

Tras años de escasos avances en el proceso de reforma del marco institucional sobre el que descansa la moneda única, la recuperación económica y el panorama político actual abren una ventana de oportunidad para avanzar en el diseño de una Unión Económica y Monetaria (UEM) más completa y con mayor capacidad para absorber perturbaciones adversas. La Comisión Europea ha tomado la iniciativa en este proceso y, sobre la base del «Informe de los Cinco Presidentes» de 2015, ha planteado propuestas concretas para su posible aprobación a lo largo de este año y principios de 2019¹, antes de que se cierre el actual ciclo parlamentario, en tanto que otros elementos deberían ser definidos entre 2020 y 2025 (véase cuadro adjunto)². Al mismo tiempo, desde el ámbito político y académico se han sugerido también algunas alternativas³. En este recuadro se presentan los principales elementos de debate.

Unión Bancaria y Financiera

Las debilidades de los sistemas bancarios y la potencia de los procesos de fragmentación financiera que se pusieron de manifiesto durante la pasada crisis, junto con la evidencia de que en uniones monetarias más completas son los canales privados que discurren a través de los mercados financieros los que permiten diversificar una mayor proporción de riesgos⁴, llevó a que la agenda de reforma de la gobernanza del área pusiera inicialmente el énfasis en la necesidad de completar la unión bancaria y financiera. Por ello, se ha avanzado notablemente en el ámbito bancario, mediante la creación del Mecanismo Único de Supervisión y el Mecanismo Único de Resolución. Pero quedan todavía por establecer algunos elementos que resultan esenciales para evitar que en crisis futuras se desencadenen procesos de desconfianza como los vividos en el pasado. Entre ellos destaca la necesidad de crear un respaldo común (o prestamista de última instancia) para el Fondo Único de Resolución, por si los recursos de este no resultaran suficientes para afrontar posibles crisis bancarias. Para

ello, existe un cierto consenso político en torno a la propuesta de diciembre de 2017 de la CE, que plantea que sea el Mecanismo de Estabilidad Europeo (MEDE) el que asuma estas funciones, si bien están en discusión todavía posibles modalidades y aspectos técnicos de relevancia.

El consenso es menor, en cambio, respecto al diseño de un Sistema Europeo de Garantía de Depósitos (EDIS, por sus siglas en inglés), que la CE sugiere aprobar a lo largo de 2018. Las discrepancias más importantes se centran en el grado en el que se compartirían riesgos al final del proceso de instauración, ya que, frente a la propuesta inicial de la CE (2015)⁵, que planteaba una mutualización de riesgos plena, otras alternativas menos ambiciosas sugieren un modelo de reaseguramiento de los esquemas nacionales, que coexistirían con un EDIS y absorberían las primeras pérdidas en caso necesario. Otro elemento esencial de la discusión es la financiación, ya que, si bien existe acuerdo en que esta se lleve a cabo mediante contribuciones de los bancos ponderadas por el riesgo de la propia entidad, también se ha sugerido que exista una diferenciación basada en consideraciones nacionales para tener en cuenta la calidad del marco regulatorio o la probabilidad de que los problemas de un banco acaben contagiándose a otros [CEPR (2018)]. Por último, desde algunos ámbitos se condiciona la creación del EDIS a una reducción previa de la exposición de los bancos europeos a la deuda soberana.

Por lo que respecta a la Unión del Mercado de Capitales, existen diversas iniciativas que la CE tiene previsto poner en marcha antes de 2019 y que, en principio, no parecen suscitar grandes controversias. Con ellas se pretende alcanzar un mayor desarrollo e integración de los mercados de capitales europeos con objetivos varios: diversificar las fuentes de financiación (incluido mediante el fomento de los fondos de capital-riesgo), fortalecer la inversión en infraestructuras, perfeccionar la supervisión de los mercados de bonos corporativos, y mejorar el acceso a la financiación de las pequeñas y medianas empresas.

Por último, las conclusiones alcanzadas por un Grupo de Trabajo de Alto Nivel de la Junta Europea de Riesgo Sistémico⁶ permiten destacar las ventajas asociadas a la creación de valores respaldados por una cartera diversificada de deuda soberana de los países del área del euro (*Sovereign Bond Backed Securities* o SBBS). A diferencia de los eurobonos, estos valores no conllevan responsabilidad conjunta de los Gobiernos, pero sí permitirían diversificar la cartera de deuda de los bancos y aliviar de esta manera el vínculo entre estos y su soberano. No obstante, el propio informe revela también las dificultades que plantea su creación en el marco regulatorio actual. La CE realizará una propuesta para la creación de SBBS en primavera de 2018, posponiendo para más adelante el

1 Se espera que el Consejo Europeo de finales de junio de 2018 alcance compromisos concretos en este sentido.

2 Véanse el documento «Reflexión sobre la profundización de la Unión Económica y Monetaria de la CE, 2017», la Comunicación de la CE sobre «Completing the Banking Union (2017)» y el paquete de diciembre de 2017, que contiene una propuesta legislativa para transformar el MEDE en el Fondo Monetario Europeo o FME, una comunicación sobre nuevos instrumentos presupuestarios para la estabilidad de la zona del euro en el marco de la Unión Europea, una comunicación sobre las posibles funciones de un ministro de Economía y Finanzas, y una propuesta legislativa para incorporar el denominado *Fiscal Compact* en el marco jurídico europeo (https://ec.europa.eu/info/publications/economy-finance/completing-europes-economic-and-monetary-union-policy-package_en).

3 Véanse, por ejemplo, el denominado *German non-paper for paving the way towards a Stability Union* (2017), que resume la postura del anterior Gobierno alemán, y, en el ámbito académico, CEPR (2018), «Reconciling risk sharing with market discipline: A constructive approach to euro area reform», *Policy Insight*, 91, <http://bruegel.org/2018/01/reconciling-risk-sharing-with-market-discipline-a-constructive-approach-to-euro-area-reform/>.

4 Sobre la potencia de los mecanismos de diversificación de riesgos (*risk-sharing*) en la UEM y en Estados Unidos, véase el capítulo 4 del *Informe Anual, 2016*, del Banco de España.

5 CE (2015), *Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council in order to establish a European Deposit Insurance Scheme*, COM 2015/0586. <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A52015PC0586>.

6 Informe «High-level Task force on Safe Assets», 2018, Junta Europea de Riesgo Sistémico.

debate acerca de la posibilidad de introducir deuda pública europea con responsabilidad solidaria.

Unión Económica y Fiscal

En el ámbito de la Unión Económica y Fiscal, se plantea de nuevo la necesidad de buscar un equilibrio entre la reducción de riesgos y la creación de mecanismos de mutualización de aquellos. En el primer caso, la CE plantea duplicar entre 2018 y 2020 el instrumento de apoyo a las reformas estructurales ya existente para los Estados miembros de la UE, dotándolo de mayor potencia a partir de 2020, cuando se acuerde el nuevo marco presupuestario de la UE.

También se pretende reforzar y simplificar el marco fiscal europeo, para favorecer el cumplimiento de las reglas y generar márgenes de maniobra suficientes que permitan el despliegue de políticas fiscales contracíclicas frente a perturbaciones adversas. En este

caso, la CE hizo una propuesta en diciembre para integrar en la legislación europea los elementos principales del *Fiscal Compact*⁷ y mejorar la orientación a medio plazo de la política fiscal mediante el establecimiento de un compromiso sobre la senda de gasto. No obstante, se ha dejado para más adelante la simplificación del complejo entramado de reglas de difícil implementación práctica que conforma el actual marco fiscal europeo.

Con todo, las dificultades que comporta coordinar actuaciones comunes de política fiscal en crisis severas, cuando los estabilizadores nacionales resultan insuficientes y la política monetaria se

⁷ Este acuerdo se introdujo en 2013 para responder a la necesidad de reforzar con reglas nacionales el marco fiscal europeo y fortalecer las sinergias entre las reglas y las instituciones independientes nacionales. Entre sus principales elementos destaca la obligación de incorporar a la legislación nacional el compromiso de presupuesto equilibrado.

Iniciativas de la CE para completar la UEM	Posible calendario
Unión financiera	
Unión bancaria	
Respaldo financiero al Fondo Único de Resolución (FUR) a través del MEDE/EMF	
Sistema Europeo de Garantía de Depósitos (EDIS)	Aprobación en 2018
Reducción de riesgos	
Tratamiento regulatorio de exposición soberana de la banca	Entendimiento mutuo a mediados de 2018, para entrar en vigor en 2020-2025
Unión de mercado de capitales y activos seguros	
Iniciativas diversas (autoridades supervisoras europeas, regulación de infraestructuras de mercados...)	Finalización de la legislación pendiente antes de mediados de 2019
<i>European Sovereign Bond-backed Securities —no common liability—</i>	Propuesta de la CE en primavera de 2018
<i>Activo seguro —common liability—</i>	Entendimiento mutuo a mediados de 2018, para entrar en vigor en 2020-2025
Unión económica y fiscal	
Instrumento de apoyo a las reformas estructurales	Propuesta de la CE en mayo de 2018 para aprobarla antes de mediados de 2019.
Facilidad específica de convergencia para países no euro	Todo ello como parte del nuevo marco financiero plurianual 2020-2025
Función estabilización común para la inversión en caso de choques asimétricos	
Reforzar el Programa de Apoyo a las Reformas Estructurales hasta 2020 (asistencia técnica, reformas y convergencia de países no euro)	Aprobación en 2018
Cambio en fondos estructurales y de inversión europeos para que los países usen fondos de reserva hasta 2020	
Simplificación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento	Entendimiento mutuo a mediados de 2018, para entrar en vigor en 2020-2025
Unión política	
Incorporar el <i>Fiscal Compact</i> al derecho de la Unión (incluidos criterios de flexibilidad)	Aprobación antes de mediados de 2019
Fondo Monetario Europeo (FME) como sucesor del MEDE	
Ministro de Economía y Finanzas	Discusión a escala política
Tesoro Europeo	Entendimiento mutuo a mediados de 2018, para entrar en vigor en 2020-2025

FUENTES: Comisión Europea y Banco de España.

encuentra restringida por la existencia de una cota efectiva al recorrido a la baja de los tipos de interés, hacen que pudiera resultar conveniente introducir mecanismos fiscales de carácter supranacional que contribuyeran a aumentar la efectividad de las políticas económicas para absorber perturbaciones. La literatura reciente plantea en este sentido diversas alternativas para avanzar hacia dicha capacidad fiscal europea. Las más ambiciosas sugieren la creación de un presupuesto europeo con funciones de estabilización macroeconómica y de financiación de gastos comunes — en defensa y seguridad— y capacidad recaudatoria y de emisión de deuda⁸. Otras plantean el establecimiento de una nueva línea de crédito del MEDE que pueda hacer préstamos a bajo coste a los países que se enfrenten a circunstancias cíclicas particularmente adversas.

Por su parte, la propuesta de diciembre de la CE plantea la creación de una función de estabilización o de protección de la inversión pública frente a perturbaciones asimétricas. Aunque el instrumento no está plenamente definido, se trataría de evitar mediante préstamos y subvenciones con cargo al presupuesto de la UE que la inversión pública sea la primera víctima de los períodos de desaceleración económica. Aunque resulta una iniciativa positiva, no

se deben perder de vista las potenciales ventajas de instrumentos alternativos, como los fondos de aseguramiento cíclico o un esquema de seguro de desempleo, que, si bien suscitan mayor controversia, permiten alcanzar una mayor capacidad de estabilización cíclica con un volumen limitado de recursos⁹.

Por último, en el ámbito institucional existe cierto consenso para la transformación del MEDE en un Fondo Monetario Europeo que asuma mayores responsabilidades de supervisión de las políticas económicas de los países que necesiten asistencia financiera y actúe de prestamista de última instancia del Fondo Único de Resolución. Aunque algunas propuestas sugieren que el futuro MEDE debería asumir las funciones de supervisión y coordinación de las políticas económicas que el Tratado asigna a la Comisión Europea, para reforzar su capacidad de prevención de futuras crisis, parece que el camino más adecuado que se ha de seguir sería el de cooperación entre ambas instituciones. Pero quizá el aspecto más controvertido sea si la asistencia financiera de esta institución debe estar condicionada o no a una reestructuración automática de la deuda, tal y como sugiere la propuesta alemana y recoge, de manera más matizada, la contenida en CEPR (2018). En este sentido, el propio MEDE se ha mostrado contrario a los mecanismos automáticos por la complejidad de discernir en tiempo real si el país se enfrenta a problemas de liquidez o de sostenibilidad de la deuda y el impacto que puede tener la posibilidad de reestructuración sobre los costes de financiación.

8 Véase, por ejemplo, el artículo de varios economistas europeos, académicos y antiguos responsables de instituciones europeas «Blueprint for a democratic renewal of the Eurozone», publicado en *Político* el 28 de febrero de 2018. <https://www.politico.eu/article/opinion-blueprint-for-a-democratic-renewal-of-the-eurozone/>.

9 Véase el capítulo 4 del *Informe Anual, 2016*, del Banco de España.