

**16.09.2019**

**Veinte años de la UEM: de la divergencia a la resiliencia**

Discurso de apertura. Tercera Conferencia Anual de Investigación del Banco de España

Pablo Hernández de Cos  
Gobernador

---



Señoras y señores:

Quisiera comenzar dándoles la bienvenida a la Tercera Conferencia Anual de Investigación del Banco de España. Hace tres años empezamos a organizar esta conferencia con el propósito de reunir a destacados expertos del mundo académico y autoridades para debatir la investigación de frontera sobre cuestiones relevantes. El tema de este año es «Veinte años de la UEM: situación actual y camino a seguir» que, en mi opinión, ocupa un lugar muy importante en el actual debate sobre políticas. Me gustaría darles las gracias por su presencia hoy aquí, ya que resulta difícil imaginar un grupo más eminente de investigadores para analizar este tema.

Este año se cumplen 20 años de la creación del euro. Hemos alcanzado este hito en un contexto de deterioro macroeconómico global, al tiempo que seguimos afrontando el legado de la crisis en forma de tasas de paro elevadas y de niveles persistentes de endeudamiento. Parte del empeoramiento de las condiciones económicas está relacionado con las tensiones comerciales, en un entorno en el que el sistema financiero y comercial multilateral vigente desde el final de la Segunda Guerra Mundial se está poniendo en tela de juicio. Al mismo tiempo, debemos hacer frente a tendencias globales, como la digitalización y el cambio climático, que plantean importantes retos de diversa naturaleza para la economía europea.

Con todo, soy optimista sobre nuestro futuro común. La Unión Económica y Monetaria (UEM) sigue siendo el proyecto de integración económica más importante del mundo de los últimos tiempos, y transcurridos 20 años desde su creación no cabe duda de que el público considera que el euro ha sido un éxito. Las últimas encuestas del Eurobarómetro muestran que el apoyo a la moneda única entre los ciudadanos del área del euro se sitúa en niveles sin precedentes.

Europa ha demostrado su capacidad de innovación y de decisión, aunque, en ocasiones, las medidas necesarias solo se han tomado bajo la presión de circunstancias extremas, como las vividas durante la última crisis de deuda soberana. No obstante, durante el último decenio se han realizado algunos progresos audaces para completar la UEM, de los que me gustaría destacar dos.

En primer lugar, ya se han establecido y están operativos los dos pilares principales de la Unión Bancaria: el Mecanismo Único de Supervisión y el Mecanismo Único de Resolución. El segundo avance ha sido la creación del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE), que jugó un papel significativo en la resolución de la crisis, y se espera que la reforma en curso de esta institución refuerce su capacidad no solo para luchar contra las crisis, sino también para prevenirlas. También está previsto que actúe como mecanismo de respaldo común del Fondo Único de Resolución (FUR), con lo que se cubrirá una laguna fundamental en la arquitectura institucional del área del euro.

Pese a estos y a otros logros significativos, es justo reconocer que el marco sigue careciendo de algunos componentes esenciales, en concreto, en lo que respecta a su capacidad para afrontar una crisis severa. Permítanme destacar algunos de los elementos institucionales que, en mi opinión, son más necesarios.

En primer lugar, la prioridad más importante es completar la unión bancaria. En concreto, debemos superar el bloqueo actual en relación con el tercer pilar principal de la Unión Bancaria, el **Sistema Europeo de Garantía de Depósitos (SEGD)**. Un compromiso para establecer este mecanismo tendría un impacto considerable en la confianza de los ciudadanos y contribuiría a una mayor compartición de riesgos en el área del euro, siempre que se diseñe como un verdadero SEGD mutualizado.

También convendría alinear la responsabilidad financiera con los mecanismos paneuropeos de toma de decisiones ya existentes en las áreas de supervisión y resolución bancarias. El desajuste actual hace que la gobernanza de la UEM sea más vulnerable a la fragilidad institucional y política. Asimismo, sigue siendo fundamental eliminar determinadas barreras y prácticas regulatorias que están dificultando la creación de un mercado bancario genuinamente europeo.

La segunda prioridad está relacionada con la necesidad de que la UEM cuente con unos mercados de capitales adecuadamente desarrollados e integrados, para lo que es necesario seguir profundizando en la **Unión de los Mercados de Capitales**. Ello es esencial con vistas a aumentar la capacidad del área del euro para amortiguar perturbaciones macrofinancieras. En concreto, el desarrollo de un sector financiero verdaderamente transfronterizo permitiría a los agentes económicos mitigar perturbaciones internas asimétricas a través de un canal crediticio reforzado.

Además, una Unión de los Mercados de Capitales más fuerte mejoraría la canalización del abundante ahorro agregado —que actualmente supera la inversión del área en un 3% del PIB— para atender las necesidades de inversión en las áreas de infraestructuras, energía e innovación.

En tercer lugar, también es urgente mejorar el funcionamiento del actual marco de política fiscal para establecer una orientación general acorde con las limitaciones nacionales y con las necesidades del área del euro en su conjunto. Por un lado, el mecanismo actual de coordinación de las políticas fiscales, el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, no ha resistido muy bien el paso del tiempo. Es evidente que nuestras **reglas fiscales** son difíciles de aplicar en el momento oportuno, en gran parte debido a su complejidad, y tampoco han logrado evitar la aplicación de políticas fiscales procíclicas en el ámbito nacional. Por otro, y lo que es aún más importante, los diez últimos años nos han demostrado que la falta de una capacidad fiscal centralizada que contribuya a dar una **orientación adecuada a la política macroeconómica del área del euro** constituye una seria limitación para el funcionamiento de nuestra área monetaria común.

Estoy firmemente convencido de que una capacidad fiscal central a escala del área del euro podría contribuir, en particular, no solo a hacer frente a perturbaciones asimétricas de países concretos, sino también a la estabilización macroeconómica. De este modo, la política monetaria no se vería sobrecargada, como podría estar sucediendo en la coyuntura económica actual.

Por último, me gustaría defender la necesidad de estudiar la introducción de un **activo seguro común** para el área del euro. A mi modo de ver, un activo común bien diseñado contribuiría notablemente a abordar algunas de las principales causas de las debilidades institucionales del área. En concreto, permitiría aumentar la efectividad de la política monetaria, mejorar la integración financiera y completar la Unión Bancaria y la de los

Mercados de Capitales, rompiendo el círculo vicioso entre riesgo bancario y riesgo soberano y facilitando la diversificación. Permítanme extenderme en estas cuestiones.

Para que los mercados y los intermediarios financieros funcionen con normalidad es preciso disponer de un amplio espectro de activos suficientemente líquidos y con un riesgo de contraparte limitado, incluidos los denominados «activos seguros». Ello es aún más necesario en tiempos difíciles, ya que, cuando aumenta la incertidumbre, los inversores tienden a recurrir a activos que consideran que tienen menos riesgo. Como han definido Holmstrom y Tirole<sup>1</sup>, un activo seguro es un instrumento que permite la transferencia de riqueza de un momento a otro del tiempo sin que se incurra en pérdidas nominales. Si me permiten emplear una metáfora, la oferta de un conjunto de activos suficientemente amplio es la infraestructura de una red eléctrica, y esta infraestructura debe ser suficientemente amplia como para asegurar el correcto funcionamiento de la red, en particular para hacer frente a episodios de alta demanda. En caso contrario, es muy posible que el sistema sufra interrupciones e incluso apagones.

Existe un amplio consenso sobre la **insuficiencia secular de activos seguros** a escala global. Dicho en pocas palabras, una vez descontados los activos de las carteras mantenidas con fines de política monetaria, no quedan disponibles muchos valores con una calificación crediticia elevada. Este fenómeno se ha agudizado desde el inicio de la crisis de deuda soberana europea, dado que las calificaciones de algunas emisiones soberanas denominadas en euros se han rebajado, en parte como consecuencia de la persistencia de una UEM incompleta.

El valor total de los activos seguros europeos, definidos como deuda pública con alta calificación crediticia (AA o superior) o productos emitidos por el sector privado con calificación AAA, se cifra en unos 3 billones de dólares, la mitad que en 2009, cuando alcanzó un máximo<sup>2</sup>. En comparación, la deuda segura en manos del sector privado en Estados Unidos asciende a un total de más de 14 billones de dólares. Por lo tanto, la escasez de activos seguros es especialmente grave en el caso de los que están denominados en euros, lo que limita las opciones de diversificación de los inversores en la moneda única del área del euro, en particular las de los gestores de reservas internacionales que tienen el mandato de invertir en valores seguros.

Esto último tiene dos consecuencias importantes para el área del euro. En primer lugar, impide que el **papel internacional del euro** cobre mayor importancia, ya que los inversores deben tener en cuenta múltiples riesgos soberanos y marcos de insolvencia. En segundo lugar, la demanda de activos seguros se concentra íntegramente en un grupo de emisores soberanos. En consecuencia, nos enfrentamos a una **«divergencia desorbitante»** en el área del euro, ya que solo determinada deuda pública ofrece un rendimiento ventajoso derivado de su condición de activo seguro<sup>3</sup>. Un activo seguro común serviría de referencia única para todos los países del área, lo que permitiría a las entidades de crédito y a las empresas diversificar sus carteras sin provocar fugas de capitales en caso de producirse una crisis, y también mitigar la «divergencia desorbitante».

---

<sup>1</sup> B. Holmstrom y J. Tirole, «Private and Public Supply of Liquidity», *Journal of Political Economy*, vol. 106, n.º 1 (febrero de 1998), pp. 1-40 (40 páginas).

<sup>2</sup> R. Aggarwal, J. Bai y L. Laeven (2016), *The Role of the Government Bond Lending Market in Collateral Transformation*.

<sup>3</sup> De acuerdo con la estimación del BCE, 110 puntos básicos, frente 160 puntos básicos en Estados Unidos; véase: BCE (2019), *The International role of the euro*.

**La introducción de un activo seguro también ayudaría a debilitar un vínculo no deseado entre riesgo bancario nacional y riesgo soberano nacional.** Me refiero a las elevadas tenencias de deuda soberana nacional por parte de los bancos comerciales nacionales y a la falta de incentivos para que actúen de forma diferente en el marco jurídico vigente. La resolución de este problema ciertamente incrementaría la probabilidad de alcanzar un acuerdo general sobre el SEGD, y viceversa. Con el fin de crear los incentivos adecuados para que los bancos comerciales se alejen de la deuda soberana nacional, se han formulado algunas propuestas que respaldan la introducción de ponderaciones de riesgo o de recargos por concentración a la deuda soberana nacional en manos de los bancos. En mi opinión, esta es una cuestión con muchas facetas y requiere un análisis en profundidad. La literatura ha demostrado que, si tales medidas se aplican de manera aislada, podrían tener efectos secundarios significativos. En particular, si bien la diversificación en términos estrictos reduce la exposición al riesgo soberano nacional, podría incrementar el riesgo agregado, ya que aumenta el solapamiento y la interconexión de las carteras de los bancos<sup>4,5</sup>. Además, las ponderaciones de riesgo podrían causar efectos distributivos indeseados al proporcionar una ventaja regulatoria a los bonos de emisores soberanos concretos<sup>6</sup>.

Una de las mejores maneras de aumentar el grado de diversificación de las tenencias de deuda soberana de los bancos —sin depender de una regulación compleja con posibles efectos indeseados— es crear un activo seguro paneuropeo.

No obstante, como argumentaré ahora, la relevancia de un activo seguro denominado en euros para reforzar nuestra unión monetaria no solo está relacionada con la ruptura del círculo vicioso entre riesgo soberano y riesgo bancario, y con una mayor diversificación y fortalecimiento del papel internacional del euro, sino que también es de vital importancia para el proyecto de la Unión de los Mercados de Capitales.

La normativa de la UE ha hecho una importante labor de armonización de los productos de inversión y de ahorro en toda la Unión Europea. Con todo, completar la Unión de los Mercados de Capitales difícilmente será posible sin un activo de referencia común para los inversores y las empresas a escala del área del euro. En el marco actual, incluso las multinacionales con un alto grado de diversificación tienen un vínculo con el riesgo soberano de los países en los que operan. Por ejemplo, los seguros de riesgo de crédito (CDS, por sus siglas en inglés) de las multinacionales no financieras españolas más importantes (empresas que reciben ingresos de todo el mundo) presentan una correlación de más del 90% con los CDS del Estado español. Como ya se ha dicho, el activo de referencia para cualquier empresa no es paneuropeo (o el *Bund* alemán), sino nacional, por lo que un único activo libre de riesgo probablemente se convertiría en una referencia común que permitiría que los precios de las acciones y los bonos del área del euro reflejen con más claridad el riesgo fundamental. Es evidente que un activo seguro europeo facilitaría el desarrollo y la integración de los mercados financieros y de capitales en el área del euro, ya que **los desplazamientos de fondos hacia activos de mayor calidad ya no implicarían desplazamientos hacia países seguros.**

---

<sup>4</sup> B. Craig, M. Giuzio y S. Paterlini (2019), *The Effect of Possible EU Diversification Requirements on the Risk of Banks' Sovereign Bond Portfolios*.

<sup>5</sup> Daron Acemoglu, Asuman Ozdaglar y Alireza Tahbaz-Salehi (2015), «Systemic Risk and Stability in Financial Networks», *American Economic Review*, 105 (2): pp. 564-608.

<sup>6</sup> Alogoskoufis y Langfield (2018), «Regulating the doom loop», *ESBR Working Paper*, n.º 74.

La existencia de un activo común basado en el euro sería especialmente importante en épocas de tensión, dado que **podría reducir la posibilidad de que la transmisión de la política monetaria se vea dificultada en un contexto de fragmentación de los mercados de renta fija**. La efectividad de la política monetaria debería ser independiente de la existencia de riesgo-país en el área del euro. Del mismo modo, una oferta suficiente de activos seguros también facilitaría la transmisión de las medidas no convencionales de política monetaria, ya que ampliaría la cantidad de activos disponibles en caso de que se pusiera en marcha un programa de compra de activos a gran escala. Ello permitiría a la política monetaria aumentar el balance del BCE sin restringir la liquidez en los mercados soberanos nacionales.

En líneas más generales, la literatura ha demostrado que la escasez de activos seguros genera un entorno de menor crecimiento económico si la política monetaria se ve restringida por el límite inferior efectivo de los tipos de interés. Esto se debe a que dicha escasez ejerce presiones a la baja sobre el tipo de interés natural. Si los bancos centrales ven limitada su capacidad para reducir los tipos nominales, se produce un desequilibrio en los mercados de activos, lo que da lugar a una «**trampa de la seguridad**» (*safety trap*). En este caso, los hogares que tienen que afrontar presiones deflacionistas y unos tipos reales (relativamente) elevados tienen un incentivo para ahorrar y posponer el consumo, y las empresas que deben hacer frente a una demanda limitada y a primas de riesgo elevadas, para aplazar la inversión. El resultado es una recesión o un período de crecimiento lento que, a su vez, reduce la riqueza de los ahorradores y su demanda de activos seguros<sup>7</sup>.

¿Existen vías alternativas para no caer en esta trampa? Siguiendo con mi metáfora anterior, debemos actualizar nuestra red eléctrica. Lo primero que me viene a la mente son **dos formas de ampliar el conjunto de activos seguros denominados en euros**. Por un lado, los países del área del euro cuya deuda soberana no se considera suficientemente segura deberían centrarse en reducir su riesgo soberano idiosincrásico, en particular mediante la aplicación de planes presupuestarios a medio plazo creíbles con el fin de subirse al tren de la seguridad. Por otro, un aumento de la cantidad de instrumentos seguros existentes en la actualidad podría mitigar el riesgo de caer en la trampa de la seguridad.

Con todo, es posible que esta estrategia no baste para asegurar que se dispone de una cantidad suficientemente estable y amplia de activos seguros. En primer lugar, su éxito depende de la capacidad de los países menos seguros para convertirse en seguros. La crisis de deuda soberana ha mostrado que partir de un nivel bajo de deuda y de un superávit presupuestario, como ocurrió en España en 2007, no es suficiente. En segundo lugar, los países con margen fiscal podrían tener que afrontar restricciones al volumen de deuda que pueden emitir. En consecuencia, no es posible garantizar que, en caso de producirse otra perturbación negativa, la percepción de riesgos no variará ni que la fragmentación no aumentará. Además, esta estrategia no bastará para separar la financiación de la economía de la situación del Estado. Por este motivo necesitamos un activo seguro para toda el área del euro.

---

<sup>7</sup> Caballero, Farhi y Gourinchas (2017), «The safe asset shortage conundrum», *Journal of Economic Perspectives*, 31(3).

He expuesto varias razones por las que conviene disponer de un activo seguro basado en el euro. En la literatura se han sugerido varias propuestas<sup>8</sup>. La mayoría, como la relativa a los bonos de titulización de activos respaldados por deuda soberana (SBBS, por sus siglas en inglés)<sup>9</sup>, que ha sido objeto de un análisis exhaustivo por parte de la Junta Europea de Riesgo Sistémico, conlleva la creación de un bono sintético respaldado por deuda soberana nacional. Esta propuesta pone de relieve que, mediante la diversificación, será posible ofrecer un tramo *senior* con menos riesgo que el de la deuda alemana. Una alternativa son los eurobonos (*e-bonds*)<sup>10</sup>, que serían bonos con un único tramo emitidos por el MEDE o por cualquier otro organismo del área del euro con capacidad de emisión de estos instrumentos, respaldada por préstamos a todos los soberanos del área del euro. Creo que necesitamos reflexionar más sobre los elementos de estas propuestas y sobre sus limitaciones e incentivos.

**Permítanme señalar tres condiciones que debe cumplir cualquiera de las propuestas para mejorar el marco actual.**

Primero, deberían tener el potencial de generar una cantidad suficiente de activos seguros a nivel europeo. No pueden consistir simplemente en cambiar una forma de protección por otra, dado que ello no solucionaría la escasez de activos seguros.

Segundo, deberían preservar la liquidez en los mercados nacionales de deuda soberana, lo que permitiría que el mercado determine correctamente el precio de los riesgos idiosincrásicos y contribuiría a que los Tesoros Públicos cubran sus necesidades de financiación.

Tercero, y relacionado con la condición anterior, deberían mantener los incentivos para aplicar políticas fiscales sólidas. En definitiva, unas finanzas públicas saneadas son indispensables para poder disponer de un activo realmente seguro.

Por último, el abultado superávit por cuenta corriente y la sólida posición presupuestaria de la Unión Europea en general, en comparación con los de otras economías avanzadas, pueden considerarse un llamamiento a aumentar la inversión. Hay varias áreas prioritarias en las que es necesario actuar, por lo que deberíamos preparar a nuestras economías y a nuestros ciudadanos para los desafíos relacionados con el cambio climático, el envejecimiento de la población y la digitalización. Más importante aún, la UE va a la zaga de Estados Unidos en términos de crecimiento de la productividad. Estos retos se han generalizado y son comunes a todas nuestras economías, y por tanto, una fuente común y segura de financiación sería el instrumento más adecuado para afrontarlos. También podría aportar cierta estabilización a la economía, ya que la inversión proporciona una red de seguridad en épocas de tensiones económicas.

En síntesis, **un organismo europeo de inversión**, ya sea una institución nueva o integrada en una ya existente en el área del euro, con capacidad para emitir bonos, podría contribuir a establecer una orientación óptima de las políticas fiscales, al tiempo que proporcionaría más activos seguros a la economía, facilitando así la transmisión de la política monetaria,

---

<sup>8</sup> Leandro y Zettelmeyer (2018), «The search for a Euro Area safe asset», *Peterson Institute for International Economics Working Paper*, 18-3.

<sup>9</sup> Brunnermeier *et al.* (2017), *ESBies: Safety in the tranches*, y JERS (2018).

<sup>10</sup> Zettelmeyer y Leandro (2019), «Beyond ESBies: safety without tranching», *Risk sharing plus market discipline. A new paradigm for Euro Area reform*.



potenciando el papel internacional del euro y completando la Unión Bancaria y la Unión de los Mercados de Capitales.

Hace veinte años, el euro se consideró, en palabras de Christian Noyer, un catalizador de la integración. Esta opinión sigue siendo tan válida hoy como entonces. Para alcanzar la estabilidad de precios, la moneda única genera la necesidad de formular políticas económicas sólidas. No obstante, ahora es evidente que la integración monetaria no conduce de inmediato a la integración financiera. Se trata de un proceso en marcha, y el marco de gobernanza que garantice el éxito del proyecto europeo aún se está desarrollando. Debemos esforzarnos por completar la Unión de los Mercados de Capitales y la Unión Bancaria, lo que también exigirá avanzar hacia la Unión Fiscal. El núcleo de todas estas iniciativas lo constituye un activo seguro europeo, pero a menudo lo más difícil es, precisamente, llegar al núcleo.

Estoy seguro de que durante estos dos días se presentarán trabajos de investigación avanzada y se intercambiarán opiniones constructivas de utilidad sobre este tema y sobre otras áreas importantes de la arquitectura del área del euro.

Muchas gracias por su atención.