sociedad.

Y espero que mañana en el Consejo de Ministros adoptemos el Real Decreto que estaba pendiente para la creación de la autoridad macroprudencial, un tema extremadamente importante que, como saben, activé desde el primer día reactivando la cooperación con el Banco de España y la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) retomando las reuniones regulares, que no se producían desde 2013.

Además, hemos reforzado el catálogo de instrumentos macroprudenciales que tienen el Banco de España y la CNMV para evitar el surgimiento de burbujas como las que nos llevaron a la anterior crisis financiera y crear esta autoridad macroprudencial, que mañana adoptaremos con el Real Decreto, para garantizar la coordinación, independientemente de que las personas se lleven bien, mal o regular: tenemos que tener un marco institucional que garantice que todas estas instituciones van a hablar, coordinarse y tratar de ver las burbujas y las interrelaciones entre los distintos mercados.

También el pasado viernes llevamos a primera vuelta la creación de lo que se conoce como el sandbox financiero, un espacio controlado de pruebas para la innovación tecnológica en el ámbito financiero, para que haya un marco de regulación y supervisión adecuado para la introducción de todas estas nuevas tecnologías en el plano financiero.

Es decir, que hemos tenido una agenda regulatoria y legislativa muy intensa en estos ocho meses. Creo que no exagero al decir que hemos hecho más en ocho meses de lo que se hizo en los últimos años, y hemos cerrado un capítulo, ese ciclo de diez años, en el que era importante aprender de las lecciones de la crisis y tratar de hacer lo posible por que estemos mejor preparados para el futuro.

El otro ámbito, más allá de lo que hagamos a nivel nacional, es por supuesto lo que suceda con la profundización de la Unión Económica y Monetaria. Y ahí el Gobierno español ha tenido un papel muy protagonista desde el principio para tratar de avanzar en dos ámbitos: completar la unión bancaria y avanzar en la creación de esa pata fiscal, ese presupuesto de la zona euro del que tanto hemos venido hablando en los últimos años.

En lo que respecta a la unión bancaria, la negociación ha sido muy intensa, y lo que se logró en diciembre ha sido importante, porque hemos conseguido poner las bases para que se cierre la pata bancaria con la creación de esta

red de seguridad para el sistema de resolución, para que el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) proporcione ese backstop fiscal al Mecanismo Único de Resolución.

No hay más que decir esta frase con corrección técnica para darse cuenta de que es imposible que un ciudadano lo entienda. Por eso es tan importante que además de las redes de seguridad para los bancos tengamos redes de seguridad para las personas. We need backstops for the people. Que los ciudadanos entiendan que la unión bancaria, que la UE, que la zona euro, crean redes de seguridad y un refuerzo de la estabilidad financiera para las personas. Pero no minimicemos la importancia de avanzar en este ámbito.

Hay muchos que están intentando contraponer la reducción de riesgos con la puesta en común de los riesgos, diciendo que no se puede avanzar en la mutualización de riesgos hasta que éstos se reduzcan. Pero nuestra aproximación es que mutualizar los riesgos también es reducirlos; las dos cosas no pueden ser contrapuestas, tenemos que avanzar en paralelo en los dos ámbitos. La profundización de la unión bancaria supone reducir los riesgos para el conjunto, incluyendo la creación de un sistema de Garantía de Depósitos único europeo, en la zona euro: el famoso EDIS. De momento no es una realidad, yo no creo que vayamos a conseguir crearlo antes de las elecciones, pero sí creo que hay que seguir insistiendo. Por eso

estamos coordinando, junto con Alemania, el trabajo técnico. Para que cuando llegue el Consejo Europeo y la Cumbre del Euro de junio tengamos todo el trabajo técnico preparado, tengamos bien analizadas las opciones para que se puedan tomar decisiones políticas y podamos seguir avanzando en esta última pata que nos queda de la unión bancaria. Y el hecho de que Alemania y España lo coordinen demuestra la importancia que se está dando a este tema. Y que para junio podamos tener terminados ya también todos los mecanismos precautorios para el MEDE, que son muy importantes, y el backstop, la red de seguridad, para la resolución bancaria. La segunda pata, la capacidad fiscal, es un ámbito todavía más complicado desde el punto de vista político, porque los distintos países tienen visiones distintas sobre cómo debemos trabajar. En el caso de España hemos trabajado desde el Ministerio de Economía y el equipo del presidente del Gobierno muy claramente para buscar una propuesta ambiciosa que de verdad cree una capacidad de estabilización adicional al presupuesto nacional. En nuestra opinión, esta capacidad de estabilización tiene que tener en cuenta el seguro de desempleo. En el caso de España, evidentemente el estabilizador automático más importante de nuestro presupuesto nacional es el seguro de desempleo. Nosotros hemos insistido también porque creemos que ésta es la verdadera red de seguridad para los ciudadanos. Tenemos determinados aliados en Europa con los que creo que

podremos trabajar (probablemente más tras las elecciones europeas) para avanzar en este terreno. En todo caso, esta pata fiscal es un tema en el que indudablemente hay distintas visiones, distintas opciones, y nosotros queremos ser lo más ambiciosos posible. Porque somos un país proeuropeo, porque el euro es uno de los activos fundamentales para nuestro país pero tenemos que asegurarnos de que es siempre un elemento de estabilización para el futuro.

Termino ya como empecé. Éstos son temas que me apasionan, en los que he estado trabajando durante muchos años y en los que creo que España puede jugar un papel muy importante. De hecho, lo estamos haciendo. Somos un país grande, influyente. A veces pienso que los inversores internacionales y nuestros socios tienen mejor opinión de nosotros y más confianza en España que nosotros mismos.

A veces, en los debates parlamentarios, me sorprende ver cómo la oposición ve solo elementos negativos y riesgos e incertidumbres, cuando yo lo que veo es un gran país, con muchos activos, con sectores en los que somos líderes mundiales y sobre el que podemos construir un papel importante en Europa y, con la

ayuda de estas reformas estructurales y si todos remamos en la misma dirección, un futuro mejor para nuestros hijos y nuestros nietos.

Contar con un sector financiero estable, eficiente, bien regulado y bien supervisado, y con una Unión Económica y Monetaria fuerte, un euro que contribuya, será una parte importante para disponer de que dispongamos de la estabilidad financiera necesaria para abordar este programa de reformas de futuro, para abordar con decisión la transformación ecológica, para apostar por la formación y el capital humano, aumentar nuestra productividad, aumentar nuestro PIB potencial y que, dentro de cinco o diez años, podamos ver que nuestro país ha florecido y ha realizado todo su potencial. Y que nuestra sociedad puede encarar el futuro con seguridad y con optimismo, que es en lo que estamos todos trabajando.

Muchas gracias por la invitación y por su interés.”

# EL SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL EN EL CONTEXTO EUROPEO: CRISIS, RECUPERACIÓN Y LA REFORMA DEL EURO

Víctor Echevarría y Jonás Fernández

## 1. Introducción

Desde 2013, la economía española y el conjunto de la zona euro ha protagonizado un periodo continuado de crecimiento y creación de empleo. Esta recuperación se ha producido tras una profunda crisis en la que se llegó a temer por la ruptura de la zona euro. Actualmente, si bien los temores de ruptura prácticamente han desaparecido, la preservación de la estabilidad financiera pasa por completar el área monetaria, dotándola de mecanismos que eviten que su integridad pueda cuestionarse en algún momento en el futuro.

La necesidad de implementar una serie de reformas es importante toda vez que la recuperación económica tiene algunos rasgos que invitan a la prudencia. El ritmo de crecimiento en esta recuperación está siendo menor que el observado en salidas de crisis anteriores. No se observa un repunte sustancial de la inflación, a pesar del periodo prolongado de crecimiento económico y creación de empleo y de las bajas tasas de paro de algunos países europeos.

Por otro lado, el riesgo de una menor cooperación a nivel internacional en lo que a política económica se refiere está creciendo. Las señales de aumento de una tendencia proteccionista en varios países pueden suponer un riesgo para las perspectivas de crecimiento global. La ausencia de cooperación podría ser más preocupante si se cumple el escenario de ralentización del crecimiento internacional, ya que en ese contexto será fundamental la toma de decisiones coordinada entre países.

La intensificación de estos riesgos supone que la necesidad de completar la zona euro es más urgente. Las reformas acometidas durante la crisis deben ser complementadas por medidas que permitan completar la unión monetaria. Si bien existe una agenda para acometer las reformas necesarias para completarla, se está comprobando que existen dificultades de calado para poder llegar a acuerdos ambiciosos.

El objetivo de este documento es describir la evolución de la estabilidad financiera en España durante los últimos años, el papel jugado por las instituciones europeas en esta evolución y la necesidad de acometer la reforma de la zona euro para garantizar que la estabilidad perdure. La estabilidad financiera solamente quedará garantizada si las reformas de la zona euro permiten gestionar el ciclo y eliminar el riesgo de ruptura. Si bien los pasos hacia esta reforma están siendo difíciles, se debe perseverar para evitar que se produzcan errores.

El resto del documento se organiza de la siguiente manera. En una primera parte, se analiza la evolución de la economía española y su sistema financiero desde antes de la crisis hasta la irrupción de la misma. En la segunda parte, se valoran las iniciativas recientes para la reforma de la zona euro, el papel que podrían jugar para garantizar la estabilidad financiera y las perspectivas para su aprobación.

# 2. Expansión y crisis de deuda soberana

## 2.1. La economía española

El periodo 2000-2007 en España se caracterizó por un proceso de crecimiento elevado ininterrumpido. Durante este periodo, como indican los datos de Eurostat, mantuvo un diferencial de crecimiento con la unión monetaria de 1,5 puntos porcentuales: mientras la unión monetaria creció de media un 2,2%, España creció un 3,7%. En este contexto la creación de empleo fue particularmente intensa en España, aumentando el número de ocupados cerca de un 25% entre los años 2000 y 2007.

Este periodo de crecimiento elevado estuvo caracterizado por un descenso de los tipos de interés y una progresiva integración de España en la unión monetaria. El tipo de interés sobre la deuda española descendió entre el 2000 y el 2007 hasta situarse cerca del 3%, frente a los niveles cercanos al 7% en los que se situaba en el 2000. Dicha bajada de tipos afectó al conjunto de la deuda española y se produjo un aumento sustancial del endeudamiento del conjunto de la economía española, especialmente del sector privado, con el exterior. El saldo por cuenta corriente, que refleja la necesidad de financiación de la economía frente al resto del mundo, pasó del -2% al -10% en el periodo 2000-2007.

El aumento del endeudamiento se reflejó en un fuerte aumento del crédito al sector privado, pasando el ratio crédito/PIB del 80% al 160% entre 2000 y 2007. El aumento fue particularmente intenso en el caso del crédito destinado a la construcción y actividades inmobiliarias, que aumentaron su relevancia en el conjunto del crédito en este periodo: este crédito pasó de un 14% del crédito total en el 2000 a un 25% en el 2007. Por otro lado, las entidades financieras cubrían cada vez una parte mayor de este activo con títulos de deuda: los depósitos pasaron del 80% al 60% del total del activo en los 7 años.

En un contexto de mayor endeudamiento, la economía española era vulnerable a un endurecimiento de las condiciones financieras, como el que se produjo desde el inicio de la crisis. Los tipos sobre la deuda soberana española aumentaron rápidamente hasta situarse en niveles cercanos al 7% en el 2012.

Ante el deterioro de las condiciones financieras en varios países europeos, hubo temores sobre la eventual ruptura de la zona euro. El fuerte repunte de la prima de riesgo en países como España e Italia, así como los rescates a Irlanda, Grecia, Chipre y Portugal, provocaron los temores de una eventual ruptura de la moneda única.

En este contexto se tomaron una serie de medidas<sup>2</sup> que permitieron revertir esta tendencia y preservar la unión monetaria. Así, a nivel europeo se armonizaron algunos procedimientos presupuestarios de los Estados miembros y se establecieron mecanismos de vigilancia fiscal europea. Además, se creó el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) para la gestión de los rescates a países en dificultades. A pesar de estas iniciativas, a comienzos de 2012 persistían los temores sobre la eventual ruptura de la zona euro.

Finalmente, la actuación del BCE resultó determinante para disipar los temores sobre la ruptura de la zona euro, que se abrió paso después de que el Consejo Europeo de junio de 2012 asentara la irreversibilidad del euro y el impulso a una unión bancaria. Si bien la institución tomó decisiones de calado durante la crisis, no fue hasta 2012 cuando fue determinante. Tras el discurso de “*whatever it takes*” de Mario Draghi en julio<sup>3</sup>, en octubre de ese año el Consejo de Gobierno aprobó la implementación de las OMT (Outright Monetary Purchases). Este programa suponía la introducción de la posibilidad de compras de bonos ilimitadas por parte del BCE, que se activaría en caso de que un país pidiese el rescate. Tras estas medidas se produjo un descenso marcado de los diferenciales en la periferia y se redujeron los temores sobre una eventual ruptura.

## 2.2. El ajuste del sistema financiero español

En estos años se produjo también un cambio notable en el mapa del sistema financiero español. Como indican los datos del Banco de España, la calidad del activo se deterioró sustancialmente en el periodo 2008-2011. Este deterioro era natural, dada la recesión, el alto endeudamiento de partida y la elevada exposición a las actividades inmobiliarias. La ratio de mora pasó de situarse por debajo del 1% en 2006 a acercarse al 15% en plena crisis. Asimismo, se produjo una fuerte contracción del crédito, especialmente el destinado al sector privado.

En este contexto se produjo un intenso proceso de consolidación en el sector, de manera que el número de entidades se redujo entre 2007 y 2016 de 280 a 206. Este proceso de consolidación se observó en el resto de variables del sector: el número de

---

<sup>2</sup> Un buen resumen de estas medidas puede encontrarse en Praet, Peter (2013), “The crisis response in the euro área”, *“The Challenges Ahead” at Pioneer Investments’ Colloquia Series “Redrawing the Map: New Risk, New Reward”*. Beijing, 17 de abril de 2013. Frankfurt am Main: Dirección General de Comunicaciones del Banco Central Europeo. Disponible en: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2013/html/sp130417.en.html> (Consultado el 06 marzo 2019).

<sup>3</sup> Este discurso, en el que el presidente del BCE reafirmó el compromiso de la institución con la integridad del área euro, es considerado un hito que permitió disipar los temores sobre la ruptura del área euro.



oficinas pasó de 45.086 a 28.643<sup>4</sup>. La consecuencia de todo ello es que el número de habitantes por oficina pasó de 993 a 1.600. Si bien este número es todavía inferior al de países como Alemania, Francia o Italia, refleja el intenso proceso de ajuste en el sector.

Tras el proceso de ajuste, se produjo una recapitalización de las entidades y un aumento de los niveles de provisiones. Asimismo, el restablecimiento de la estabilidad en los mercados financieros también facilitó la normalización del sector. A partir de entonces se observó una mejora de las cotizaciones de las entidades financieras, reflejando la mejora de las perspectivas económicas. El descenso de la mora y el aumento de la rentabilidad de las entidades explican la evolución favorable.

A pesar de todo, el entorno presenta algunos retos importantes para las entidades financieras. En primer lugar, el entorno de tipos bajos y curvas de rentabilidad aplanadas suponen un reto para la rentabilidad de las entidades. Según estiman Borio *et al.* (2017)<sup>5</sup>, tanto el nivel de los tipos de interés como la pendiente de la curva de tipos tiene un impacto significativo sobre la cuenta de resultados de las entidades financieras. En la medida que el entorno de tipos bajos parece ser un rasgo característico de esta recuperación, las entidades deberán gestionar su actividad en este nuevo entorno.

En segundo lugar, el crecimiento del crédito sigue siendo limitado en España. Si bien el proceso de desapalancamiento parece haber terminado, el crecimiento del crédito agregado no ha aumentado como debiera en España. Todo ello a pesar de que se observan señales de reactivación en algunos segmentos, como muestra la evolución de las nuevas operaciones de crédito, especialmente en lo que se refiere al crédito al consumo, que engloba operaciones de financiación de la compra de bienes duraderos como automóviles. Asimismo, la llegada de nuevos competidores y la introducción de la tecnología en el sector supone un reto para el negocio bancario tradicional.

Sin embargo, quizás el reto más extraordinario se refiere a la necesidad de garantizar la estabilidad financiera de España mediante la eliminación del riesgo de reversibilidad de la zona euro. Actualmente, la mejora de la situación podría sugerir que este riesgo ha desaparecido. El comportamiento de los activos de la periferia ha sido marcadamente distinto al periodo anterior a 2012. En este periodo, incluso cuando se han dado eventos de riesgo en algunos países de la periferia, como en Grecia en 2015 o, más recientemente, en Italia en 2018, apenas se ha observado un

---

<sup>4</sup> Berges Lobera, A., & Sola, I. (2017). "Entidades de crédito: del inmovilismo al vértigo". En *España 1987-2017. Transformaciones económicas, financieras y sociales*. Madrid: Afi Ediciones Empresa Global, pp. 110-119.

<sup>5</sup> Borio, C., Gambacorta, L., y Hofmann, B. (2017). "The influence of monetary policy on bank profitability", *International Finance*, 20(1), pp. 48-63.

contagio hacia otros países de la zona euro. Ello podría ser una señal de que las mejoras institucionales han limitado el riesgo de ruptura de esta.

Sin embargo, persisten desequilibrios de calado en la zona euro que necesitan unas reformas más ambiciosas. En lo que respecta a las condiciones del sistema financiero, el elevado endeudamiento de la economía española apunta a que se mantienen las vulnerabilidades. Adicionalmente, se siguen observando desequilibrios a nivel macroeconómico, toda vez que el superávit por cuenta corriente alemán sigue siendo mucho más elevado que los saldos por cuenta corriente de la periferia. Consecuentemente, Alemania sigue teniendo una capacidad de financiación muy superior a la de otros países del entorno. De esta manera, siguen existiendo desequilibrios financieros en el área euro. En este contexto, el fortalecimiento del área euro tiene una importancia vital para garantizar la estabilidad financiera.

# 3. La reforma del euro

Ciertamente, el sector financiero español ha venido estabilizándose durante los últimos años, apoyado en primer término por la línea de crédito del MEDE, unido a la expansiva política monetaria que, si bien ha reducido el precio del dinero, ha permitido una mejora sostenible de las tasas de crecimiento, animando la demanda y reduciendo las tasas de mora.

Con todo, el sector financiero europeo continúa adoleciendo de un marco institucional adecuado: concretamente, el marco de la eurozona, que nos expone a riesgos adicionales ante el futuro. Si la decisión del Consejo Europeo de junio de 2012 en la que se acordó el diseño de una “unión bancaria” representó un punto de inflexión en la crisis de la eurozona, las dificultades para completarla nos enfrentan a problemas suplementarios que recogemos a continuación.

## 3.1. Unión bancaria

Desde mediados de 2012 hasta el presente, la unión monetaria se ha dotado de una regulación común, legislando a nivel europeo a través de reglamentos y no directivas, uniformando de esta manera el código normativo del conjunto del sector financiero. A su vez, la supervisión de esas mismas reglas se ha europeizado de la mano de la creación del Mecanismo Europeo de Supervisión, que ha impulsado una uniformización de las prácticas de supervisión. Además, y a la vista de la experiencia de la crisis y de sus efectos sobre el contribuyente, se ha abierto paso la posibilidad de resolución, a medio camino entre el simple concurso de acreedores y la intervención pública que, aunque aún con algunas lagunas conceptuales, pretende ser la principal vía de atención a problemas bancarios. Para ello, se ha creado un Mecanismo Único de Resolución, dirigido a pilotar riesgos y planificar agendas de resolución, y el Fondo Único de Resolución, un instrumento financiero destinado a abordar tales operaciones sin necesidad de solicitar (en principio) un respaldo directo al contribuyente.

Junto a esta agenda institucional, también se ha avanzado, en línea con el código normativo único (“single rulebook”), especialmente en los últimos meses, en nuevos instrumentos para reducir los riesgos de los balances bancarios, introduciendo nuevos elementos de control cuantitativo e incentivando la venta de los créditos fallidos, organizando mercados secundarios para tales activos.

Sin embargo, mientras se avanza en esa agenda de reducción de riesgos, la unión bancaria aún debe completar su marco institucional, un camino que se está volviendo harto difícil ante la resistencia de distintos *stakeholders* en la arena europea.

### 3.1.1. Seguro de depósitos

La crisis financiera y, especialmente, la bancaria, en el ámbito de la zona euro supuso una extraordinaria transferencia de recursos públicos. Tal fue el incremento de la deuda y, en algunos casos, del déficit de las Administraciones Públicas para evitar la caída de entidades bancarias que pudiera contagiar al conjunto del sistema, que los mercados comenzaron a cuestionar la sostenibilidad de las finanzas públicas. Esta incertidumbre elevó los intereses y forzó una política fiscal pro-cíclica nacional, sin instrumento presupuestario alguno a nivel consolidado de la unión monetaria que pudiera activar la demanda.

En este sentido, la crisis nos mostró, al menos, dos lecciones. Primero, que había que romper el nexo entre riesgo bancario y soberano en el nivel nacional y, segundo, que era necesario un instrumento de política fiscal para el conjunto de la zona euro.

En lo que respecta al primer punto, aún los seguros de depósitos nacionales mantienen esa dependencia de los Tesoros nacionales respecto de los riesgos bancarios. La regulación, la supervisión y la resolución se han “europeizado”, pero los seguros de depósitos continúan siendo nacionales, exponiendo a los presupuestos de los Estados a potenciales futuros desembolsos, manteniendo así esa vía de contagio desde los bancos a las cuentas públicas. Además, en la medida que la regulación y supervisión son europeas, parece poco razonable que quien asuma parte de los costes de una potencial crisis sean las autoridades nacionales, que no tienen competencia alguna sobre la monitorización de las entidades.

Para completar la unión bancaria, la Comisión Europea elaboró una propuesta de reglamento<sup>6</sup>, en el mes de noviembre de 2016, para la creación de un seguro común de depósitos. El texto diseñaba una hoja de ruta en tres grandes etapas (reaseguro, coaseguro y seguro mutualizado) que debiera concluir en un seguro genuino con afección a todas las entidades que operan en la unión monetaria. Sin embargo, más de dos años después, ambos colegisladores, Parlamento y Consejo, no han logrado avanzar en la negociación de este dossier. En estos momentos, no es plausible que el Parlamento pueda alcanzar un acuerdo antes de terminar la presente legislatura, y el

---

<sup>6</sup> Comisión Europea (2015) 2015/0270 (COD): *Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo*. Estrasburgo: COM. Disponible en: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:52015PC0586&from=EN> (Consultado el 06/03/2019)

Consejo ha dejado para junio el diseño de una hoja de ruta para avanzar en las negociaciones.

De este modo, a corto plazo, la unión bancaria seguirá sin un seguro de depósitos común, manteniendo una vía abierta de contaminación del riesgo bancario sobre el soberano, a la espera de la oportunidad política adecuada para alcanzar un acuerdo en Parlamento y Consejo que pudiera facilitar la negociación entre ambas instituciones para completar la unión bancaria.

### 3.1.2. Fiscal Backstop (Mede)

El Fondo Único de Resolución, el instrumento financiero para cubrir posibles resoluciones bancarias, contará en 2023 con una dotación del 1 por ciento de los depósitos asegurados en la unión monetaria, una cantidad que se estimó en un inicio en unos 55.000 millones de euros. Este volumen puede variar sensiblemente a la vista de la evolución de los depósitos bancarios pero, en todo caso, su relación con los riesgos que espera cubrir en caso de resolución podría ser insuficiente ante una crisis amplia o un *shock* en un entidad sistémica. De este modo, el montante del fondo podría ser insuficiente en una probabilidad que no sería remota.

Ante esta valoración, ampliamente compartida por los mercados, podría proponerse elevar esa aportación de los bancos al Fondo en virtud de sus depósitos garantizados. Sin embargo, probablemente esta posibilidad reduciría sensiblemente la eficiencia del sector, elevando los costes financieros sin una mejora notable en términos de estabilidad. Si esto fuera así, en cualquier caso, sería necesario un respaldo de última instancia que alguna institución pública pudiera prestar. Ese apoyo permitiría abordar procesos de resolución severos en casos donde los mercados no mostraran apetito alguno por participar de estos proyectos financiando directamente al Fondo.

De este modo, el actual Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) se perfila como el instrumento adecuado para tal misión. El MEDE se creó a finales de 2012, sustituyendo dos instrumentos previos, uno financiado por la Comisión y otro por los Estados miembros, para prestar liquidez de último recurso a los Estados con problemas de acceso a los mercados bajo una condicionalidad expresa. Además, se abría la puerta a que pudiera abordar procesos de recapitalización directa de entidades bancarias, si bien esta opción ha tenido poco recorrido durante estos años.

En todo caso, el MEDE es una institución, de momento intergubernamental, fundada por un tratado entre los Estados del euro, cuyo capital está conformado por aportaciones de los países y con capacidad de financiación en los mercados. En estos momentos, esta institución está sometida a una revisión, entre otras cuestiones,

destinada a su inclusión en el acervo comunitario, pero parece que podría abordarse una reforma algo más profunda. Así, la Comisión Europea ha realizado una propuesta legislativa<sup>7</sup> para incorporar el MEDE al modelo comunitario, así como para ampliar sus funciones.

Por una parte, la Comisión propone que el MEDE se transmute en una especie de Fondo Monetario Europeo que pudiera ofrecer liquidez a Estados en problemas con mayor celeridad y facilidad administrativa, a la vez que se abre la vía para impulsar líneas de crédito preventivas que pudieran disuadir los ataques contra algunos Estados y, a su vez, reducir la condicionalidad exigida. Pero, por otra, la Comisión también propone que el futuro MEDE sea el instrumento financiero de última instancia que diera respaldo al Fondo de Resolución.

En este ámbito, el Consejo tiene plenos poderes para negociar entre sus miembros esa reforma del MEDE, si bien, en todo caso, el Parlamento debe aprobar (o no) el acuerdo adoptado por el Consejo, elevando así su poder a un cierto veto, aunque sin capacidad de negociación. En todo caso, el Parlamento ha aprobado ya un respaldo sólido a la propuesta de la Comisión y las negociaciones en el Consejo avanzan hacia un posible acuerdo en el próximo junio. Aun así, y a la espera de ese seguro de depósitos común, sería razonable que el respaldo del futuro MEDE al Fondo de Resolución se ampliase al Fondo de Depósitos, dando cobertura así el conjunto de la unión bancaria y rompiendo definitivamente cualquier vía de contaminación de los riesgos bancarios sobre los Tesoros nacionales.

### 3.1.3. Activo libre de riesgo

Si la vía de contagio de la crisis financiera en nuestro país fue de los bancos a los Estados, en Grecia el sentido fue el contrario. El elevado volumen de deuda pública de algunos Estados supuso un factor de riesgo sobre la estabilidad del sector financiero y, en la actualidad, puede continuar siendo un elemento de tensión. Aún a pesar de la integración económica en el seno de la unión monetaria, los mercados bancarios siguen mostrando un elevado sesgo nacional que se traduce, entre otras cosas, en una extraordinaria dependencia de los Estados respecto de sus sectores bancarios nacionales a la hora de financiar las emisiones de deuda. En este sentido, este sesgo nacional que aún se observa en la unión bancaria a la hora de financiar a los Estados supone un elemento de inestabilidad latente que debería ser abordado.

---

<sup>7</sup> Comisión Europea (2017) 2017/0333 (APP): *Proposal for a Council regulation on the establishment of the European Monetary Fund*. Bruselas: COM. Disponible en: [https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/economy-finance/com\\_827.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/economy-finance/com_827.pdf) (Consultado el 06/03/2019)

Por otra parte, la crisis financiera iniciada en 2007 y amplificada a partir de 2008 nos recordó que en momentos de estrés no todas las deudas públicas son iguales en el seno de la unión monetaria, aún a pesar de que las primas de riesgo se habían casi eliminado durante la década prodigiosa tras la creación del euro. Ante la ausencia de un respaldo de la deuda pública nacional por parte del Banco Central Europeo, los mercados ordenaron la calidad percibida de la deuda pública, aun cuando toda ella fuese considerada legalmente como activo libre de riesgo. Como en el pasado, los flujos de capital condujeron financiación de los países periféricos hacia Alemania, empeorando así las dificultades de financiación de distintos Estados.

Por ambos motivos (entre otros que se evalúan en el siguiente apartado), la zona euro necesita un activo libre de riesgo común que facilite la diversificación de los activos bancarios para aminorar su dependencia de los Tesoros nacionales pero que, además, dificulte que, en una situación de estrés, algunos Estados se queden sin acceso a financiación por parte de los mercados ante una posible “huida hacia la calidad”. Por ello, la Comisión Europea propuso la pasada primavera, a través de un reglamento<sup>8</sup>, la creación de un activo libre de riesgo común.

La propuesta parte de una reflexión de la Junta Europea de Riesgo Sistémico, con algunas restricciones políticas derivadas de la renuencia de algunos países para mutualizar riesgos fiscales, a la vista de los distintos niveles de deuda pública. De este modo, sin Tesoro común que pueda emitir ese activo respaldado en última instancia por el Banco Central Europeo, ni posibilidad alguna para mutualizar riesgos fiscales, la propuesta se centra en la titulización de las emisiones de deuda pública de los distintos Estados miembros. Esa titulización debería dividirse en distintos tramos, siendo la parte superior el 70 por ciento del conjunto del producto. De algún modo, la Comisión desea crear un nuevo producto donde todas las deudas públicas de los Estados miembros estén presentes en proporción similar a la que cada uno de los Gobiernos tienen en el capital del Banco Central Europeo y, que una vez dividido, el tramo superior pudiera convertirse en el activo libre de riesgo europeo.

En principio, esta propuesta cuenta con poco apoyo en el Consejo, donde todos los Tesoros nacionales con distintas sensibilidades ven este nuevo producto con poca cercanía. Para unos, esta titulización no tiene mucho sentido sin mutualización alguna. Para otros, podría suponer un primer paso hacia la creación de unos auténticos eurobonos, que rechazan directamente. Por su parte, en el Parlamento, las diferencias no son menores, pero quizá pueda alcanzarse algún tipo de acuerdo

---

<sup>8</sup>Comisión Europea (2018) 2018/0171 (COD), *Proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council on sovereign bond-backed securities*. Bruselas: COM. Disponible en: [https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/initiative/1547/publication/237105/attachment/090166e5baea1754\\_en](https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/initiative/1547/publication/237105/attachment/090166e5baea1754_en) (Consultado el 06/03/2019)

durante esta legislatura. En todo caso, parece improbable que ambas instituciones puedan alcanzar un acuerdo en los próximos meses, sin debate alguno en el Consejo.

Por lo tanto, la zona euro necesita de un activo libre de riesgo común que en teoría exigiría algún tipo de mutualización fiscal. La Comisión ha preferido sortear esa situación, si bien su propuesta legislativa se encuentra alejada de los objetivos de casi todos los Tesoros.

### 3.1.4. Pilar fiscal, política estabilizadora

El Banco Central Europeo ha enfrentado la dura crisis financiera casi en solitario. La política fiscal de reducción del déficit público nacional, después de un breve periodo de expansión que generó incertidumbre sobre la sostenibilidad de los tipos de cambio en algunos países, dejó a la política monetaria como herramienta exclusiva para conducir la política de gestión del ciclo. De algún modo, las restricciones para el impulso de una política fiscal acorde a la situación cíclica de la zona euro por parte de los Estados miembros ha llevado a la consideración de que solo desde un instrumento de estabilización centralizado la eurozona podrá gestionar futuras crisis con mejores perspectivas.

Ciertamente, el diseño de una herramienta fiscal común para impulsar una política fiscal consolidada, por encima de la suma de las políticas presupuestarias de los Estados miembros, podría suponer la emisión de algún tipo de título de deuda común y, con ello, al diseño de un Tesoro, que bien podría partir del actual MEDE. Sin embargo, nada de esto ha estado en la agenda de la Comisión Europea, en la medida que resultaría demasiado ambicioso para el apetito de los distintos Estados miembros.

Por ello, la Comisión Europea ha presentado dos reglamentos, uno de ellos para disponer de un instrumento de estabilización macroeconómica como un seguro de inversiones en la eurozona<sup>9</sup>, y un segundo para la constitución de un pequeño presupuesto para ayudar en la co-financiación de reformas estructurales<sup>10</sup>, si bien sin una perspectiva de estabilización.

---

<sup>9</sup>Comisión Europea (2018) 2018/0212 (COD), *Proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council on the establishment of a European Investment Stabilisation Function*. Bruselas: COM. Disponible en: [https://ec.europa.eu/commission/sites/beta-political/files/budget-may2018-investment-stabilisation-function-regulation\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/commission/sites/beta-political/files/budget-may2018-investment-stabilisation-function-regulation_en.pdf) (Consultado el 06/03/2019)

<sup>10</sup>Comisión Europea (2018) 2018/0213 (COD), *Proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council on the establishment of the Reform Support Programme*. Bruselas: COM. Disponible en: [https://ec.europa.eu/commission/sites/beta-political/files/budget-may2018-reform-support-programme-regulation\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/commission/sites/beta-political/files/budget-may2018-reform-support-programme-regulation_en.pdf) (Consultado el 06/03/2019)



Respecto a la primera propuesta, las posiciones en el Consejo están lo suficientemente alejadas como para no prever un acuerdo en el corto plazo, mientras que en el Parlamento se están tratando de ampliar los posibles focos de financiación a los seguros de desempleo, permitiendo una amplificación de la función de estabilización desde la inversión al consumo. Por otra parte, la propuesta de la Comisión para colaborar en la financiación de reformas estructurales está bien orientada para mejorar los niveles de competitividad de la economía de la Unión, pero no tiene una incidencia directa sobre las carencias de la unión bancaria.

Adicionalmente, los debates sobre la necesidad de contar con un instrumento presupuestario para el conjunto han ido más allá de las propuestas de la Comisión Europea. Así, Francia y Alemania han elaborado una propuesta conjunta<sup>11</sup> para diseñar una herramienta de tales características, si bien sin introducir un perfil estabilizador. Su papel apuesta por el diseño de un presupuesto para impulsar la competitividad y convergencia que dentro de la unión monetaria presenta características especiales, pero sin dotarlo de unas características anti-cíclicas. En este sentido, su papel presenta una primera aproximación razonablemente positiva que, en un futuro, podría, quizás, impulsar esas políticas de gestión de ciclo, aunque sin incorporarlas directamente a su propuesta.

De este modo, resulta evidente que la zona euro en su conjunto carece de una gestión conjunta de la demanda que permita complementar la política monetaria, y que pudiera emitir algún tipo de activo que colabore en la estabilización del sector financiero en futuras crisis, aunque el debate político aún se encuentra insuficientemente maduro.

---

<sup>11</sup>(2019) *Eurozone Budgetary Instrument – possible ways forward after the December 2018 Summit*. Disponible en: <https://www.euractiv.com/wp-content/uploads/sites/2/2019/02/French-German-Contribution-on-a-Eurozone-Budgetary-Instrument-2.pdf> (Consultado el 06/03/2019)

## 4. Algunas conclusiones

El sector financiero español ha logrado grandes avances en los últimos años, si bien en el ámbito regulatorio aún no dispone de un marco institucional adecuado. En este sentido, el reto es importante toda vez que existen elementos de riesgo en el panorama económico y financiero internacional.

En particular, los últimos trimestres se ha observado una desaceleración del crecimiento en Europa. Esta coyuntura muestra las dificultades para que, en este ciclo económico, se produzca verdaderamente una normalización de los tipos de interés. Por tanto, se deberá garantizar la estabilidad financiera en un entorno que parece ser estructuralmente distinto al observado antes de la crisis financiera.

En segundo lugar, la perspectiva de menor cooperación en política económica a nivel mundial supone un reto para la estabilidad financiera europea. En particular, las señales de un mayor proteccionismo suponen un riesgo para el escenario de crecimiento global. Si bien el alcance de las medidas concretas anunciadas para España es limitado, el riesgo de que se filtren a la confianza de los agentes y a las condiciones financieras sugiere que las medidas pueden acabar teniendo un impacto sobre el crecimiento de mayor magnitud del que se desprende de la aplicación de las medidas.

Finalmente, los mayores riesgos en el horizonte, así como la perspectiva de que los bancos centrales vayan retirando, a nivel global, las medidas extraordinarias acometidas durante la crisis pueden provocar episodios de inestabilidad en los mercados financieros. Este cambio se produce después de un periodo largo de baja volatilidad y de un entorno de bajos tipos, que podrían haber fomentado que los agentes aumenten el riesgo de su cartera de activos financieros. Se debe vigilar que los aumentos de la volatilidad no se produzcan de manera desordenada.

Dado este contexto de riesgos al alza, la necesidad de completar la unión monetaria es urgente. La creación de la unión bancaria supuso un paso necesario para evitar el colapso de la zona euro durante la crisis, si bien aún quedan pendientes el diseño de un seguro de desempleo común, un *backstop* del conjunto de la unión, la construcción de un pilar presupuestario y la emisión de un activo libre de riesgo común. Las propuestas legislativas para todo ello ya están encima de la mesa del Parlamento Europeo y del Consejo de la Unión, si bien ha resultado complicado conseguir avances sustanciales sobre todo ello.

En los próximos años, ambos legisladores tendrán que dar pasos relevantes para lograr una unión bancaria sostenible que dote al conjunto de la unión monetaria de los instrumentos necesarios para lograr sectores financieros sostenibles que permitan responder ante futuras crisis con las herramientas oportunas.

## Víctor Echevarría

Victor Echevarría es economista senior en BBVA Research desde 2018. Previamente fue analista senior de macroeconomía y mercados financieros en Analistas Financieros Internacionales. Antes de unirse a Afi en 2015, trabajó como analista macroeconómico y de mercado en BNP Paribas en Londres. Anteriormente, fue analista senior de riesgo de país en BBVA, economista del Banco de España y asesor de la Oficina de Economía del Presidente de España. Comenzó su carrera en el FMI. Es licenciado en Ciencias Económicas por la Universidad Carlos III de Madrid y doctor en Economía por la Universidad Complutense de Madrid con una tesis titulada "The interaction of sovereign and banking risk in the euro area".

## Jonás Fernández

Jonás Fernández Álvarez (Oviedo, 1979) es diputado al Parlamento Europeo en el Grupo de la Alianza Progresista de Socialistas y Demócratas. Pertenece al Comité de Asuntos Económicos y Monetarios y al Sub-Comité de Seguridad y Defensa. Además, es miembro de las delegaciones del Parlamento con Rusia, la OTAN y América Latina.

Jonás Fernández Álvarez es Executive MBA por el IESE Business School (2010-12), máster en Economía y Finanzas por el CEMFI-Banco de España (2002-04) y licenciado en Economía por la Universidad de Oviedo (1997-2001). Ha complementado su formación con un programa de Econometría Avanzada en la London School of Economics and Political Science (2006) y el Senior Executives in National and International Security en Harvard University (2016).



Ninguna parte ni la totalidad de este documento puede ser reproducida, grabada o transmitida en forma alguna ni por cualquier procedimiento, ya sea electrónico, mecánico, reprográfico, magnético o cualquier otro, sin autorización previa y por escrito de la Fundación Alternativas.

© Fundación Alternativas

© Víctor Echevarría y Jonás Fernández

ISBN: 978-84-949660-9-5

Edición: Jorge San Vicente

Maquetación: Paula Carretero

Impreso en papel ecológico