

1 Introducción

La crisis global que comenzó a materializarse a partir del verano de 2007 y que terminó evolucionando hacia una crisis de deuda soberana y de balanza de pagos en buena parte del área del euro ha mostrado las limitaciones de la configuración institucional y de la gobernanza de la UEM acordadas en el momento de su creación. El pasado año, este proyecto común europeo se vio sometido a un grado de tensión sin precedentes y las autoridades europeas respondieron diseñando la hoja de ruta de un proceso de renovación en profundidad del entramado institucional que lo sustenta y de su gobernanza.

En el diseño original de la UEM se esperaba que el uso de las políticas económicas nacionales con fines estabilizadores y la capacidad disciplinadora de los mercados financieros garantizaran la continuidad del proceso de convergencia

En el momento de la constitución de la UEM, las economías de sus Estados miembros no reunían los requisitos para constituir lo que en la literatura se conoce como un área monetaria óptima, pero se confiaba en que el propio funcionamiento de la unión terminaría generando los estímulos para avanzar en esa dirección. La gobernanza económica de la UEM se asentó sobre el principio de subsidiariedad, de acuerdo con el cual la responsabilidad última para prevenir y, en su caso, corregir cualquier desequilibrio económico nacional recaía en las autoridades del país afectado. Así, la política fiscal y, con carácter general, las políticas de oferta continuaron estando en manos de cada Estado miembro, con unos mecanismos de coordinación o monitorización al nivel del área bastante limitados. El diseño suponía que el impulso que había permitido a las economías de los Estados fundadores satisfacer los requerimientos de entrada tendría continuidad y permitiría la aproximación a una convergencia más profunda y satisfactoria. El manejo adecuado de las políticas económicas no monetarias de cada Estado miembro debía reemplazar al tipo de interés y al tipo de cambio como herramienta principal de estabilización macroeconómica.

Este marco original, que descartaba la posibilidad de que un Estado miembro fuera rescatado por el conjunto del área, según la cláusula de *no bail-out* incluida en el Tratado, se sustentaba también sobre la confianza en que un funcionamiento eficiente de los mercados financieros sería capaz de calibrar adecuadamente los riesgos de inestabilidad de cada economía nacional. La interacción entre el diseño institucional y la acción de los mercados recompensaría las políticas más firmemente orientadas a garantizar la estabilidad y el crecimiento, y penalizaría los comportamientos incompatibles con la pertenencia a una unión monetaria, facilitando la corrección temprana de los desequilibrios que pudieran emerger.

Sin embargo, ni las políticas económicas nacionales ni los mercados financieros ejercieron el papel estabilizador que se esperaba

La creación de la unión monetaria alimentó expectativas de un mayor crecimiento potencial en el conjunto del área y, singularmente, en aquellas economías que partían de niveles de renta per cápita más bajos, a la vez que la desaparición del riesgo cambiario y la creciente integración financiera facilitaron los flujos de capital que habrían de financiar el avance en esa dirección. Sin embargo, los desequilibrios en las balanzas por cuenta corriente y las divergencias en las posiciones inversoras internacionales entre los países miembros se fueron acumulando, hasta alcanzar cotas muy elevadas.

El alcance y las posibles consecuencias de esta dinámica no fueron correctamente diagnosticados. Algunos Gobiernos nacionales, lejos de perseverar en los esfuerzos estabilizadores que les habían permitido formar parte de la UEM desde su comienzo, no llevaron a cabo las políticas fiscales y de reformas estructurales que habrían sido necesarias para atajar los riesgos desestabilizadores asociados a unas condiciones de financiación muy laxas, que propiciaban un exceso de dependencia de la financiación exterior; a una asignación de

los recursos que no siempre primó sus usos más eficientes; y a unas expectativas de crecimiento que difícilmente podrían cumplirse sin tales políticas.

Todo esto ocurrió en un contexto global de infravaloración de los riesgos e innovaciones financieras complejas y relativamente opacas, en el que los inversores internacionales tampoco desempeñaron el papel modulador que se esperaba y, en definitiva, permitieron que los fondos fluyeran generosamente y sin suficiente discriminación en función del riesgo de los distintos proyectos de inversión. La falta de mecanismos de regulación y supervisión financiera macroprudencial dificultó, adicionalmente, la detección temprana de estos excesos.

El estallido de la crisis puso al descubierto las carencias de ese entramado institucional

La crisis del mercado hipotecario *subprime* en Estados Unidos a partir del verano de 2007 y, sobre todo, la quiebra de *Lehman Brothers* en septiembre de 2008 desencadenaron un proceso de profunda reevaluación de los riesgos financieros. La recesión global que acompañó a la crisis financiera afectó de manera importante, aunque desigual, a las economías del área y debilitó la calidad de los activos de sus bancos. Los programas públicos de apoyo al sistema financiero, incluyendo nacionalizaciones como la del *Anglo Irish Bank* irlandés a comienzos de 2009, evidenciaron pronto que las tensiones en los sistemas bancarios tendrían considerables repercusiones sobre las finanzas públicas de los países afectados, que vendrían así a sumarse a las derivadas de la propia respuesta a la crisis de las políticas fiscales (tanto a través de los estabilizadores fiscales automáticos como mediante las medidas discrecionales de gasto que, en las primeras fases de la crisis, aumentaron los déficits públicos)¹.

Se generó, de este modo, una creciente asimetría entre las economías de la UEM. El sobreendeudamiento privado, las vulnerabilidades de los sistemas bancarios, los problemas de sostenibilidad de las cuentas públicas, la excesiva dependencia del ahorro exterior, las pérdidas de competitividad y unas pobres perspectivas de crecimiento afectaron en mayor o menor medida a varios de los Estados miembros y tendieron, además, a retroalimentarse entre sí y a contagiarse desde unas economías del área a otras, generando espirales desestabilizadoras². Las empresas, las familias, las Administraciones Públicas y los intermediarios financieros de los países con exceso de ahorro pudieron seguir financiándose en condiciones relativamente ventajosas, incluso mejores que durante la etapa expansiva, mientras que los radicados en países con elevados déficits exteriores tuvieron que soportar una reducción notable de la oferta de recursos financieros y aumentos elevados de sus costes de financiación (véase gráfico 2.1)³. El área del euro se vio sometida a una fragmentación incompatible con la integración propia de una unión monetaria, lo que inevitablemente habría de suscitar problemas de credibilidad para el proyecto europeo en su conjunto.

La crisis ha requerido acciones específicas para lidiar con las tensiones más extremas, pero demanda, sobre todo, una revisión profunda del marco institucional y de la gobernanza del área

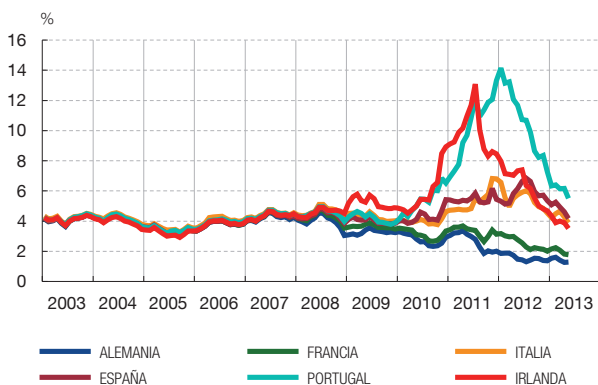
La UEM carecía de los resortes para enfrentarse a una situación como la descrita. El diseño acordado en Maastricht no contemplaba mecanismos para poner en práctica una respuesta coordinada conjunta de las autoridades nacionales a los desequilibrios y no incluía tampoco instrumentos comunes de gestión de crisis para paliar sus consecuencias. En el corto plazo, mientras unos y otros se han ido articulando, el BCE ha proporcionado un apoyo que ha resultado crucial para asegurar la irreversibilidad del euro y que ha proporcionado a las autoridades encargadas de su desarrollo el tiempo necesario para diseñar y aplicar los cambios que la situación requiere.

¹ Para una descripción de los acontecimientos que han marcado la crisis en la zona del euro, véase P. Lane (2012), «The European Sovereign Debt Crisis», *Journal of Economic Perspectives*, vol. 25, n.º 3, pp. 49-68.

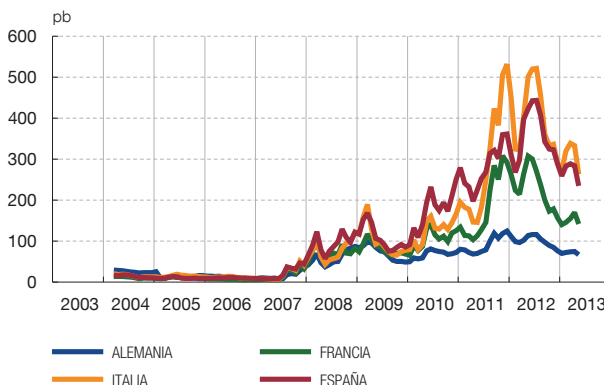
² Véase J. C. Shambaugh (2012), «The Euro's Three Crises», *Brookings Papers on Economic Activity*, primavera.

³ Véase M. Bruche y J. Suárez (2009), *The Macroeconomics of Money Market Freezes*, CEPR Discussion Paper n.º 7304.

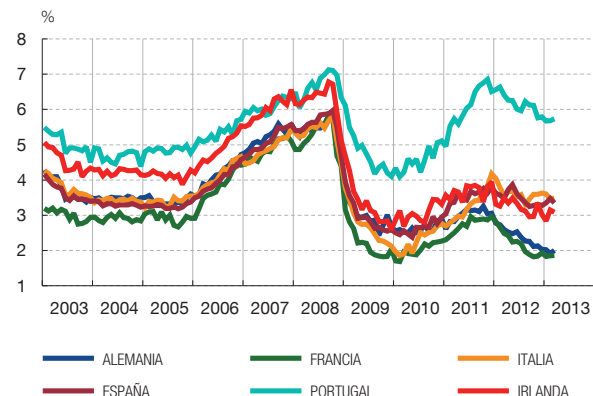
FINANCIACIÓN DEL TESORO
TIPOS DE INTERÉS A DIEZ AÑOS



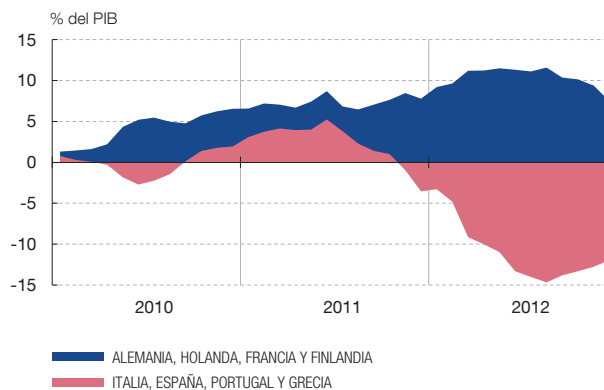
PRIMAS DE LOS CDS A CINCO AÑOS DE LOS BANCOS



TIPO DE INTERÉS DEL CRÉDITO A SOCIEDADES NO FINANCIERAS



FLUJOS FINANCIEROS CON EL EXTERIOR (a)
(Acumulado desde diciembre de 2009 hasta diciembre de 2012)



FUENTES: Banco Central Europeo y Datastream.

a Los movimientos de capital reflejan el saldo de las inversiones en cartera y otras inversiones de la Balanza de Pagos, excluido el Banco Central. Un dato positivo (negativo) representa entradas (salidas) de capital.

La crisis ha evidenciado la apremiante necesidad de avanzar de manera decidida hacia una UEM que sea más completa que la diseñada a finales de los pasados noventa, y que esté dotada de nuevos y mejores instrumentos para la estabilización económica y la prevención y resolución de crisis. Para afrontar las fisuras que han emergido, el nuevo diseño institucional debe reconsiderar las herramientas de control y coordinación fiscal entre los países miembros e incorporar mecanismos de supervisión común del sistema financiero y una gestión más compartida de sus principales riesgos. Junto a ello, serán necesarios nuevos instrumentos que favorezcan la convergencia entre los países miembros, prevengan desajustes competitivos y mutualicen convenientemente las consecuencias de las perturbaciones que puedan ocurrir en el futuro. Todas estas reformas harán imprescindibles avances en la transparencia y la legitimidad democrática que garanticen la credibilidad del nuevo marco institucional y el cumplimiento de los acuerdos alcanzados.

Ya se han dado algunos pasos significativos en esa dirección, pero los retos pendientes son todavía importantes. En este capítulo se revisan con detalle las razones por las que la crisis global ha tenido un impacto tan diferenciado y singular en el área del euro; se

comentan los principales avances realizados en el rediseño del euro y se repasan los grandes retos pendientes para que el área pueda restablecer la senda exitosa de convergencia que caracterizó sus primeros años de existencia⁴.

2 El impacto de la crisis sobre la UEM

Durante los primeros ocho años de funcionamiento de la UEM, se registró un avance en el proceso de convergencia entre la renta per cápita de los países miembros y un incremento de los flujos económicos y financieros dentro del área. A pesar de ello, la convergencia alcanzada era todavía incompleta y las economías de los países miembros seguían presentando una situación bastante desigual en términos de competitividad, niveles de endeudamiento y tasas de paro. Esta heterogeneidad se vio ampliada como resultado de la crisis⁵ y terminó siendo un determinante fundamental de las graves tensiones que surgieron y de la necesidad de rediseñar el marco institucional y la gobernanza de la UEM.

2.1 EL ORIGEN Y EL IMPACTO DESIGUAL DE LA CRISIS EN LOS PAÍSES DE LA UEM

La crisis se ha manifestado en una serie de tensiones financieras, desajustes competitivos, limitaciones al crecimiento y problemas con la deuda soberana que han afectado con especial virulencia a los países más dependientes de la financiación exterior o que presentaban deficiencias estructurales más significativas, como Grecia, Irlanda, Portugal, España e Italia. Este impacto asimétrico se puede explicar en función de tres factores fundamentales estrechamente relacionados entre sí: los desequilibrios acumulados durante la expansión, las políticas económicas desarrolladas tanto antes como en respuesta a la crisis, y la desigual transmisión de las perturbaciones a través de los diversos mercados nacionales.

Los países de la UEM afrontaron la crisis financiera desde posiciones muy diferentes...

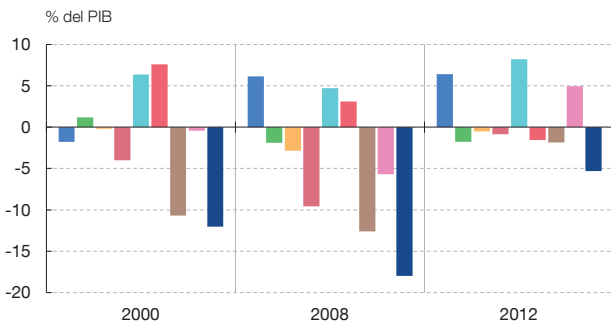
Tras la creación de la UEM, algunos de los países miembros disfrutaron de una fuerte reducción del coste de la financiación y aumentaron su endeudamiento exterior hasta cotas sin precedentes. Los fondos provenían fundamentalmente de otros países miembros con superávits de la balanza por cuenta corriente y tasas moderadas de crecimiento económico. Y, como corresponde a sistemas financieros fuertemente bancarizados como los de la UEM, estos flujos fueron intermediados por entidades de crédito que, a su vez, se beneficiaron también de unas condiciones de financiación laxas en los mercados internacionales mayoristas, propiciadas por bajos tipos de interés, una infravaloración generalizada del riesgo de crédito y grandes facilidades para la titulización de los préstamos realizados (véase gráfico 2.2).

Los flujos de capital desde los países con exceso de ahorro hacia los de nivel de renta más bajo y con escasez de recursos favorecen, en principio, la convergencia económica dentro de la UEM, pero para que ello sea así es preciso que los fondos se canalicen hacia aquellas actividades con mayor potencial para incrementar la capacidad productiva de la economía. En el área del euro, sin embargo, una parte importante de la inversión financiera se destinó a actividades inmobiliarias y terminó alimentando aumentos insostenibles de los precios de dichos activos. Paralelamente, en los países receptores se reasignaron recursos desde el sector de bienes comercializables al de los no comercializables, propiciando la acumulación de elevados déficits en la balanza por cuenta corriente (véase gráfico 2.2). La consiguiente dependencia de la financiación exterior puso a estas economías en una posición que resultó especialmente vulnerable a los cambios en las condiciones financieras.

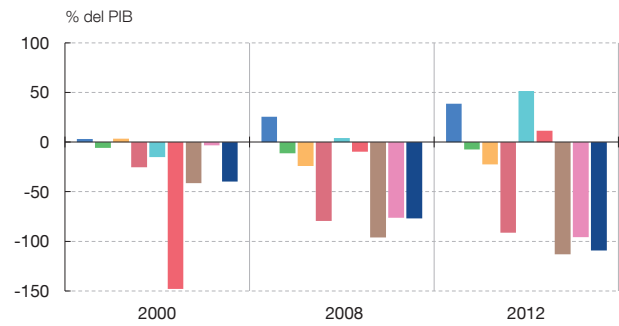
⁴ La evolución coyuntural de los desequilibrios macroeconómicos en 2012 y la actuación de la política monetaria en ese año se analizan con detalle en el capítulo 4 de este Informe.

⁵ Véase Á. Estrada, J. Galí y D. López-Salido (2013), *Patterns of Convergence and Divergence in the Euro Area*, documento de trabajo presentado en IMF Thirteenth, J. Polak, Annual Research Conference, noviembre de 2012.

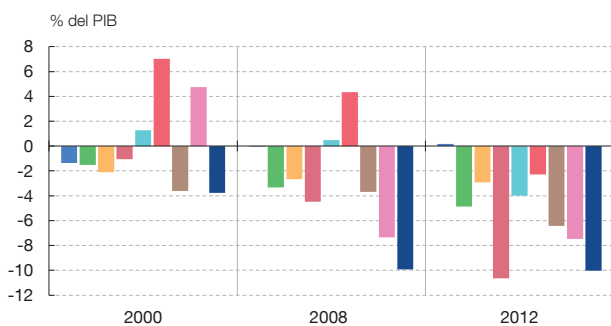
BALANZA POR CUENTA CORRIENTE



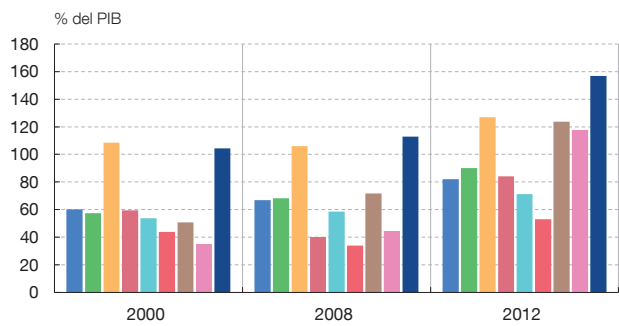
POSICIÓN FINANCIERA INTERNACIONAL



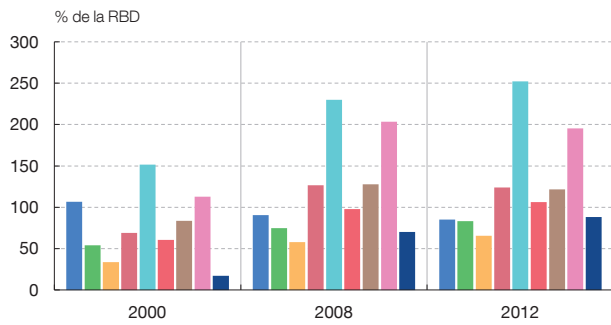
SALDO PRESUPUESTARIO



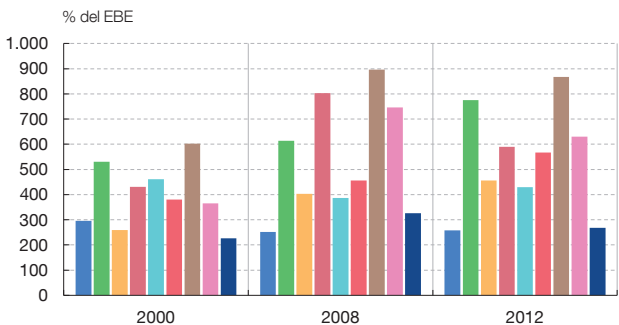
DEUDA PÚBLICA



ENDEUDAMIENTO DE LOS HOGARES



ENDEUDAMIENTO DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS



DE FR IT ES NL FI PT IE GR

FUENTES: Comisión Europea y Banco Central Europeo.

... en parte, porque las políticas económicas nacionales no contribuyeron a preservar la convergencia dentro de la UEM...

Tras la etapa de convergencia nominal para cumplir los criterios de acceso a la UEM, las diferencias en las tasas de inflación entre los países miembros no siguieron reduciéndose. Con un tipo de interés nominal común, los países con mayores tasas de crecimiento de los precios experimentaron tipos de interés reales más bajos, que impulsaron el consumo, la inversión y la demanda de crédito. La ausencia de reformas estructurales en estas economías limitó la capacidad de respuesta de la oferta ante ese impulso de la demanda, retroalimentando así los diferenciales de inflación entre países. Tampoco se hizo un uso adecuado de la política fiscal para modular la fuerte expansión de la demanda. Las condiciones laxas de financiación quitaron presión a los Gobiernos en sus políticas de gasto y los mecanismos horizontales de control de las cuentas públicas contemplados en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento resultaron inoperantes.

A pesar de la apreciación del tipo de cambio real en los países con mayores tasas de inflación, los efectos sobre el consumo y la inversión derivados de la reducción de tipos de interés reales y de la inflación inmobiliaria resultaron ser muy expansivos, por lo que se generaron abultados déficits exteriores que fueron generosamente financiados por las relajadas condiciones entonces existentes.

... en parte, porque los mercados financieros tampoco impusieron la disciplina que se esperaba

Los mercados financieros, dada su conocida tendencia a la sobre-reacción, también contribuyeron a alimentar y a ampliar los desequilibrios. En los primeros años de la UEM, infravaloraron —como en el resto del mundo— los riesgos de impago. En el caso particular de la deuda soberana de los Estados miembros, y a pesar de la cláusula de no-rescate, no discriminaron entre los distintos emisores, de manera que las primas de riesgo asociadas a estos títulos prácticamente desaparecieron. Durante la crisis, esa misma tendencia a la sobre-reacción ha actuado en sentido contrario, ampliando las primas de riesgo más allá de lo explicable por los fundamentos de las economías afectadas, poniendo en serias dificultades el propio funcionamiento de la UEM⁶.

Los avances desiguales en la introducción de reformas estructurales también contribuyeron a ampliar las divergencias

Los desajustes de competitividad entre los países de la eurozona se ampliaron por las diferencias en la evolución de los salarios y de la productividad. Estas diferencias estuvieron, en parte, estrechamente relacionadas con la diversidad en la configuración institucional de los mercados de trabajo y de productos, y en el tiempo y en la forma con los que dichos países pusieron en práctica las reformas estructurales necesarias para flexibilizar sus estructuras económicas. Al inicio de la UEM las reformas laborales que moderaron el crecimiento salarial y las reformas del mercado de productos que impulsaron la productividad se introdujeron, en mayor medida, en los países en los que las presiones de demanda eran menores, y en particular en Alemania, donde la reducción de CLU y el crecimiento de las exportaciones fueron muy elevados (véase gráfico 2.3). Por el contrario, en otros países miembros el impulso reformador exigido por los requisitos de convergencia para entrar en la UEM se debilitó y solo se ha recuperado, en parte, tras las presiones exteriores derivadas del desarrollo y de la gestión de la crisis de deuda soberana (véase recuadro 2.1).

Como resultado, las estructuras productivas de los países miembros evolucionaron de manera dispar...

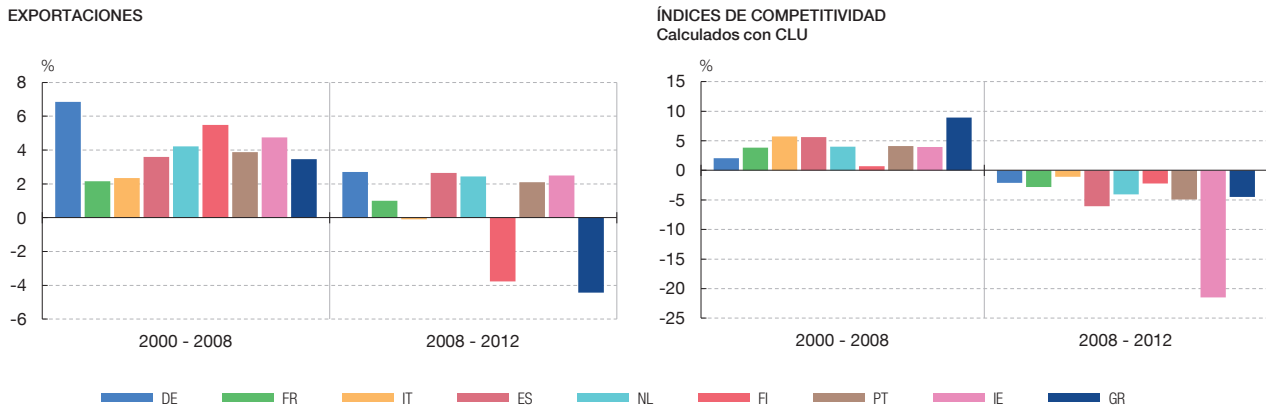
Como resultado, las estructuras productivas de los países miembros divergieron durante la expansión y solo el fuerte ajuste que ha impuesto la crisis sobre algunos sectores, como el inmobiliario, está corrigiendo recientemente, aunque de manera parcial, esa tendencia. Esta disparidad explica, al menos parcialmente, por qué la crisis ha tenido naturalezas diferentes en cada caso y también por qué la dispersión de las tasas de crecimiento del PIB entre los países de la UEM ha resultado mucho más marcada en las dos recesiones recientes (I TR 2008 - II TR 2009 y la que comenzó en III TR 2011) y en la ligera recuperación que tuvo lugar entre ambas (III TR 2009 - II TR 2011) que en las recesiones y expansiones registradas en períodos anteriores⁷.

... como también fue dispar la evolución del endeudamiento privado y público...

Los niveles de endeudamiento dentro de la UEM son también muy diferentes entre países. La deuda de los hogares, que en el conjunto del área suponía en 2007 un 95 % de su renta bruta disponible, se incrementó hasta el 100 % a finales del pasado ejercicio. Al principio de la crisis, dichos ratios eran del 126 % en Portugal, el 130 % en España, el 205 % en Irlanda y el 222 % en Holanda. Y desde entonces se han mantenido relativamente constantes en

6 Véase E. Alberola, L. Molina y Pedro del Río (2012), *Boom-bust cycles, imbalances, and discipline in Europe*, Documentos de Trabajo, n.º 1220, Banco de España.

7 A ello se sumó, también, el desigual impacto sobre las balanzas por cuenta corriente y de capital del crecimiento de los países emergentes, de la integración de los países de Europa Central y del Este, y de la apreciación nominal del euro. Véase R. Chen, G. M. Milesi-Ferreti y Th. Tresselt (2013), «External imbalances in the eurozone», *Economic Policy* (enero), pp. 101-142.



FUENTES: Comisión Europea y Banco Central Europeo.

Portugal (122 % en 2012), España (123 %) e Irlanda (205 %), y ha aumentado en Holanda (249 %). Los datos microeconómicos disponibles, procedentes de la recientemente publicada Encuesta sobre Situación Financiera y Consumo en los países del área del euro, muestran asimismo una elevada heterogeneidad entre países (véase gráfico 2.4).

El incremento del endeudamiento de las sociedades no financieras se produjo también con intensidad dispar: si en 2007 en la media de la UEM la deuda empresarial equivalía a 4,4 veces su excedente bruto de explotación, en algunos de los países ahora sometidos a mayor tensión financiera esa tasa era notablemente mayor (7,7 en Portugal, 4,9 en Irlanda y 8 en España). Actualmente, en la media de la UEM la deuda empresarial equivale a 5,1 veces su excedente bruto de explotación (8,6 en Portugal, 6,8 en Irlanda y 6 en España).

Y, por lo que respecta a la tasa de endeudamiento del sector público, los incrementos durante la crisis, resultado tanto de los déficits primarios acumulados como del mayor coste de financiación de la deuda y del menor crecimiento del PIB, han sido especialmente acusados en los países del sur de Europa, con la excepción de Italia, que ya partía de una tasa de endeudamiento superior al 100 %, y de Irlanda, donde el mayor impacto ha procedido del saneamiento del sector bancario (véase gráfico 2.5).

... y, especialmente, el comportamiento de los mercados de trabajo

La suficiente flexibilidad de precios y de salarios y una elevada movilidad de los factores de producción son dos de las características propias de un área monetaria óptima. Durante la expansión que siguió a la creación de la UEM se introdujeron escasas reformas laborales que mejoraran la configuración institucional del mercado de trabajo de aquellos países que habían mostrado históricamente una mayor rigidez de precios y salarios y una menor movilidad del trabajo (véase recuadro 2.1). En consecuencia, la crisis ha tenido un impacto sobre el desempleo muy desigual, con un incremento entre 2007 y 2012 de 3,8 pp en el conjunto de la UEM, que, sin embargo, asciende a 16,8 pp en España, a 16 pp en Grecia o a 10,2 pp en Irlanda.

Estas variaciones son el resultado de comportamientos muy distintos de los mercados de trabajo, que se manifiestan más claramente cuando se observan (véase gráfico 2.6) los flujos de creación de empleo (flujos laborales desde la inactividad y el desempleo hacia el empleo), de destrucción de empleo (flujos laborales desde el empleo hacia el desempleo y la inactividad) y de salidas del mercado de trabajo (flujos desde el empleo y el desempleo hacia la inactividad).

2.2 LAS LIMITACIONES DE LA UEM

La crisis ha revelado cuatro áreas fundamentales en las que el diseño institucional y la gobernanza iniciales de la UEM han resultado insuficientemente sólidos: i) la identificación

Uno de los requisitos para el buen funcionamiento de una unión monetaria es que la fijación de precios y salarios en los países miembros disponga de un grado de flexibilidad suficiente que permita acomodar perturbaciones asimétricas sin que estas se traduzcan en una reducción elevada y duradera de la actividad económica. Durante el proceso de transición hacia la UEM, muchos de los países que aspiraban a formar parte de ella implementaron reformas de sus mercados de productos y de factores para conseguir dicha flexibilidad. Además, se confiaba en que la propia pertenencia al área acelerase las reformas.

Sin embargo, durante el período 1999-2007 la intensidad con la que los países miembros abordaron reformas estructurales fue muy dispar. En parte, esto se debió a que la necesidad de las reformas se percibe con menos apremio en períodos de expansión económica. En realidad, tras la entrada en funcionamiento de la

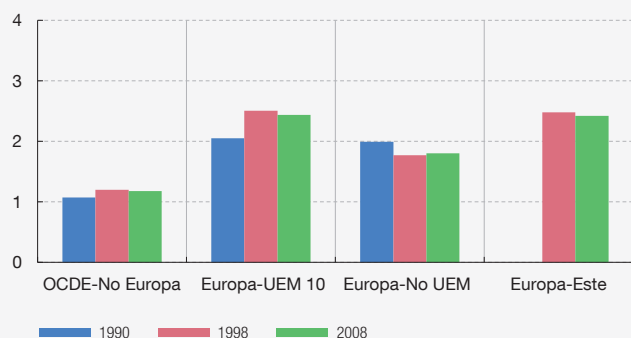
UEM, las reformas estructurales se postergaron en la mayoría de los países donde eran más necesarias y solo se han retomado recientemente ante la presión de los acontecimientos. Así lo apuntan los resultados disponibles en la literatura, que, si bien no proporcionan conclusiones definitivas, no han encontrado evidencia favorable a la idea de que la UEM haya favorecido el proceso de reformas, sino, más bien, lo contrario¹.

Estos trabajos suelen utilizar indicadores de la regulación de la competencia y laboral compilados a partir de una sistematización

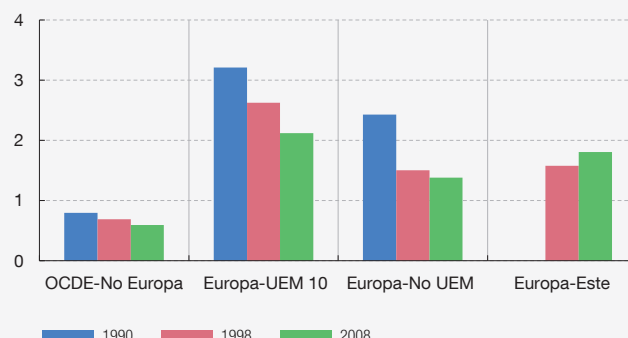
1 Para una descripción de cómo ha evolucionado el proceso de reformas del mercado de trabajo en España, véase S. Bentolilla, J. J. Dolado y J. F. Jimeno (2012), «Reforming an insider-outsider labor market: The Spanish experience», *IZA Journal of European Labor Studies* 2012, 1:4 (diciembre).

INDICADORES DE REGULACIÓN LABORAL (a)

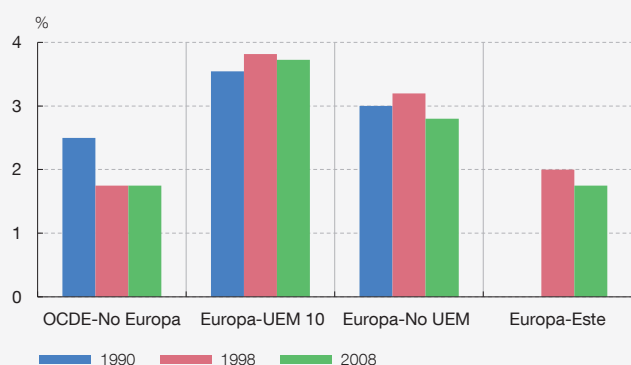
1 PROTECCIÓN AL EMPLEO (INDEFINIDOS) (b)



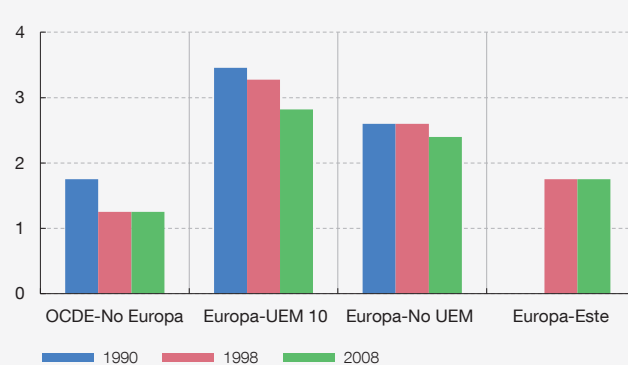
2 PROTECCIÓN AL EMPLEO (TEMPORALES) (b)



3 NEGOCIACIÓN COLECTIVA (COORDINACIÓN) (c)



4 NEGOCIACIÓN COLECTIVA (NIVEL) (c)



FUENTE: OECD Indicators of Employment Protection.

- a Los países que componen cada grupo:
 OCDE-No Europa: Australia, Estados Unidos, Canadá y Japón.
 Europa-UEM 10: Alemania, Austria, Bélgica, España, Finlandia, Francia, Grecia, Holanda, Irlanda y Portugal.
 Europa-No UEM: Dinamarca, Noruega, Reino Unido, Suecia y Suiza.
 Europa-Este: Eslovaquia, Hungría, Polonia, República Checa y Turquía.
- b Protección al empleo es el grado de rigidez (escala de 1 a 6, de menos a más rígida) de la legislación sobre la protección al empleo.
- c Excluye Turquía.

de aquellos aspectos que más pueden influir en la determinación de precios y salarios². Algunos de los más empleados son los relativos a la legislación sobre protección al empleo y la regulación del mercado de productos elaborados por la OCDE, así como los relativos a afiliación sindical y negociación colectiva de la *ICT-WSS, Database on Institutional Characteristics of Trade Unions, Wage Setting, State Intervention and Social Pacts*. En los gráfi-

2 Resumir toda la complejidad de las regulaciones de la competencia y del mercado laboral en indicadores cuantitativos comparables entre países y a lo largo del tiempo no está exento de problemas. Además, en el caso de la regulación de la competencia no siempre se incluyen las diferencias que puedan existir dentro de cada país como resultado de la intervención de Gobiernos regionales o Estados federales en ella. Sin embargo, estos indicadores proporcionan información útil sobre las tendencias generales y las principales características de las regulaciones nacionales de los mercados de trabajo, bienes y servicios.

cos 1 y 2 se presentan algunos de estos indicadores, agrupados, para su comparación, en cuatro áreas geográficas³.

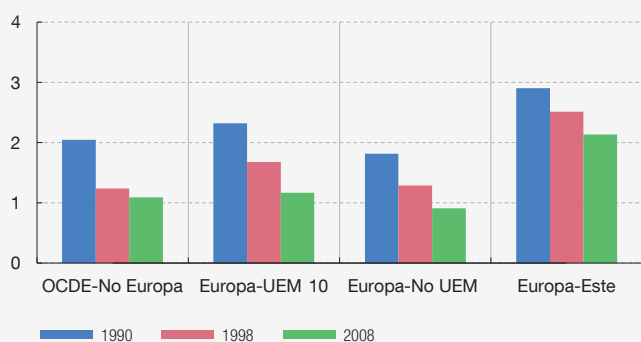
3 Los indicadores referidos a la negociación colectiva tienen la siguiente definición:

Coordinación: 5 = Negociación centralizada con imposición de un convenio nacional o de pautas salariales establecidas por el Gobierno. 4 = Mezcla de negociación sectorial y nacional, en la que las organizaciones centrales alcanzan acuerdos no necesariamente aplicables a todas las industrias o en las que determinados sindicatos y asociaciones empresariales fijan pautas para el conjunto de la economía. 3 = negociación sectorial con participación limitada de organizaciones nacionales con posibilidad de negociación a nivel de empresa. 2 = Mezcla de negociación sectorial y de empresa con poca aplicación de los convenios sectoriales. 1 = Negociación fragmentada, principalmente de empresa.

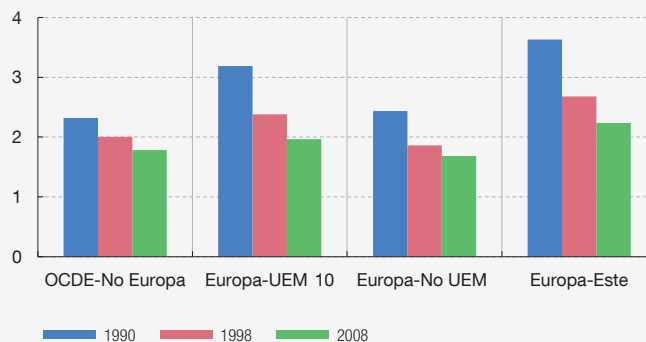
Nivel: 5 = Nacional o central. 4 = Nacional o central, con niveles adicionales de sector y/o empresa. 3 = Sectorial. 2 = Sectorial, con nivel adicional de empresa. 1 = Empresa.

INDICADORES DE REGULACIÓN DEL MERCADO DE PRODUCTOS (a)

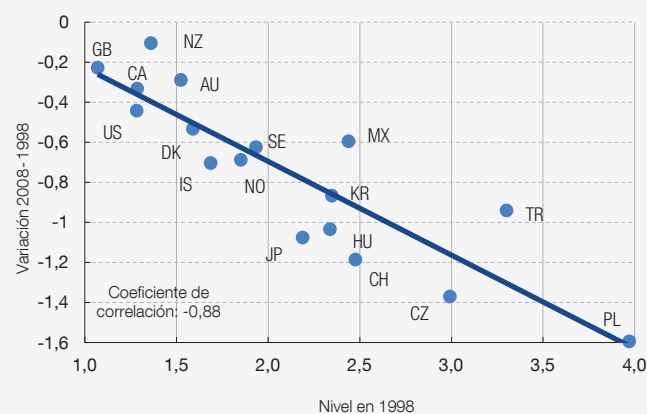
1 REGULACIÓN DEL MERCADO DE PRODUCTOS (ADMINISTRATIVA) (b)



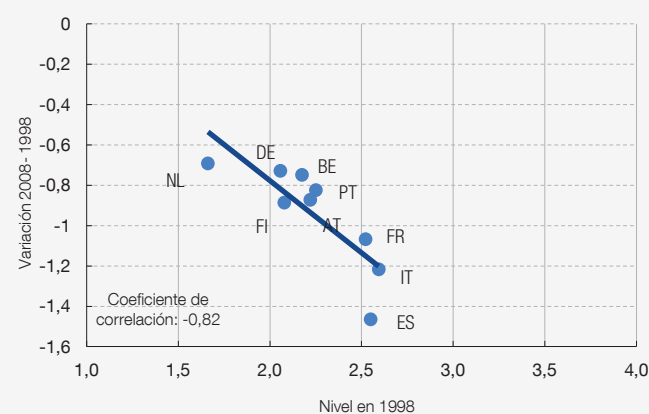
2 REGULACIÓN DEL MERCADO DE PRODUCTOS (NACIONAL) (b)



3 CAMBIOS EN LA REGULACIÓN DE MERCADOS PAÍSES NO EURO (c)



4 CAMBIOS EN LA REGULACIÓN DE MERCADOS ÁREA DEL EURO (c)



FUENTE: OCDE, *Product Market Regulation Database*.

a Los países que componen cada grupo:

OCDE-No Europa: Australia, Estados Unidos, Canadá y Japón.

Europa-UEM 10: Alemania, Austria, Bélgica, España, Finlandia, Francia, Grecia, Holanda, Irlanda y Portugal.

Europa-No UEM: Dinamarca, Noruega, Reino Unido, Suecia y Suiza.

Europa-Este: Eslovaquia, Hungría, Polonia, República Checa y Turquía.

b Regulación del mercado de producto es el grado de rigidez (escala de 0 a 6, de menos a más rígida) de la legislación sobre la protección al mercado.

c Valor del indicador entre 0 y 6, siendo 0 el menos restrictivo.

De la simple observación de estos indicadores no es posible obtener conclusiones robustas sobre el impacto de la UEM en la intensidad reformadora de sus países miembros, dado que la evolución de los indicadores no es muy distinta de la que se observa, bien en los mismos países antes de la entrada en funcionamiento de la UEM, bien en países que no pertenecen a ese grupo con situaciones de partida similares. Por ello, es necesario recurrir a análisis más elaborados (de regresión múltiple) para identificar los posibles factores diferenciales. Entre los primeros trabajos dedicados a contrastar la hipótesis de si la UEM ha favorecido las reformas estructurales destaca el de Duval y Elmeskov (2005), quienes consideran tanto reformas laborales como del mercado de productos y encuentran que, en general, la ocurrencia de crisis económicas, la incidencia elevada del desempleo y una posición fiscal saneada tienden a inducir la introducción de reformas, mientras que la pertenencia a una unión monetaria, si acaso, disminuye la actividad reformadora. También encuentran que las reformas en el mercado de productos favorecen la introducción de reformas laborales, y viceversa. Un trabajo posterior de Høj *et al.* (2006) confirma que la ocurrencia de grandes crisis está asociada con más y mejores reformas, si bien, por lo que respecta a la protección del empleo y de los beneficios sociales de los trabajadores, estas suelen suceder en mayor medida en períodos de expansión. Más recientemente, Bertola (2010)⁴ encuentra que en los países miembros de la UEM se produjo una mayor relajación de la legislación

4 Véanse G. Bertola (2010), «Labour markets in EMU: What has changed and what needs to change», en M. Butí, S. Deroose, V. Gaspar y J. Nogueira Martins (eds.), *The euro: the first decade*, Cambridge University Press, Cambridge, pp. 715-758, y G. Bertola y A. Lo Prete (2010), *Whence Policy? Government Policies, Finance and Economic Integration*, CEPR Working Paper n.º 7820.

sobre protección del empleo, una mayor reducción de la imposición sobre el trabajo y un incremento relativo de la tasa de sustitución de las prestaciones por desempleo⁵. Finalmente, otros enfoques narrativos concluyen que la expansión desincentivó la introducción de nuevas reformas, lo que no solo produjo una disminución del crecimiento económico, sino que prolongó también la expansión del crédito y retrasó las respuestas de política económica a la crisis⁶.

Los indicadores mostrados —disponibles hasta 2008— no reflejan todavía el impacto de las reformas recientes, pero la información de otras fuentes sugiere que el proceso de reforma estructural de las economías de la UEM parece haberse acelerado durante la crisis⁷, en particular en aquellos países más dependientes de la financiación exterior y en algunas áreas específicas, como los sistemas de negociación colectiva y de prestaciones por desempleo y los sistemas de pensiones y de protección social. No obstante, las diferencias entre los países miembros en lo que se refiere a la regulación de los mercados de productos y de trabajo siguen siendo muy acusadas.

5 Una tendencia común en los países de la eurozona es la sustitución gradual de la protección al empleo (más facilidades para la flexibilidad externa) por la protección al desempleo (mayores tasas de sustitución de las prestaciones por desempleo). En los mercados de bienes y servicios, los esfuerzos reformadores se centran en algunos sectores específicos (como las industrias de red) y en la eliminación de barreras administrativas; en cambio, apenas se perciben reformas de alcance en los sistemas educativos y de innovación y en los servicios profesionales.

6 Véase J. Fernández-Villaverde, L. Garicano y T. Santos (2013), *Political Credit Cycles: The Case of the Euro Zone*, NBER Working Paper n.º 18899.

7 OCDE (2013), *Going for growth*, París.

y la corrección de desequilibrios macroeconómicos; ii) la ejecución de los principios de disciplina fiscal acordados; iii) las consecuencias de la creciente integración financiera, y iv) la inexistencia de mecanismos comunes de resolución de crisis.

Las divergencias macroeconómicas entre los países de la eurozona pueden tener consecuencias graves si no se atajan a tiempo

Las principales divergencias en la UEM reflejaban, como se ha explicado, la acumulación de desequilibrios macroeconómicos que habrían de requerir tarde o temprano una corrección. Los países con mayor crecimiento de su endeudamiento exterior fueron, de hecho, los que registraron un menor crecimiento de la productividad (véase gráfico 2.3), al contrario de lo que caracteriza un proceso natural de convergencia económica dentro de una zona monetaria común, en el que el mayor crecimiento futuro de la productividad en el país de renta más baja justifica su endeudamiento frente al país de renta más alta mientras se produce tal convergencia⁸.

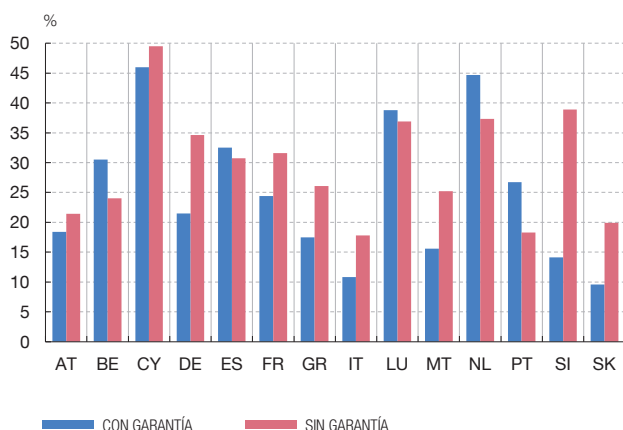
En Maastricht se establecieron procedimientos de supervisión y mecanismos de corrección de excesos de déficit y deuda públicos —aunque poco operativos, como se comenta

8 Véase F. Giavazzi y L. Spaventa (2011), «Why the current account may matter in a monetary union: lessons from the financial crisis in the euro area», en M. Beblavý, D. Cobham y L. Ódor (eds.), *The Euro Area and the Financial Crisis*, Cambridge University Press.

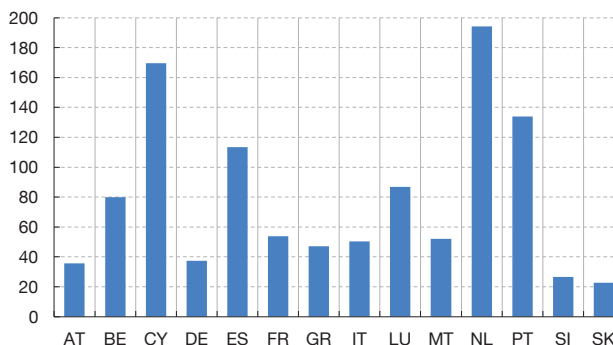
ENDEUDAMIENTO DE LOS HOGARES DE LA UEM

GRÁFICO 2.4

PORCENTAJE DE HOGARES CON DEUDA



RATIO DE DEUDA SOBRE RENTA PARA LOS HOGARES CON DEUDA MEDIANA

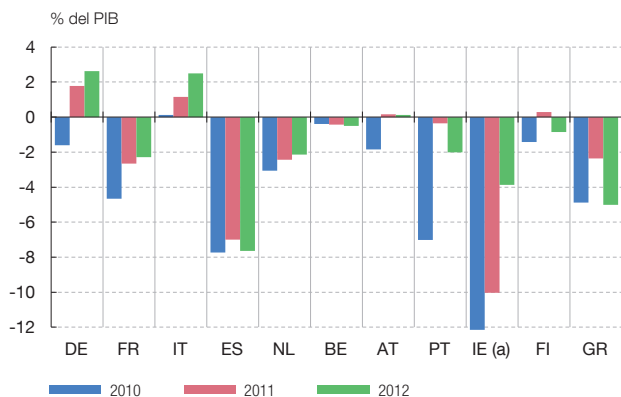


FUENTES: Encuesta Financiera de las Familias Europeas y Banco de España.

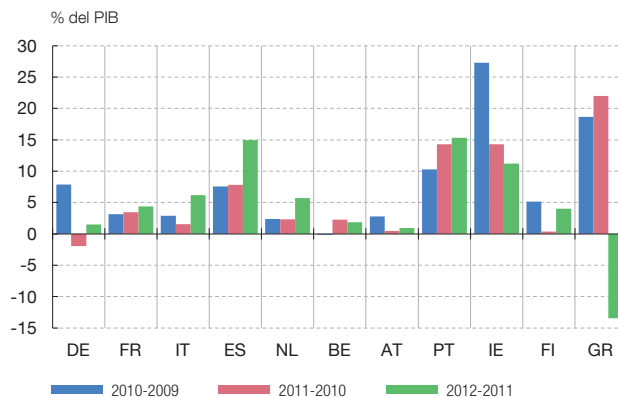
SITUACIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS EN LA UEM

GRÁFICO 2.5

SALDO PRESUPUESTARIO PRIMARIO EN LA UEM



DEUDA PÚBLICA EN LA UEM (VARIACIÓN)



FUENTE: Eurostat.

a El déficit primario de Irlanda en 2010 es del 27,7 %.

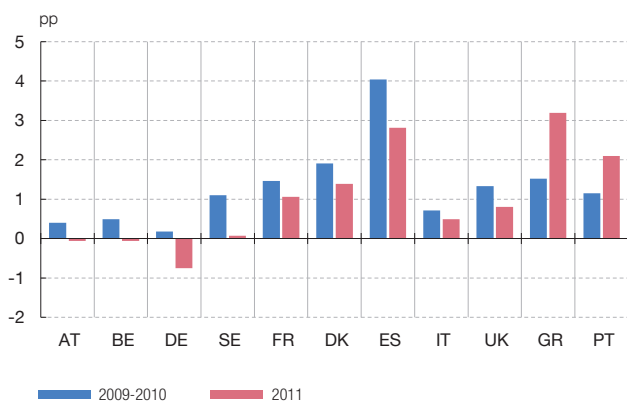
a continuación—. Pero el resto de potenciales desequilibrios macroeconómicos (paro, balanza por cuenta corriente...) apenas fueron objeto de atención.

Los mecanismos de disciplina fiscal no fueron efectivos...

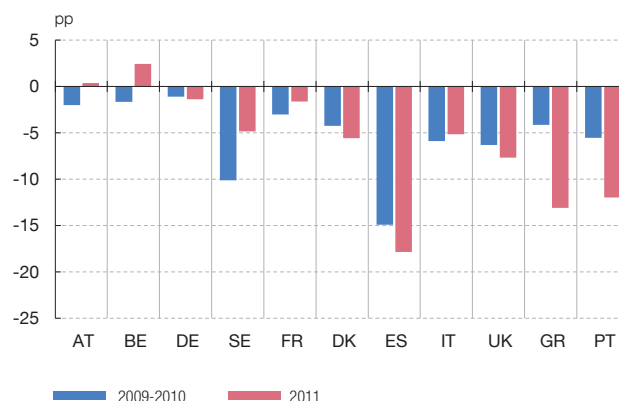
Una de las potenciales vulnerabilidades de la UEM que sí fue identificada tempranamente es la derivada del incentivo para llevar a cabo políticas fiscales demasiado laxas cuando se espera que los restantes países miembros acudan al rescate en caso de necesidad. Para corregirla, el Tratado estableció límites a los déficits y a la deuda públicos mediante el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, que contemplaba también la imposición de multas a los países que sobrepasaran dichos límites. El Tratado advertía también de que los países deberían hacer frente a sus obligaciones de deuda exclusivamente mediante sus propios medios.

Sin embargo, durante el período 1999-2007, en un contexto de crecimiento y bajos costes de financiación, los desequilibrios fiscales de algunos de los países de la UEM fueron encubiertos por ingresos extraordinarios, que se utilizaron para reducir impuestos o

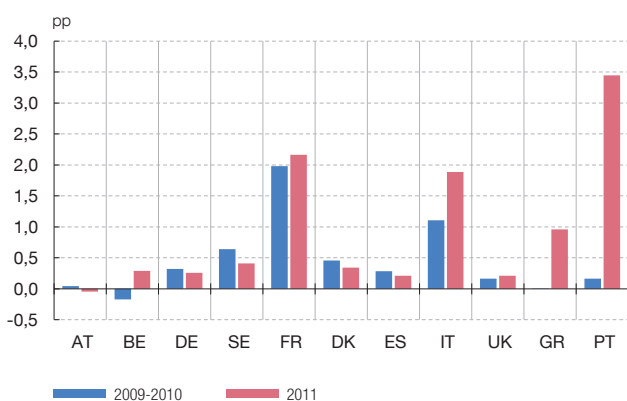
EMPLEO-DESEMPLEO



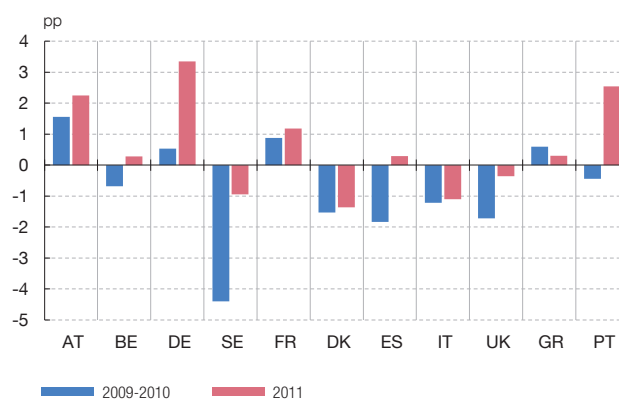
DESEMPLEO-EMPLEO



ACTIVIDAD-INACTIVIDAD



INACTIVIDAD-ACTIVIDAD



FUENTES: Encuesta de Población Activa (Eurostat) y Banco de España.

aumentar el gasto público. Esto no dio pie a ningún tipo de advertencia por parte de los organismos internacionales, que no identificaron los desequilibrios subyacentes y sus riesgos para la sostenibilidad de la deuda. En otros países que no disfrutaron de esos ingresos, como Alemania y Francia, pero que en algunos momentos desbordaron los límites de déficit establecidos por el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, los procedimientos establecidos no se aplicaron con la debida diligencia, lo que, a la postre, debilitó la capacidad del Pacto para reconducir situaciones de riesgo.

... por lo que el margen de maniobra fiscal frente a la crisis se agotó muy rápidamente

La fuerte dependencia de los ingresos extraordinarios, el aumento del gasto público durante la primera fase de la crisis, los gastos derivados del saneamiento del sector financiero y el marcado incremento de los costes de financiación indujeron un rápido aumento de los déficits públicos (véase gráfico 2.2). De hecho, las economías más vulnerables vieron cómo los instrumentos fiscales para la estabilización económica perdieron potencia precisamente cuando más se necesitaba, por lo que la capacidad para utilizar una política fiscal contracíclica quedó muy mermada. Las crecientes dificultades de financiación se agravaron cuando las necesarias medidas de consolidación fiscal comenzaron a producir sus efectos negativos sobre la actividad económica en el corto plazo. Esta situación ha suscitado un intenso debate acerca de la magnitud de los «multiplicadores fiscales» y el

margen de posible gradualismo en la reducción del gasto público que sea compatible con la salida menos costosa de la crisis (véase recuadro 1.2). En cualquier caso, las dificultades de financiación a las que se enfrentan los países con severos problemas fiscales y la propia incertidumbre sobre la magnitud de dichos multiplicadores obligan a encontrar las formas más eficientes de reducir el gasto público y aumentar los ingresos, en medio de las dificultades de un contexto marcado por el bajo crecimiento y la necesidad de desapalancamiento tanto del sector público como del privado.

Tampoco se habían previsto las consecuencias de la creciente integración financiera ni cómo hacer frente a crisis bancarias en este contexto

En el diseño inicial de la UEM, la supervisión y la regulación (en algunos de sus elementos) del sistema financiero se mantuvieron dentro del ámbito nacional, pese al esperado avance de la integración financiera en el área. Las consecuencias se pusieron de manifiesto de forma dramática con la crisis, ya que los Gobiernos hubieron de asumir individualmente el coste del saneamiento de instituciones financieras cuya actividad y repercusiones económicas trascendían sus fronteras. Esto acabó creando un «vínculo diabólico» que ha magnificado la relación entre los riesgos soberanos y bancarios, especialmente en aquellos países con menor potencial de crecimiento y una mayor tasa de endeudamiento⁹.

Los mecanismos de resolución de crisis bancarias y de deudas soberanas solo se han puesto en marcha *a posteriori*

A medida que las dificultades financieras se recrudecieron, Grecia (por los problemas de sostenibilidad de su deuda pública), Irlanda (por las consecuencias fiscales de su rescate bancario) y Portugal (en mayor parte, por debilidades de su crecimiento potencial) tuvieron que solicitar asistencia financiera de sus socios. Durante 2012, Chipre solicitó también de manera formal un programa de apoyo y España acordó un paquete de ayuda financiera para la recapitalización de una parte de su sector bancario. Los mecanismos para instrumentar la ayuda financiera, sujeta siempre a una estricta condicionalidad ajustada a cada caso, se formalizaron primeramente de manera *ad hoc* (Grecia) y, más tarde, a través del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera. Finalmente, en marzo de 2011 se aprobó la creación del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE), un mecanismo permanente de resolución de crisis financieras en los países de la zona del euro, que comenzó a funcionar el pasado mes de septiembre y que estará plenamente operativo a partir de julio de 2013.

El BCE ha suplido, en parte, estas insuficiencias mediante un uso intensivo de sus herramientas no convencionales

La actuación del BCE ha permitido paliar en parte las consecuencias de las debilidades institucionales señaladas, tanto mediante el uso de sus herramientas convencionales como, sobre todo, a través de la implementación de un conjunto amplio de medidas no convencionales. La política de provisión generosa de liquidez mediante operaciones de subasta a tipos fijos con adjudicación plena, la ampliación del colateral aceptado en las operaciones de préstamo y la extensión hasta los tres años del horizonte de sus operaciones a largo plazo son ejemplos significativos de acciones del BCE que, en distintos momentos, han permitido aliviar las tensiones y ganar el tiempo necesario para que actuaciones en otros frentes produjeran sus frutos. El diseño eficiente de las operaciones del BCE facilitó la toma de estas decisiones¹⁰. Asimismo, los programas de compras de valores dirigidos a restaurar el mecanismo de transmisión y, muy singularmente, el anuncio de las llamadas «Operaciones Monetarias de Compraventa» contribuyeron también de manera sustancial a rebajar los riesgos de espirales crecientes de las primas de riesgo soberano asociadas al aumento de la incertidumbre sobre la irreversibilidad del euro. En cualquier caso, es evidente a partir de la descripción realizada de los orígenes de esta crisis que los instrumentos de los que dispone la autoridad monetaria no permiten resolver los problemas de fondo, de manera que su papel no puede sustituir la mejora de la gobernanza y del diseño institucional de la UEM.

9 Véase A. Mody y D. Sandri (2012), «The eurozone crisis: how banks and sovereigns came to be joined at the hip», *Economic Policy* (abril), pp. 199-230.

10 Para una comparación de las respuestas de la Reserva Federal, el Banco de Inglaterra y el BCE a la crisis financiera, véase M. Lenza, H. Pill y L. Reichlin (2010), *Monetary Policy in Exceptional Times*, ECB Working Paper, 1253.

<p>Primera fase de la reforma (<i>six-pack</i>)</p>	<p>Fortalecimiento del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Además del límite del 3 % del PIB para el déficit y del compromiso de converger al menos en 0,5 pp del PIB (en términos estructurales) hacia objetivo de medio plazo, se introducen: límites al crecimiento del gasto, una regla para la reducción de la deuda (1/20 por año) y sanciones más amplias que podrán aplicarse en una fase más temprana del procedimiento; también se incorpora la regla de votación inversa, por la que las recomendaciones de la Comisión se consideran aprobadas a no ser que el Consejo se manifieste en contra en un plazo determinado.</p> <p>Creación del Procedimiento de Desequilibrios Macroeconómicos, para la prevención y corrección de los desequilibrios macroeconómicos. A partir de un conjunto de indicadores (Mecanismo de Alerta), se determinará qué países tienen o están en riesgo de tener desequilibrios excesivos. Estos países serán objetivo de un «análisis en profundidad», que concluirá con recomendaciones. Si no se cumplen de manera reiterada estas recomendaciones, el procedimiento podría finalizar con la imposición de sanciones.</p>
<p>Otros elementos de la reforma (<i>two-pack</i>)</p>	<p>Regulación de la Comisión Europea que otorga a la CE capacidad para emitir una opinión sobre los presupuestos nacionales antes de que estos se aprueben en el Parlamento y que recomienda el establecimiento de consejos nacionales independientes.</p> <p>Regulación de la Comisión Europea que introduce el procedimiento de supervisión reforzada para los países que hayan solicitado asistencia financiera o que presenten inestabilidades que puedan poner en riesgo la estabilidad financiera del área.</p>
<p>Otros mecanismos de carácter intergubernamental</p>	<p>Tratado de Estabilidad, Convergencia y Gobernanza. El denominado <i>Fiscal Compact</i> obliga a trasladar a los marcos jurídicos nacionales, preferiblemente a la Constitución, el compromiso de equilibrio presupuestario a lo largo del ciclo y a introducir un mecanismo automático de corrección de las posibles desviaciones.</p> <p>Pacto por el Euro Plus (acuerdo intergubernamental por el que los países se comprometen a establecer compromisos concretos de reforma para incrementar la armonización fiscal, la competitividad y el saneamiento financiero).</p>

FUENTE: Banco de España.

3 Vías de avance en la resolución de las deficiencias de la UEM

Para abordar los problemas que están en la raíz de la crisis que afecta al área del euro, es imprescindible que los países miembros adopten actuaciones enérgicas y convincentes. Los Gobiernos han de asumir que en una unión monetaria las políticas nacionales deben orientarse inequívocamente a incrementar la capacidad de ajuste de sus economías, aumentar la productividad y garantizar un entorno de estabilidad macroeconómica. Y ello exige progresar en la consolidación de las finanzas públicas y emprender las reformas que eleven el crecimiento potencial y la competitividad de las economías, y suministren, al mismo tiempo, la flexibilidad necesaria dentro de una unión monetaria para suplir la carencia de algunos instrumentos tradicionales de estabilización, como el tipo de interés, el tipo de cambio o, incluso, la discrecionalidad fiscal.

Pero ello no basta. Son igualmente precisas acciones decididas en el ámbito del conjunto del área. La constatación de que el diseño inicial de la unión monetaria no era suficientemente sólido ha hecho de su reforma una condición imprescindible para recuperar la credibilidad en la continuidad del proyecto.

La reforma de la gobernanza empezó por el fortalecimiento de los instrumentos para la vigilancia de las políticas económicas

En un primer momento, la reforma de la arquitectura institucional de la UEM se centró principalmente en fortalecer los mecanismos de vigilancia de las políticas presupuestarias, ampliando después el perímetro de supervisión a los desequilibrios macroeconómicos (véase cuadro 2.1). También se inició la reforma de las políticas micro y macroprudencial, para subsanar los defectos que habían permitido una acumulación excesiva de riesgo en la mayoría de los sistemas bancarios de la UEM.

Se revisó el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, se introdujeron el *Fiscal Compact*

Se llevó a cabo una profunda revisión del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, dotándolo de nuevas reglas de gasto y de reducción de la deuda y de un conjunto de mecanismos de sanción más amplio y oneroso. También se capacitó a la Comisión Europea para intervenir

y el nuevo Procedimiento de Desequilibrios Macroeconómicos...

en la fase de diseño de los presupuestos nacionales (*two-pack*). Para mejorar el anclaje nacional de las políticas fiscales se introdujo el Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza, un pacto intergubernamental conocido como *Fiscal Compact*, que obliga a trasladar a los ordenamientos jurídicos nacionales, preferiblemente a la Constitución, el compromiso de mantener un presupuesto equilibrado a lo largo del ciclo. Y para prevenir la gestación de desequilibrios macroeconómicos de naturaleza distinta de la fiscal se instauró el Procedimiento de Desequilibrios Macroeconómicos y se firmó el Pacto por el Euro Plus, por el que los Gobiernos de la UEM se comprometen a establecer políticas salariales y de reforma estructural favorecedoras de la competitividad.

... y se introdujo una nueva área de vigilancia de riesgos financieros sistémicos: la política macroprudencial

En una etapa relativamente temprana, los Gobiernos acordaron también la reforma del marco de supervisión financiera en la Unión Europea, con la creación de autoridades supervisoras sectoriales y, de forma muy prominente, de la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS, o ESRB, por sus siglas en inglés), el nuevo órgano encargado de la supervisión macroprudencial, que tiene como objetivo principal examinar el sistema financiero en su conjunto, vigilando que la creciente interrelación y la complejidad de las operaciones no desemboquen en riesgos de carácter sistémico. La JERS recomendó a todos los Estados miembros el establecimiento de autoridades macroprudenciales nacionales, de acuerdo con una serie de principios básicos. El Banco de España ha creado un grupo de trabajo de alto nivel, con la participación del Tesoro, para la elaboración de propuestas concretas a este respecto.

También se establecieron mecanismos permanentes de asistencia financiera para los países con dificultades de acceso a los mercados

El desarrollo de estos nuevos mecanismos de vigilancia de las políticas económicas nacionales ayudó a vencer la resistencia de algunos países a establecer mecanismos de asistencia financiera a los países que experimentaban dificultades para captar financiación en los mercados. Las tensiones para alcanzar un acuerdo sobre cómo canalizar la asistencia financiera a Grecia evidenciaron la necesidad de disponer de un instrumento permanente, con reglas definidas de actuación que permitan actuar con diligencia para evitar el contagio a otras economías. Pero el temor a que ese instrumento debilitase los incentivos para mantener políticas más disciplinadas hizo que se partiera de un enfoque inicial de mínimos, que tuvo que rectificarse a medida que las sucesivas oleadas de tensiones financieras pusieron de manifiesto la necesidad de disponer de cortafuegos mucho más potentes y con la flexibilidad suficiente para afrontar las especificidades de cada situación. Tras la reforma del Tratado de funcionamiento de la UE, el 27 de septiembre de 2012 entró en funcionamiento el MEDE, institución diseñada con carácter permanente para canalizar la asistencia financiera a los países del área que la requieran, sujeta a una estricta condicionalidad. El MEDE estará plenamente operativo a partir del verano de este año.

Pero estos instrumentos no resultaban suficientemente potentes para cortocircuitar las espirales de inestabilidad a las que UEM seguía siendo vulnerable

Las tensiones vividas a lo largo de 2012 pusieron de manifiesto que el fortalecimiento de los mecanismos de vigilancia, aunque necesario, resultaba por sí solo insuficiente. Los retos para la integridad del área del euro no tienen su origen solo en la inflexibilidad de los mercados laborales y de productos, la dispersión de la regulación y supervisión financieras o la ausencia de disciplina fiscal. Los acontecimientos del verano pasado evidenciaron que en una unión monetaria imperfecta sus países miembros son vulnerables a las profecías que se autoalimentan y que pueden terminar transformando los problemas de liquidez de una economía en una crisis de confianza que se extienda rápidamente a otros países del área y que llegue a poner en riesgo la viabilidad misma del proyecto¹¹.

Se hizo necesario avanzar hacia una mayor integración fiscal, económica y financiera

El surgimiento durante 2012 del denominado «riesgo de redenominación», asociado a la posibilidad de una ruptura de la moneda única, hizo necesario un salto cualitativo en la reforma de

11 P. de Grauwe (2011), *The governance of a fragile Eurozone*, Universidad de Lovaina y CEPS.

	A corto plazo (próximos 18 meses)	A medio plazo (de 18 meses a 5 años)	A largo plazo (más de 5 años)
Unión bancaria	Mecanismo único de supervisión y mecanismo único de resolución		Plena unión bancaria, donde, de acuerdo con las propuestas iniciales, tenga cabida un fondo común de garantía de depósitos
Unión fiscal		Capacidad fiscal para amortiguar <i>shocks</i> asimétricos. Fondo de Amortización de Deuda. Emisiones conjuntas de deuda a corto (<i>eurobills</i>). Tesoro Europeo	Plena unión fiscal, con la creación de un Presupuesto Europeo y la introducción de eurobonos
Unión económica	Plena implementación del Semestre Europeo, del <i>six-pack</i> y acuerdo rápido sobre el <i>two-pack</i> . Creación de un instrumento de convergencia y competitividad (compromisos contractuales de reforma)	Mayor coordinación de políticas de empleo e impositivas	Mayor coordinación de las políticas económicas
Unión política	A lo largo de todo el proceso se buscará mayor legitimidad democrática, mejorando los procesos de rendición de cuentas ante el Parlamento Europeo		

FUENTE: Banco de España.

la gobernanza. A finales de junio de 2012, los jefes de Estado y de Gobierno del área del euro imprimieron una nueva dimensión al proceso y acordaron avanzar hacia una nueva Unión que contemple el traslado en el ámbito del área de buena parte de las responsabilidades de supervisión de las entidades de crédito y de gestión de crisis bancarias (unión bancaria); un sistema de incentivos para promover reformas estructurales y una mayor coordinación de políticas (unión económica); una capacidad fiscal suficiente para ayudar a afrontar las perturbaciones de carácter más nacional y evitar que se propaguen al resto de los países (unión fiscal); y mecanismos que garanticen la legitimidad democrática de todo el proceso (unión política).

A pesar de las fuertes interdependencias y sinergias existentes entre esos cuatro pilares, el proceso se desarrollará en diferentes fases (véase cuadro 2.2), si bien existe todavía mucha incertidumbre sobre el alcance de las propuestas en varios de estos ámbitos, particularmente en lo concerniente a las iniciativas que conllevan una cierta mutualización de riesgos. Aun así, se han abierto el debate y la reflexión sobre la arquitectura necesaria para la estabilidad de la UEM a largo plazo y se ha dispuesto una hoja de ruta para transitar hacia ese nuevo modelo.

Paralelamente, a corto plazo hay que abordar la absorción de los desequilibrios acumulados en el pasado

Por otra parte, aunque el diseño de esta hoja de ruta ha permitido reforzar el compromiso de los Gobiernos con la continuidad del proyecto europeo, no se debe olvidar que, a más corto plazo, la resolución de la crisis requiere también actuaciones específicas que faciliten la corrección de los desequilibrios que han llevado a ella (*legacy issues*), alivien los costes del ajuste y permitan recuperar pronto una senda de crecimiento.

3.1 LA UNIÓN BANCARIA

La integración financiera en una unión monetaria requiere

Durante la fase más aguda de la crisis se hizo evidente la vulnerabilidad que genera la coexistencia de una política monetaria única con unos sistemas financieros en los que la responsabilidad última de supervisión y resolución de entidades recae en los Gobiernos nacionales. En la literatura analítica, este fenómeno recibe la denominación de «trilema

mayor corresponsabilidad en la supervisión y en la resolución bancarias...

... para prevenir riesgos sistémicos y la retroalimentación entre los riesgos soberano y bancario

En junio de 2012 se acordó avanzar hacia una unión bancaria

En diciembre se concedió prioridad al establecimiento de un supervisor único, que integrarán el BCE y los supervisores nacionales

El mecanismo común de gestión y resolución de entidades en crisis conllevará compartir soberanía a cambio de una mayor mutualización de riesgos

financiero», según el cual el mantenimiento de la autonomía de las políticas financieras nacionales en presencia de un sistema financiero integrado supranacionalmente acaba generando inestabilidades que pueden degenerar en graves crisis bancarias¹².

La capacidad de los Gobiernos nacionales para garantizar la estabilidad financiera dentro de una unión monetaria se encuentra limitada por la posibilidad de que surja una dinámica perversa de realimentación entre riesgo bancario y soberano. También es limitada la capacidad de la supervisión financiera ejercida a escala nacional para lidiar con las implicaciones sistémicas propias de un área financiera integrada y con las dificultades de coordinación que se plantean en el caso de entidades con fuertes vínculos transfronterizos, que pueden prolongar el proceso e incrementar los costes de reestructuración o resolución, como sucedió con algunos grupos europeos.

Todo ello ha cimentado un consenso creciente sobre la necesidad de transferir progresivamente aspectos esenciales de la política bancaria al nivel supranacional¹³. Con este propósito, en junio de 2012 los Gobiernos europeos acordaron avanzar hacia el establecimiento de una unión bancaria, capaz de restablecer la confianza en la solidez del sistema bancario, eliminar la fragmentación de los mercados y restaurar los canales de transmisión de la política monetaria. Según el acuerdo inicial alcanzado, esta unión se asentaría en tres pilares fundamentales: un mecanismo único de supervisión, un mecanismo de gestión y resolución de entidades en crisis y, finalmente, un fondo común de garantía de depósitos.

Ante la grave situación de inestabilidad que se vivió en el verano de 2012 y las dificultades políticas que existen para avanzar en los otros dos pilares de la unión bancaria debido a sus potenciales implicaciones fiscales, se ha avanzado más rápidamente en el establecimiento del mecanismo único de supervisión, que previsiblemente entrará en vigor a lo largo de 2014, integrando a las autoridades supervisoras nacionales y al BCE, que será el encargado de supervisar directamente a las entidades de mayor tamaño y a aquellas que hayan recibido asistencia financiera europea. Para evitar los conflictos que puedan surgir entre las decisiones de política monetaria y las labores de supervisión del BCE, se van a establecer barreras funcionales en el seno de la institución; más concretamente, mediante la creación de un nuevo Consejo de Supervisión, cuyas decisiones se considerarán adoptadas siempre y cuando el Consejo de Gobierno no se manifieste en contra. Las autoridades supervisoras nacionales seguirán desempeñando, en todo caso, una labor importante en el mecanismo único de supervisión, que permitirá aprovechar su mejor conocimiento de los mercados locales.

Para lograr una genuina unión bancaria se requiere no solo centralizar la responsabilidad de la supervisión prudencial de los bancos, sino también establecer un mecanismo integrado de reestructuración y resolución de entidades en dificultades, con la capacidad fiscal suficiente para aislar los focos de inestabilidad cuando la prevención no baste y se produzcan crisis bancarias¹⁴. Solo con este enfoque supranacional se podrán abordar con la necesaria celeridad los problemas, evitando que las dificultades que puedan producirse en algunas entidades contaminen las cuentas públicas de los Estados donde se localizan y proyecten la desconfianza sobre todo el sistema financiero.

¹² D. Schoenmaker (2009), *The trilemma of Financial Stability*, documento de trabajo 1340395, SSRN.

¹³ Véanse Th. Beck (ed.) (2012), *Banking union for Europe: risks and challenges*, VoxEU Book, y J. Pisani-Ferry, A. Sapir, N. Véron y G. B. Wolff (2012), *What kind of European banking union?*, Bruegel Policy Contribution 2012/12.

¹⁴ Véase, por ejemplo, D. Gross y D. Schoenmaker (2012), *A European Deposit Insurance and Resolution Fund*, documento de trabajo del CEPS, n.º 364.

Las propuestas basadas en una mayor coordinación de las autoridades nacionales de resolución, incluso cuando contemplan reglas preestablecidas para la distribución de costes en el caso de entidades bancarias transfronterizas, no tienen la potencia suficiente para eliminar el vínculo entre riesgo bancario y riesgo soberano¹⁵. Conscientes de ello, en la cumbre de jefes de Estado o de Gobierno de la UEM de diciembre de 2012 se alcanzó el compromiso de avanzar en el diseño de un nuevo instrumento a lo largo de 2013, sobre la base de una propuesta que deberá elaborar la Comisión Europea. Es evidente que un mecanismo de estas características supone poner en común decisiones con implicaciones fiscales y políticas. Pero el establecimiento de una unión bancaria incompleta tendría efectos nocivos sobre la estabilidad financiera, ya que no solo no eliminaría el vínculo desestabilizador entre riesgo soberano y bancario, sino que también provocaría fuertes tensiones institucionales entre el organismo de carácter supranacional que decide qué entidades pueden resultar o no viables y los Estados que tendrían que afrontar individualmente su reestructuración o resolución.

A fin de minimizar el riesgo de debilitamiento de los incentivos para mantener prácticas bancarias prudentes en el nuevo contexto de mayor mutualización de riesgos, se deberá contar con un marco regulatorio claro que garantice que cualquier entidad de la zona del euro se resuelve con homogeneidad de criterios, que asegure que los accionistas y los inversores privados comparten las pérdidas y bajo la premisa de que toda ayuda será recuperada o incluso prefinanciada por el propio sector privado financiero¹⁶.

El establecimiento de un sistema integrado de garantía de depósitos se abordará también más adelante

El tercer elemento de la futura unión bancaria completa es la creación de un esquema común de garantía de depósitos, sobre el que no se ha forjado aún un consenso. En la actualidad, en los países de la UEM coexisten distintos fondos de garantía no perfectamente armonizados, en particular en lo que concierne a su forma de financiación. El respaldo implícito del Tesoro nacional si los fondos acumulados resultan insuficientes en caso de crisis de naturaleza sistémica explica que esta pieza del entramado constituya un eslabón significativo del nexo existente en la actualidad entre riesgo soberano y riesgo bancario.

Aunque las directivas europeas en marcha supondrán una mayor armonización de estos esquemas, las estimaciones disponibles sobre los costes de las crisis bancarias ponen de relieve las limitaciones que puede tener un fondo de carácter nacional para frenar procesos de pérdida de confianza que puedan desembocar en una retirada masiva de depósitos¹⁷. Algunas propuestas sugieren establecer un sistema de préstamos entre los respectivos fondos nacionales, lo que incrementaría la potencia de intervención, aunque podría no ser suficiente si la desconfianza se extiende a un número elevado de países. Otra posibilidad es la creación de un fondo de garantía supranacional, que coexistiría con los actuales fondos nacionales y que solo actuaría cuando el fondo del país afectado hubiera agotado sus recursos.

3.2 LA UNIÓN ECONÓMICA

El funcionamiento adecuado de la UEM requiere que los países establezcan medidas que eviten la aparición de desequilibrios y aumenten la potencia de los mecanismos de ajuste

El diseño del Procedimiento de Desequilibrios Macroeconómicos responde a la necesidad de detectar con antelación la generación de desequilibrios que pueden suponer un riesgo para la estabilidad del área del euro. La constatación de que los miembros de la UEM no están exentos del riesgo de una crisis de balanza de pagos¹⁸ aconseja la adopción de mecanismos de naturaleza más proactiva que eviten la emergencia de desequilibrios e incrementen la potencia de los canales que permiten su ajuste. La Estrategia Europa 2020 y su predecesora,

15 Ch. Goodhart y D. Schoenmaker (2009), «Fiscal Burden Sharing in Cross-Border Banking Crises», *International Journal of Central Banking*.

16 J. Pisani-Ferry y M. Wolf (2012), *The fiscal implications of a Banking Union*, Bruegel Policy Contribution 2012/2.

17 L. Laeven y F. Valencia (2012), *Systemic Banking Database: an update*, documento de trabajo 12/163, Fondo Monetario Internacional.

18 S. Merler y J. Pisani-Ferry (2001), *Sudden stops in the euro area*, Bruegel Policy Contribution 2012/06.

la Agenda de Lisboa, no han conseguido hasta ahora impulsar los procesos de reforma que hubieran permitido afrontar las perturbaciones actuales con una mayor flexibilidad.

El futuro Mecanismo Europeo de Convergencia y Competitividad introduce compromisos contractuales de reforma con incentivos financieros...

Los jefes de Estado y de Gobierno de la UEM acordaron la creación del denominado «Mecanismo Europeo de Convergencia y Competitividad», que tiene como objetivo principal impulsar procesos de reformas económicas mediante el establecimiento de compromisos contractuales que contarán con incentivos financieros. Se trata, en todo caso, de un instrumento complejo, ya que descansa, en última instancia, en un contrato entre instituciones internacionales y nacionales.

... a los que habría que añadir los instrumentos de convergencia diseñados y gestionados desde las instancias comunitarias...

Alternativa o complementariamente, cabría desarrollar programas financiados exclusivamente por instancias comunitarias que se ofrecerían a los países miembros bajo el principio de que tales instrumentos estarían disponibles siempre y cuando se eliminaran las restricciones institucionales que puedan impedir su eficacia. Se podría permitir la reorientación de los fondos estructurales e, incluso, nuevas contribuciones de los países miembros a tal fin. Las iniciativas podrían focalizarse a la mejora del funcionamiento de los mercados de trabajo, que, como se ha puesto de manifiesto a lo largo de la crisis, determinan de manera crucial la respuesta de cada país ante una perturbación.

... así como la implementación plena de la Directiva de Servicios y de la armonización fiscal

Tampoco se debe olvidar la necesidad de avanzar de manera más decidida hacia la eliminación de las barreras que todavía obstaculizan el comercio o la prestación internacional de servicios y hacia una mayor armonización fiscal que evite distorsiones a la competencia empresarial.

3.3 LA UNIÓN FISCAL

La necesidad de un presupuesto europeo está sujeta a mucha controversia

Como complemento del reforzamiento de los instrumentos de coordinación y supervisión de las políticas fiscales nacionales, la ampliación de la capacidad de actuación estabilizadora del presupuesto europeo permitiría suavizar el impacto económico de perturbaciones de carácter asimétrico. No obstante, la ampliación del tamaño y de las funciones del presupuesto europeo está sujeta a fuerte controversia.

Por un lado, no existe un consenso sobre la potencia de posibles estabilizadores fiscales de carácter supranacional para absorber el impacto de determinadas perturbaciones asimétricas entre los países de la UEM. Aunque algunos trabajos empíricos revelan la relevancia de este tipo de asimetrías como factores explicativos de las diferencias cíclicas dentro de la UEM¹⁹, no está claro que este instrumento sea adecuado cuando las divergencias reflejan respuestas diferenciadas ante una perturbación común, como consecuencia de especificidades nacionales que tienen su origen, por ejemplo, en un mal funcionamiento del mercado laboral.

Por otro, hay evidencia que revela que en Estados Unidos y en otros Estados federales son los canales financieros los que amortiguan buena parte de las perturbaciones de carácter asimétrico, mientras que el papel amortiguador de las transferencias fiscales es más reducido, aunque significativo²⁰. Pero no es evidente que se pueda extrapolar la experiencia de estas federaciones al área del euro. La crisis ha mostrado que la UEM

19 A. Belke y D. Gross (1999), «Asymmetric shocks and EMU. Is there a need for a Stability Fund?», *Intereconomics*, 1998.

20 P. Asdrubali, B. E. Sørensen y O. Yosha (1996), «Channels of interstate risk sharing: United States (1963-1990)», *The Quarterly Journal of Economics*, noviembre, pp. 1081-1111. M. Hoffmann y B. E. Sørensen (2012), «Don't expect too much from EZ fiscal union – and complete the unfinished integration of European capital markets!», *VoxEU*, noviembre.

es muy vulnerable a procesos de pérdida de confianza que pueden acabar generando un repliegue de capitales extranjeros y una fragmentación de los mercados financieros que, lejos de amortiguar las perturbaciones, pueden agravarlas. Los avances hacia la unión bancaria permitirán mitigar los riesgos de fragmentación, pero, aun así, la distribución de los activos financieros en Europa presenta un mayor sesgo nacional que en otros Estados federales, sin que exista evidencia que cuantifique los factores que explican este hecho.

El presupuesto europeo, en todo caso, no ampliaría las funciones redistributivas de la renta que ya contempla el marco actual y tendría un tamaño inferior al de otras federaciones

El tamaño del presupuesto europeo común podría, en todo caso, ser inferior al de otras federaciones, ya que no desempeñaría funciones de redistribución de la renta adicionales a las que se contemplan actualmente en el marco de las políticas favorecedoras de la convergencia, y se limitaría a añadir funciones estabilizadoras o de impulso de las reformas estructurales (en el caso del Mecanismo de Competitividad y Convergencia, por ejemplo). No obstante, algunas propuestas más ambiciosas reclaman también capacidad para hacer frente a recesiones severas que afecten al conjunto de la UEM y para preservar la estabilidad financiera, aunque siempre manteniendo un equilibrio financiero a lo largo del ciclo para evitar transferencias permanentes de rentas (véase recuadro 2.2)²¹.

La distribución de fondos podría estar ligada al desempleo o a la brecha de producción

Para ejercer su función estabilizadora se han planteado diversas opciones²². Entre las más relevantes, destaca el establecimiento de un tramo del seguro de desempleo financiado con el presupuesto europeo o de un sistema de pagos vinculados a las desviaciones del producto respecto a su nivel potencial. Su financiación podría realizarse mediante aportaciones directas de los Gobiernos o con fondos procedentes de impuestos específicos.

Una unión fiscal se podría completar con la emisión conjunta de deuda

Un paso más avanzado en el terreno de la unión fiscal es la emisión conjunta de algún tipo de deuda compartida que ayude a mitigar la vulnerabilidad de las emisiones individuales ante procesos de pérdida de confianza como los experimentados a lo largo de la crisis. En este sentido, a medio plazo se ha contemplado la posibilidad de emisión conjunta de instrumentos de deuda de corto plazo (*Treasury Bills*), de manera limitada y sometida a condicionalidad estricta²³. Más a largo plazo, la Comisión Europea y el Consejo han considerado la introducción de eurobonos, aunque esta iniciativa plantea un fuerte rechazo en algunos países, por el riesgo de debilitamiento de los incentivos a establecer políticas fiscales disciplinadas que podría conllevar. Por ello, han circulado alternativas que tratan de introducir elementos adicionales de disciplina [Delpla *et al.* (2010), Euro-nomics Group (2011)] que complementan el entramado de reglas que se derivan de la reforma reciente de la gobernanza²⁴.

3.4 LA NECESIDAD DE ABSORBER LOS DESEQUILIBRIOS ACUMULADOS

La cooperación internacional es imprescindible para abordar la resolución de los problemas heredados del pasado...

Además de seguir avanzando hacia una mayor integración económica, fiscal y financiera, a corto plazo también se requiere un elevado grado de cooperación para eliminar los desequilibrios acumulados y diseñar estrategias que faciliten la recuperación de la confianza y del crecimiento económico para facilitar la transición hacia el nuevo modelo de la UEM.

21 G. B. Wolff (2012), *A budget for Europe's monetary union*, Bruegel Policy Contribution 2012/22.

22 J. Pisani-Ferry, E. Vihriala y G. B. Wolff (2013), *Options for a Euro Area fiscal capacity*, Bruegel Policy Contribution 2013/1.

23 Según una idea original de C. Hellwig y T. Philippson (2011), «Eurobills, not Eurobonds», *VoxEU*, que proponen un límite de un 10% del PIB para todos los países.

24 Véanse J. Delpla y J. von Weizsacker (2010), *The Blue Bond Proposal*, Bruegel Policy Brief 420, y Euro-nomics Group (2011), *European Safe Bonds (ESBies)*, *The Euro-nomic-group*.

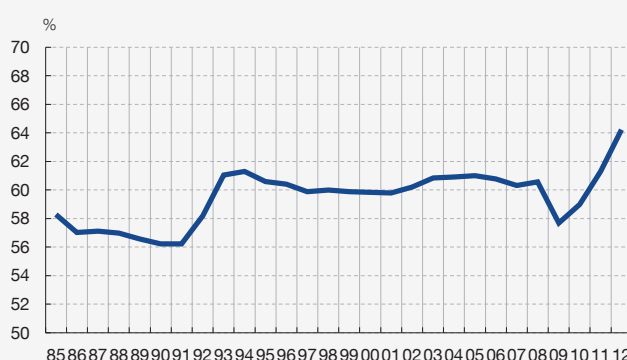
La literatura sobre uniones monetarias señala que los principales canales que permiten amortiguar o compartir los riesgos (*risk sharing*) cuando un país de la unión registra una perturbación asimétrica discurren a través de los flujos migratorios, las transferencias fiscales y los mercados financieros. Cuando un país (o región) experimenta una perturbación, las consecuencias pueden verse aminoradas si parte de su población emigra a otras regiones. El *shock* puede verse también amortiguado por la intervención pública

a través de transferencias fiscales del presupuesto federal, como en el caso de Estados Unidos (canal fiscal). Además, la caída del PIB no tiene por qué trasladarse en su totalidad a la renta de los residentes si la propiedad del capital está diversificada de manera que parte del capital productivo de esa economía sea propiedad de no residentes, al tiempo que los residentes obtienen rentas de otros países (regiones) no afectadas por el *shock* —a este canal se le denomina habitualmente en esta literatura «mercados de capital»—.

1 SESGO NACIONAL EN LAS EMISIONES DE RENTA VARIABLE (a)



2 RIESGO NO COMPARTIDO (b)



3 MECANISMOS DE RISK-SHARING (c)

	Estimaciones UEM			CE-8 (d)	Estados Unidos (e)	Canadá (f)	Alemania (g)
	1970-2012	1999-2007	1999-2012	1966-1990	1963-1990	1961-2006	1995-2006
Mercados de capital	-0,03 (-1,76)	0,03 (0,29)	-0,09 (-0,97)	0,00 (1,00)	0,39 (3,00)	0,26 (7,15)	0,51 (6,80)
Depreciación	-0,10 (-6,23)	0,00 (-0,20)	-0,13 (-3,38)	-0,04 (-2)	-	-	-
Transferencias	0,01 (0,38)	-0,11 (-1,43)	0,09 (1,01)	0,00 (2,00)	0,13 (1,00)	0,26 (6,63)	0,11 (1,58)
Canal de crédito	0,47 (7,84)	0,54 (2,46)	0,49 (4,23)	0,46 (6,00)	0,23 (6,00)	0,18 (9,78)	0,18 (3,13)
Riesgo no compartido	0,64 (9,70)	0,54 (6,06)	0,63 (5,74)	0,57 (6,00)	0,25 (6,00)	0,30 (4,07)	0,21 (3,01)

FUENTES: Banco Central Europeo, Banco de España y otros.

a Porcentaje en poder de residentes del país, de la zona del euro y de fuera de la zona del euro.

b Estimado según la metodología de Asdrubali *et al.* (1996).

c Entre paréntesis, t-ratios. El sistema estimado es:

$$(1) \Delta \text{PIB}_t - \Delta \text{PNB}_t = V_{1t} + \beta_1 \Delta \text{PIB}_t + \epsilon_{1t}$$

$$(2) \Delta \text{PNB}_t - \Delta \text{PNN}_t = V_{2t} + \beta_2 \Delta \text{PIB}_t + \epsilon_{2t}$$

$$(3) \Delta \text{PNN}_t - \Delta \text{RNN}_t = V_{3t} + \beta_3 \Delta \text{PIB}_t + \epsilon_{3t}$$

$$(4) \Delta \text{RNN}_t - \Delta C_t = V_{4t} + \beta_4 \Delta \text{PIB}_t + \epsilon_{4t}$$

$$(5) \Delta C_t = V_{5t} + \beta_5 \Delta \text{PIB}_t + \epsilon_{5t}$$

donde PIB es el producto interior bruto, PNB el producto nacional bruto, PNN el producto nacional neto, RNN la renta nacional neta y C el consumo total.

Todas las variables se expresan en logaritmos y los coeficientes $\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4$ aproximan el riesgo compartido a través de los mercados de capital, la depreciación, las transferencias fiscales y los mercados de crédito, respectivamente. El coeficiente β_5 mide el riesgo no compartido.

d B. E. Sørensen y O. Yosha (1998), «International risk sharing and European monetary unification», *Journal of International Economics*, 45, pp. 211-238.

e P. Asdrubali, B. E. Sørensen y O. Yosha, «Channels of interstate risk sharing: United States (1963-1990)», *The Quarterly Journal of Economics*, 111 (4), pp. 1081-1111.

f S. Basher, F. Bali y L. Rosmy (2009), *Channels of risk sharing among Canadian provinces: 1961-2006*.

g R. Heppel y J. von Hagen (2010), *Interstate risk sharing in Germany, 1970-2006*, University of Connecticut Working Paper 13.

Finalmente, las empresas y los hogares de esa economía pueden suavizar su consumo acudiendo al mercado de crédito (canal de crédito).

Diversos trabajos empíricos han tratado de cuantificar el grado de compensación que puede proporcionar cada uno de estos canales a partir de la experiencia de uniones federales establecidas previamente. La metodología empleada es habitualmente la propuesta por Asdrubali *et al.* (1996)¹, que trata de cuantificar en qué medida la varianza del producto interior bruto de un Estado se ve reflejada en la varianza del consumo total de ese Estado².

Como se aprecia en el cuadro adjunto, la evidencia disponible para Estados Unidos y otros Estados federales señala que buena parte de las perturbaciones se ven amortiguadas por los mercados de capitales (en torno al 40 %). Los mercados de crédito también desempeñan un papel relevante como canal de diversificación del riesgo (amortiguando en torno al 20 % de los *shocks*), mientras que el impacto de las transferencias fiscales tiende a ser más moderado, inferior al 20 %, pero económicamente significativo. Aproximadamente un 20-30 % de la magnitud de las perturbaciones no se comparte o diversifica en esos Estados.

En el caso de los países de la zona del euro, Sørensen y Yosha (1998) muestran que el canal crediticio ha constituido la única vía para amortiguar perturbaciones entre los países de la UE, si bien algunos trabajos más recientes³ sugieren un incremento de la potencia de los canales de *risk-sharing* que discurren a través de los mercados de capital. A ello ha podido contribuir el hecho de que la integración financiera haya disminuido el sesgo nacional en la propiedad empresarial, tal y como se observa en el gráfico 1, donde se presenta el porcentaje de renta variable emitida por residentes en la UEM adquirido por los residentes nacionales, de otros países de la zona del euro y de terceros países.

Pero la potencia de este canal es todavía comparativamente muy reducida. En el cuadro adjunto se presentan diversas estimaciones que se han realizado para todos los países de la zona del euro, con los datos disponibles desde 1970 hasta 2012 (primera columna del cuadro), desde la creación de la UEM hasta 2012 (segunda columna) y hasta el año anterior al estallido de la crisis (tercera columna). Los resultados revelan, en primer lugar, que frente a otros Estados federales el porcentaje de riesgo que no se comparte o mutualiza (última línea del cuadro) es mucho más elevado en la UEM, y ello se debe tanto a la ausencia de transferencias fiscales como a la menor potencia del *risk sharing* a través de los mercados de capital en la zona del euro. La justificación de este último aspecto puede residir, por un lado, en el mayor sesgo nacional de las inversiones que todavía existe frente a otras uniones monetarias y, por otro, en la existencia de una distribución más asimétrica de la propiedad, ya que solo unos pocos países concentran la mayor parte de las inversiones transfronterizas (dentro de la misma zona del euro)⁴. En segundo lugar, el canal crediticio es el único amortiguador existente dentro de la UEM, lo que confirma la evidencia previa obtenida por Sørensen y Yosha (1998). Pero la potencia de este canal parece haber disminuido durante los años de la crisis. Como se aprecia en el gráfico 2 y en el cuadro adjunto, las regresiones estimadas apuntarían hacia un incremento de la cuantía del riesgo «no compartido» durante los años de crisis.

Diversos autores destacan cómo, en el caso de Estados Unidos, las crisis bancarias que registraron algunos Estados fueron abordadas y resueltas con mayor celeridad y menores pérdidas por una institución federal, la FDIC (Federal Deposit Insurance Corporation) sin poner en riesgo la estabilidad del conjunto⁵. En cambio, en la UEM la ausencia de una unión bancaria con instituciones de gestión de crisis que cuenten con un respaldo fiscal suficiente la dejaron expuesta a procesos de pérdida de confianza que acabaron fragmentando los mercados financieros, de manera que estos disminuyeron su papel estabilizador de *shocks*.

En conclusión, la UEM carece de los canales de ajuste existentes en otras uniones de Estados federales y su principal canal, el crediticio, puede perder potencia en situaciones de pérdida de confianza, como la vivida durante la actual crisis. El desarrollo de una unión bancaria completa, con instrumentos de gestión de crisis que eviten la fragmentación de los mercados financieros y favorezcan avances en la integración de los mercados de capital, constituye un elemento esencial para la estabilidad del proyecto europeo. También, con carácter complementario, resultaría conveniente aumentar la potencia del canal fiscal ahora inexistente, diseñando, por ejemplo, un presupuesto europeo con fines estabilizadores.

1 P. Asdrubali, B. Sørensen y O. Yosha (1996), «Channels of interstate risk sharing: United States (1963-1990)», *The Quarterly Journal of Economics*, noviembre, pp. 1081-1111.

2 Para cuantificar el efecto estabilizador de estos canales se utiliza un análisis de regresión entre el PIB, el PNB (el PIB menos las rentas del trabajo y de la inversión netas procedentes del resto del mundo), la renta disponible para consumo antes y después de impuestos y el consumo total, añadiendo la depreciación de los activos de una economía para tener en cuenta la diferencia existente en las cuentas nacionales entre el producto interior bruto y el neto. Si bien este análisis no permite tener en cuenta el posible efecto estabilizador de los flujos migratorios (más allá de los efectos que puedan ocurrir mediante las remesas de emigrantes), en el caso concreto de la UEM este canal no ha sido relevante.

3 B. E. Sørensen y O. Yosha (1998), «International risk sharing and European monetary unification», *Journal of International Economics*, 45, pp. 211-238. D. Giannone y L. Reichlin (2006), *Trends and cycles in the euro area*, ECB Working Paper 595. Y. Demyanyk, C. Østergaard y B. E. Sørensen (2008), *Risk sharing and portfolio allocation in EMU*, European Economy Policy Paper 334. Para el análisis de los mecanismos de mutualización de riesgos entre las regiones españolas, puede verse E. Alberola y P. Asdrubali (1997), *How do countries smooth regional disturbances? Risksharing in Spain: 1973-1993*, Documentos de Trabajo, n.º 9724, Banco de España.

4 H. Zemanek (2010), *Asymmetric International risk sharing in the Euro Area*, Institute for Economic Policy, Germany.

5 D. Gross (2012), «Banking Union: If Ireland were Nevada», *VoxEU*, y M. Hoffmann y B. E. Sørensen (2012), «Don't expect too much from EZ fiscal union – and complete the unfinished integration of European capital markets!», *VoxEU*.

... en primer lugar, facilitando la consolidación fiscal en los países con mayores desequilibrios de sus cuentas públicas...

En el ámbito fiscal, los avances en la consolidación de las cuentas públicas están siendo notables en la mayoría de los países. Pero las dificultades para reconducir los niveles de deuda hacia registros más moderados, en un contexto de elevados costes de financiación de la deuda soberana y de crecimiento económico débil, son evidentes. En este sentido, se han planteado propuestas, como la originalmente realizada por el Consejo de Expertos Económicos alemanes para la creación de un fondo de amortización de deuda, que merecen ser analizadas en profundidad²⁵. Esta propuesta concreta implica la creación de un fondo (*European Redemption Fund*) de duración y cuantía limitadas, que durante sus primeros años de funcionamiento iría asumiendo progresivamente los vencimientos de deuda de cada país que excedan del 60 % del PIB, refinanciándolos mediante emisiones con responsabilidad compartida (que tendrían tipos de interés notablemente inferiores a los que afrontan ahora la mayoría de los países). A cambio, se exigiría una condicionalidad estricta, que habría de materializarse en compromisos concretos de consolidación fiscal y de reforma estructural. En los años siguientes, el fondo iría amortizando progresivamente sus emisiones de deuda, mediante las aportaciones que previamente habría realizado cada país.

... la recapitalización directa de bancos europeos...

También habrán de abordarse los problemas que subsisten en el sistema bancario que dificultan la normalización de las condiciones financieras. La posibilidad de que el MEDE pueda recapitalizar directamente a las entidades bancarias con dificultades, haciendo de puente hacia el futuro mecanismo de gestión y resolución, contribuiría a recuperar la confianza en el sistema bancario, facilitando el proceso de vuelta a la financiación de mercado que han de afrontar los países que han recibido asistencia financiera.

... y, en definitiva, eliminando cualquier tipo de rémoras al crecimiento...

En cualquier caso, será necesario establecer políticas favorecedoras del crecimiento que permitan reabsorber los elevados niveles de desempleo acumulados durante la crisis. Las iniciativas como el Pacto por el Crecimiento que se han llevado a cabo hasta ahora han resultado claramente insuficientes. La corrección de los desajustes competitivos también se vería facilitada por medidas que reequilibraran la demanda agregada dentro de la UEM, con aumentos de la demanda interna mayores en aquellos países que disfrutaban de superávits de la balanza por cuenta corriente y una posición internacional externa más saneada, y mayores incrementos de la demanda externa en el resto.

... todo ello, en un contexto basado en la transparencia y en la rendición de cuentas

Los avances hacia una unión más completa deberán realizarse en unos momentos complicados para el proyecto europeo, en los que las encuestas revelan una desconfianza creciente de los ciudadanos. Por ello, será preciso que este proceso se vea acompañado de la transparencia y del establecimiento de mecanismos de rendición de cuentas al nivel apropiado que permitan recuperar la confianza de los ciudadanos en el euro.

25 *The European Redemption Pact: An illustrative guide*, German Council of Economic Experts, y Ch. M. Schmidt y B. Weigert (2013), *Weathering the crisis and beyond: Perspectives for the Euro Area*, CEPR Working Paper 9414.