

Luis Cárdenas del Rey*

LOS EUROBONOS EN EL MARCO DE LA UNIÓN BANCARIA

En este trabajo se propone un modelo de aplicación de la Unión Bancaria en la eurozona, diferenciándose del resto en la combinación de los pilares habituales con un sistema común de emisión de deuda, denominado bonos de estabilidad o eurobonos. Esta propuesta se fundamenta en la reciente crisis de deuda soberana y la necesidad de estabilidad financiera y macroeconómica, *i.e.*, en la superación del círculo vicioso de la deuda pública y las entidades financieras. Se concluye con la exposición de las fortalezas que añadiría la medida al sector bancario y las conclusiones obtenidas.

Palabras clave: crisis de deuda soberana, integración financiera, mutualización de deuda soberana.
Clasificación JEL: F34, G10, H63.

1. Introducción

En este trabajo se presenta la propuesta de Unión Bancaria como proceso de convergencia del sector a nivel europeo con el objetivo de crear un sistema estable y fortalecido que garantice la financiación y evite las consecuencias negativas que conllevan las quiebras bancarias asociadas a procesos de incertidumbre y expectativas adversas. La mayoría de desarrollos (Beck, 2012) recogen como pilares fundamentales el regulador, el supervisor, el mecanismo de resolución y la garantía de pagos conjunta; por el contrario, en este trabajo se incluyen los bonos de estabilidad como pilar fundamental y necesario para el correcto desarrollo del proceso de convergencia. Esta afirmación se sustenta sobre el hecho de que la crisis de deuda soberana se encuentra íntimamente vinculada con la evolución de la actividad económica y las necesidades de obtención de fondos por parte del sector financiero para su saneamiento, *i.e.*, el deno-

minado «círculo vicioso» entre las finanzas públicas y bancarias.

Además, se elabora un indicador, el excedente primario presupuestario, que permite comprender la dinámica de las finanzas públicas a nivel europeo; así como la disparidad de criterios en la velocidad de implantación de un sistema único en función de las necesidades de cada país, cobrando especial sentido cuando se incorporan los datos de volumen de deuda y tipos de interés.

El estudio se realiza desde un enfoque estructural, es decir, en los aspectos de mayor profundidad, como las reformas que van a modificar sustancialmente la dinámica sectorial y no tanto en las circunstancias contingentes, aunque, sin duda, éstas son relevantes. Las herramientas metodológicas consisten en la descripción de las medidas de reforma en las que existe consenso a partir de la revisión de la literatura reciente, los últimos informes técnicos de las instituciones y agentes. Este proceso analítico se sustenta en la exposición de los distintos datos de la evolución de la deuda pública, los tipos de interés y el excedente primario presupuestario estimado. ▷

* Universidad Complutense de Madrid.

Versión de octubre de 2013.

TABLA 1
VOLUMEN DE DEUDA SOBERANA (1995-2012)
(En porcentajes)

País	Volatilidad (1)			Media (2)			Máximo	Mínimo
	2010-12	2002-12	1995-12	2010-12	2002-12	1995-12	1995-12	1995-12
España	11,53	14,44	12,44	71,67	52,36	56,35	84,20	36,30
Alemania	1,03	7,70	8,35	81,63	70,84	66,34	82,50	55,60
Francia	3,95	10,66	10,70	86,17	71,69	66,38	90,20	55,50
Irlanda	12,73	35,39	29,6	105,40	54,03	54,76	117,60	24,70
Italia.....	4,14	8,49	7,47	122,30	110,65	112,19	127,00	103,30
Portugal.....	15,05	21,49	20,55	108,40	78,52	69,13	123,60	50,70
Reino Unido	5,30	20,08	16,61	84,80	56,55	52,28	90,00	37,70
Grecia.....	11,25	25,55	22,75	158,60	121,96	113,13	170,60	94,50

(1) La volatilidad es la desviación típica. (2) Media aritmética.

Expresado en términos anuales, se ha ajustado a 1995 por falta de datos de algunos países, no se ha incluido el 2013 por ser una estimación.

Fuente: elaboración propia a partir de los datos del Statistical Data Warehouse del BCE.

La motivación de este trabajo es la fuerte relación entre el sector financiero y la economía «real», el conocimiento de las medidas que se están desarrollando y el proceso de reestructuración son condición necesaria para comprender la realidad del sector y la evolución de la economía en los últimos años. El sector financiero aporta los instrumentos necesarios para el desarrollo de la actividad económica, simultáneamente, la actividad económica estimula el mercado crediticio, este *feedback* o retroalimentación positiva también puede producirse de forma inversa, siendo éste un obstáculo de difícil superación.

En resumen, se pretende exponer los principales elementos institucionales de integración financiera y, especialmente, los bonos de estabilidad. En este sentido se desarrolla la propuesta original, sus principales características y formas de creación, pero sobre todo que consiga varios objetivos en el ámbito financiero y monetario, en especial: a) romper el círculo vicioso entre la deuda pública y el sector bancario, y b) impedir que se produzcan las crisis de financiación del sector público. En el futuro se han de concretar algunos aspectos que se apuntan de forma general, es el caso del tipo de subasta que se utilizaría para emisión conjunta, un estudio en profundidad podría analizar las consecuencias de introducir cada tipo de subastas, para ello lo conveniente sería hacerlo en el marco de la Teoría de Juegos, en su rama de subastas.

Por último, no es posible explicar la política financiera comunitaria sin hacer referencia a la crisis de deuda soberana en la eurozona, *i.e.*, los problemas de financiación por parte de algunos Estados miembros que se reflejan en la evolución del volumen de deuda (Tabla 1). Los datos indican que España e Irlanda son países que se encuentran entre los que tienen un menor volumen de deuda como ratio del PIB durante el período 1995-2012, un 36,30 y un 24,70 por 100 respectivamente; en el caso contrario se sitúa Grecia que no desciende del 94,5 por 100 y tiene el volumen máximo más elevado, un 170,60 por 100; de hecho se sitúa en media en un 158,6 por 100 durante los años 2010 a 2012.

Otra forma de ver los efectos de la crisis de financiación es en la volatilidad durante el período 2010-2012, los datos indican que España, Irlanda, Portugal y Grecia sufren una volatilidad superior al 10 por 100; por el contrario, Italia, Francia y Reino Unido se sitúan en torno al 4 por 100, siendo Alemania el país que ha tenido una menor variación de su deuda.

Como afirman Favero y Missale (2012), los tipos dependen de la posibilidad de impago y no del volumen de deuda, aunque ambos conceptos están vinculados. Esta divergencia debe ser subsanada, por esta razón es necesaria la centralidad de los eurobonos en la propuesta de Unión Bancaria, la remuneración de la deuda soberana debe mantener una coherencia entre los distintos países ▷

Europeos para ser un punto de unión y no una fuente de inestabilidad, que afecta incluso a las variables reales.

2. Líneas generales de un sistema bancario único en la zona euro

Ante el problema de mercados financieros excesivamente fragmentados e incapaces de financiar a las entidades de crédito radicadas en países en dificultades, pudiendo verse agravada esta situación por las expectativas de la dinámica macroeconómica, es necesario plantear un proceso de Unión Bancaria. Dicho proceso consistiría en tres pilares: 1) el supervisor común, 2) la garantía de pagos conjunta y 3) una integración de la emisión de deuda pública.

El reciente desarrollo de la literatura sobre esta cuestión sostiene que la creación de un sistema financiero común no excluye y, de hecho, requiere otras actuaciones, como la unión fiscal y la reforma de las instituciones, según afirman Pisani-Ferry, *et al.* (2012). El objetivo último, siguiendo a Fonteyne, (2006), ha de ser que «*los prestatarios consigan [un] financiamiento menos costoso y más seguro en mercados financieros más desarrollados y completos*». Además hay que considerar, según Berges, Ontiveros y Valero (2012), que en última instancia la Unión Bancaria será una medida efectiva en el futuro pero en menor medida lo será para los problemas heredados (*legacy assets*). Beck (2012) sostiene que es necesario resolver la crisis financiera de corto plazo con la construcción de factores institucionales que garanticen la estabilidad en el largo plazo.

2.1. Regulador y supervisor comunes

En septiembre de 2012 la Comisión Europea (European Commission, 2012a) ha propuesto el Mecanismo Único de Supervisión (Single Supervisory Mechanism, SSM) que confiere amplios poderes al

BCE para la supervisión de todos los bancos en la zona del euro. De esta manera se propone eliminar las diferencias entre regulaciones creando un único código normativo y el mecanismo único de supervisión, y manteniendo la Autoridad Bancaria Europea (EBA) la integridad del mercado único. El principal objetivo de la propuesta es doble (Constâncio¹, 2013): primero evitar el *trilema financiero*, definido como la imposibilidad de lograr simultáneamente la estabilidad financiera, la integración financiera y el mantenimiento de las políticas financieras nacionales en un mercado financiero integrado.

Los bancos denominados nacionales, es decir, una vez que se establezca la filiación nacional de cada entidad a efectos de supervisión *in situ*, seguirán bajo la supervisión directa del supervisor que venía desempeñando estas tareas, por varias razones, especialmente por la imposibilidad del BCE de desarrollar en profundidad la inspección de todas las entidades bajo su mandato y, en segundo lugar, para aprovechar la experiencia y el *know-how* del supervisor habitual. De igual forma, la Autoridad Bancaria Europea compartirá las tareas de supervisión con el BCE; en esencia esta es la propuesta por Schoemaker y Gros (2012).

En la Tabla 2 se muestran, de forma sintetizada, los objetivos de la propuesta y el papel que desempeñarían los bancos centrales nacionales en el nuevo escenario de regulación y supervisión.

Como es necesario seleccionar aquellas políticas prioritarias y renunciar a una, se ha decidido con esta medida potenciar la estabilidad y la integración financiera. En segundo lugar, se pretende acabar con el círculo de la crisis de deuda soberana y financiación de las entidades, aportando las suficientes garantías en el marco supervisor para permitir los mecanismos de transmisión monetarios. Además, serán suyas las tareas de autorizar a las entidades de crédito; velar por el cumplimiento de los requisitos de capital, apalancamiento y liquidez, y llevar a cabo la ▷

¹ La expresión pertenece a Vítor Constâncio, vicepresidente del BCE, utilizada en su discurso *Establishing the Single Supervisory Mechanism* en el Foro Bancario Europeo, BAFT-IFSA 2013, el 29 de enero de 2013.

TABLA 2
PROPUESTA DEL MECANISMO ÚNICO DE SUPERVISIÓN BANCARIO

Funciones	Promover la seguridad y solidez de las entidades de crédito y la estabilidad del sistema.
	Garantizar el cumplimiento de los requisitos mínimos de capital, la suficiencia del capital interno en relación con el perfil de riesgo de una entidad.
	Con el fin de poder llevar a cabo sus funciones, el BCE tendrá todas las facultades de investigación necesarias, pudiendo solicitar toda la información relevante.
Estructura	El alcance de la supervisión incluye a todas las entidades de crédito establecidas en los Estados miembros, independientemente de su modelo de negocio o el tamaño.
	En el marco del Sistema Europeo de Gestión Financiera cooperará estrechamente con la EBA que conservará sus competencias y tareas, desarrollando en profundidad el único código normativo, garantizando la convergencia de las prácticas de supervisión.
Supervisor nacional	La protección del consumidor y la lucha contra el blanqueo o lavado de dinero.
	La mayoría de las verificaciones del día a día y otras actividades de supervisión necesarias para preparar y ejecutar los actos del BCE.

Fuente: elaboración propia.

supervisión de los conglomerados financieros. Incluso adoptará medidas de intervención preventiva cuando un banco esté en situación de incumplir o esté en riesgo de hacerlo.

Aunque todas las entidades se encuentren bajo la supervisión del BCE, sólo lo estarán de forma directa aquellas que cumplan una serie de requisitos: a) superen los 30.000 millones de € de activos, b) por su especial relevancia dentro de un país o por tener actividad en varios de ellos, y c) las que hayan recibido capitalización de los instrumentos de financiación europeos. Es decir, aquellos que por algún motivo sean considerados especialmente relevantes en el ámbito comunitario.

2.2. Garantía de pagos conjunta

La garantía de depósitos ha sido considerada tradicionalmente la red de seguridad del sistema financiero, siendo de especial atención la creación y mejora de los Seguros de Garantía de Depósitos (SGD), que ha venido condicionada por la decisión de la Comisión Europea en su informe al Parla-

mento Europeo y al Consejo, (2010) relativa a los sistemas de garantía de depósitos de revisar la directiva sobre las garantías depositarias. A partir del 2008, todos los países miembros de la Unión Europea elevaron las garantías hasta los 100.000 €, aunque algunos países como Irlanda no establecieron límites. Dicha directiva propone la homogeneización de la red de sistemas de garantía de depósitos con un mecanismo de préstamo mutuo, como primer paso para establecer un sistema único de toda la UE.

Gómez Fernández-Aguado *et al.* (2013) afirman que la aprobación del Real Decreto Ley 16/2011, por el que se crea el Fondo de Garantía de Depósitos de Entidades de Crédito (FGD) y, el Real Decreto Ley 19/2011, de 2 de diciembre, donde se establece una contribución única al FGD por parte de las entidades financieras del 2 por 1.000, es consecuencia de la necesidad de una mayor dotación de capital para atender al proceso de reestructuración.

El 2 de febrero de 2012 (Boletín Oficial de las Cortes Generales, X Legislatura, 2 de marzo de 2012, nº 14) España ratificó el Tratado Constitutivo del Mecanismo Europeo de Estabilidad ▷

(MEDE), que asumirá las tareas desempeñadas por la Facilidad Europea de Estabilización Financiera (FEEF) y el Mecanismo Europeo de Estabilización Financiera (MEEF) con el objetivo de prestar financiación a los miembros de la Unión Monetaria Europea (UME). Estas tareas consistían en proporcionar apoyo a un Estado miembro que literalmente «no pueda acceder o corra el riesgo de no poder acceder con normalidad a la financiación en el mercado». Según este tratado sus funciones serán complementarias a las del Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza en la Unión Económica y Monetaria (TECG), que propone como una de sus finalidades una coordinación más estrecha para corregir la gestión como potencial origen de inestabilidad.

Schoenmaker y Gros (2012), defienden la creación de instituciones comunitarias dedicadas a garantizar los depósitos. Entre otras medidas, destaca la creación de un Seguro de Depósitos Europeo (European Deposit Insurance), así como una Autoridad de Resolución que establezca y resuelva la problemática de los bancos transfronterizos. Ambos instrumentos contarían con el respaldo financiero del Mecanismo Europeo de Estabilidad. Esto se debe a la imposibilidad de los Estados de hacer frente individualmente a las crisis bancarias que terminan convirtiéndose en crisis de deuda soberana, agravando a su vez la propia crisis bancaria.

3. Bonos de estabilidad

Los denominados eurobonos, consisten en la mutualización de las deudas soberanas mediante un mecanismo de emisión conjunto, es decir, el emisor será una institución supranacional, teniendo como objetivo la reducción de los intereses que pagan los países de la zona euro, siendo la principal causa de la propuesta la divergencia en los tipos de interés de la deuda pública a partir del 2008, frente a la escasa diferencia en la década anterior, este proceso ha provocado una

crisis de financiación de algunos Estados (Lane, 2012), especialmente los periféricos, siendo paradigmático el caso griego. Por el contrario, otros países, los centroeuropeos, han mantenido una tendencia descendente de la remuneración de su deuda soberana, creando de esta forma una divergencia centro-periferia.

3.1. Características

La aparición de esta medida como solución a los problemas financieros estatales, se debe a Delpla y von Weizsäcker (2010), según estos autores, se conseguiría una reducción de los tipos de interés que pagan los deudores mediante una mejora de la credibilidad de cumplimiento, en otras palabras, una reducción del riesgo país, resolviendo los problemas de liquidez a los que están sometidos los países que tienen que pagar tipos de interés más altos. Además, supondría unas menores exigencias de colaboración entre países, implicando una menor responsabilidad solidaria, con la desaparición de la posibilidad de tener que recurrir a un *bailout*, por los países con menor capacidad de acceso al mercado. Así todos los Estados se verían beneficiados en conjunto al reducirse el riesgo país para toda la zona euro. Sobre la principal cuestión de la disciplina presupuestaria, aportan un incentivo a su mantenimiento, al reducir el déficit financiero y la obtención de intereses más bajos por una menor ratio de la deuda sobre el PIB.

El funcionamiento consistiría en distinguir dos tramos de deuda, de tal forma que la emisión conjunta de los bonos homogéneos estaría a cargo de un organismo de carácter supranacional, denominado DMO (Debt Management Office). Inicialmente, se proponía al Banco Central Europeo (BCE) como garante de la emisión, pero sus funciones no están claramente establecidas, pudiendo crearse una agencia específica o un Tesoro supranacional.

Este organismo emitiría una deuda senior, llamada Deuda Azul (*Blue Bond*), que estaría ▷

respaldada por todos los países de la zona euro, siendo, por ello, considerada de alta calidad y con una gran liquidez, al cotizarse en un mercado financiero de mayor profundidad. Los Tesoros públicos podrían acudir a este tipo de deuda hasta alcanzar un volumen del 60 por 100 de la producción anual, a partir del cual un Estado que quisiera una mayor financiación tendría que volver a emitir deuda propia, de tal forma que sería el responsable del incumplimiento al no estar respaldada por el resto de países. Este tipo de deuda que supera el límite establecido se denominaría Deuda Roja (*Red Bond*), cuyo precio es previsible sea sensiblemente más elevado que el bono azul; por tanto, se crearía un incentivo para no superar el margen, recompensando, de esta forma, con un menor coste de financiación a aquellos países que mantengan la disciplina presupuestaria y el control del déficit.

La mayor crítica a este instrumento ha sido el problema del *moral hazard*, que agravaría la indisciplina presupuestaria, ya señalada como una de las causas de los problemas crediticios, se considera, por tanto, que la emisión conjunta puede fomentar aún más este comportamiento y no resolvería la situación. Son vistos, en definitiva, como una forma de eludir la disciplina de mercado, al valorarse los activos de forma distorsionada por el mejor crédito a priori de unos países sobre otros, que no se materializaría en unos tipos de interés menores.

Una forma de evitar dicho problema proviene de Jones (2010), que considera el incremento de la transparencia como un contrapeso suficiente para evitar el riesgo moral. También se ha discutido sobre la eficiencia de la propuesta original planteándose otras alternativas (Dübel, 2011) que, considerando inevitables los efectos perniciosos con respaldo completo, reducirían el riesgo moral mediante una garantía parcial, y siempre que se llamara a ejecutar la garantía. Esta forma requeriría de un criterio de negociación de los requisitos para la emisión de los bonos.

En respuesta a estas críticas, Delpla y Von Weizsäcker (2011), alegan que uno de los objeti-

vos fundamentales de la Deuda Azul es, precisamente, reducir la indisciplina fiscal que, pudiendo ser una de las causas de la crisis de deuda, es por ello más importante la introducción de este instrumento. Hacen referencia además al «*exorbitante privilegio*» del Tesoro estadounidense, capaz de financiarse a tipos inferiores a la mayoría de países del euro, y sin duda, considerando la eurozona como un conjunto.

La ganancia que obtendrían los países en principio menos beneficiados podría compensarse por una aproximación a los rendimientos del bono norteamericano, especialmente en países como Francia y Alemania. Por último, consideran que se forzaría a los países de la zona euro que más problemas están teniendo a realizar cambios en su comportamiento, para buscar la credibilidad crediticia que de otra forma no sería posible, y que mejoraría en términos de valoración la percepción de los compradores de bonos, al castigar con más intereses una deuda de mayor cuantía al 60 por 100, aportando realismo al cumplimiento de dicho margen.

3.2. Objetivos

Como se puede apreciar en la Tabla 3, donde se resumen algunos de los objetivos esperados de los eurobonos, las consecuencias que traería la introducción de este instrumento afectan a diversos ámbitos del sistema europeo, de tal forma que se verían mejorados, si no resueltos, los problemas tanto de inestabilidad del sistema financiero y de crisis de deuda como de varios obstáculos por los que atraviesa la Unión Monetaria, en el sentido de los problemas de circulación de los flujos financieros y de la liquidez del sistema.

Además, se pueden proponer otros objetivos secundarios que todavía no se han considerado (Tabla 4). Estos objetivos afectan al funcionamiento general tanto de la UE, en el ámbito de la unión fiscal y de la consolidación europea, como a la política monetaria (desde el mecanismo de transmisión hasta la posibilidad de una mone- ▷

TABLA 3
OBJETIVOS PRINCIPALES DE LA EMISIÓN DE ESTABILIDAD

Problema	Efecto esperado.
Crisis de deuda soberana	A corto plazo una mejora de las expectativas, una reducción de los tipos de interés pagados y, en definitiva, una solución coyuntural.
	A largo plazo incentivaría la disciplina presupuestaria y fomenta la sostenibilidad estructural de las finanzas públicas, evitando <i>defaults</i> .
Estabilidad financiera en la eurozona	Un acceso a la financiación en mejores condiciones, y una reducción de la volatilidad del mercado ¹ .
	La banca puede utilizar los bonos como colateral en las operaciones de refinanciación, y una reducción del riesgo por <i>default</i> .
Situación del euro	Facilitaría la inversión en activos de la zona euro y en una mayor demanda del euro como divisa, de forma similar al Dollar USA.

¹ Provocado por el comportamiento gregario o una injustificada valoración adversa del riesgo.
Fuente: elaboración propia a partir de la propuesta de la Comisión Europea (2012).

TABLA 4
OBJETIVOS SECUNDARIOS DE LA EMISIÓN DE ESTABILIDAD

Consolidación de la Unión Europea	La resolución de los problemas económicos traería consigo una mejora en la integración supranacional europea.
Unión Fiscal	Un tesoro común daría pie a una mayor vinculación impositiva.
Mecanismo de transmisión de la política monetaria	Un mayor conjunto de activos líquidos y seguros, permitiría una mejor comunicación entre la emisión de dinero y los hogares.
Monetización de la deuda	Un único bono sería más fácilmente convertible en moneda.
Funcionamiento del mercado financiero	Crearía un <i>benchmark</i> o un punto de referencia en la valoración de activos. Lo cual conduciría a una reducción generalizada de costes, implicando una mejora en la prestación de servicios financieros.

Fuente: elaboración propia.

tización de deuda homogénea), lo que llevaría a una mayor integración en la eurozona.

Como señala la Comisión Europea (2011), hay multitud de formas y enfoques de implantación (Claessens, Mody y Vallé, 2012) que podrían adoptar los eurobonos, incluida la propuesta original. Podemos resumir en tres grandes bloques estas variantes.

Sustitución completa de las emisiones por los bonos de estabilidad

Conllevaría un mayor volumen de negocio, menores tipos y desaparecerían los problemas de convivencia entre la agencia central y las locales, siendo más eficiente que cualquier otra propuesta. Esta forma implica un incremento en el efecto de los potenciales beneficios; como problema principal no reduciría el riesgo moral, de hecho lo incrementaría y, por tanto, no conseguiría uno de los objetivos principales de la propuesta: el desarrollo de

la disciplina presupuestaria y la sostenibilidad de las finanzas públicas.

Sustitución parcial, emisiones nacionales y supranacionales con garantías conjuntas

Esta forma sería la más próxima a la propuesta original, se podría incluir un nuevo límite en la emisión de Bonos Azules. El argumento que sostiene este modelo es considerar que en épocas de ciclo descendente las necesidades de financiación de los Estados serán necesariamente mayores al reducirse los ingresos fiscales, y al sobre-reaccionar los mercados de deuda en el corto plazo; podemos deducir de ello que el límite máximo debería ser más alto. Esta opción necesariamente se vería reforzada con la credibilidad de pago de la deuda senior. Aunque se reduciría el efecto positivo que tendría la sustitución completa, cumpliría mejor con otros objetivos ya mencionados. ▷

Sustitución parcial con garantías conjuntas prorrateadas

Para mitigar el riesgo moral, las garantías irían en función de las posibilidades de cada Estado miembro. Sólo sería necesario crear una agencia central en la medida que se requirieran las emisiones mutualizadas. Su mayor ventaja sería la rapidez de creación al exigir menores compromisos a los Estados menos beneficiados, pero sí obtendría algunos de los objetivos propuestos, además no implica cambios legislativos. Por contra, los rendimientos de este enfoque serían menores que en cualquiera de los otros y, por tanto, es una opción más realista pero menos eficaz.

Aunque éstas serían las principales líneas de actuación, existe la posibilidad de combinaciones y modificaciones de algunos aspectos, que serían producto de la gestión de su introducción, un ejemplo de esta cuestión son las características del órgano emisor. El modo de implantación de dicha institución no es claro, entre las propuestas podemos distinguir:

1. La Comisión Europea se encargaría inicialmente de esta labor, siendo ésta una solución rápida y de fácil implantación.

2. El MEDE podría ampliar sus funciones y hacerse cargo de forma permanente.

3. La creación de un nuevo DMO (Debt Management Office) creado específicamente, al ser una medida que necesariamente llevaría más tiempo, el Banco Central Europeo (BCE) podría hacerse cargo inicialmente, siendo elegida esta institución por tener capacidad suficiente para la operación, autoridad e independencia.

4. Los Tesoros nacionales realizarían la emisión en un primer momento, pero en el largo plazo cualquiera de estas medidas implicaría la creación de un Tesoro independiente en la eurozona encargado de la emisión.

Surgen distintos temas a analizar respecto a las funciones de la DMO, si su comportamiento es autónomo, e incluso independiente, cómo distribuirá, y en qué condiciones, los ingresos obtenidos por la venta de bonos. Asimismo, queda pendiente cómo liquidaría sus obligaciones. Si el calendario es excesivamente rígido, las necesidades de liquidez temporales podrían no ser satisfechas. En el caso de necesitar de subastas extraordinarias, para qué Estados miembros se producirían y en qué condiciones. Existen múltiples preguntas pendientes de respuesta.

La aplicación de la Teoría de Juegos al estudio de las subastas fue iniciada por Vickrey (1961), y desarrollada para el mercado primario de deuda pública por Back y Zender (1993), Das y Sundaram (1997) y Malvey y Archibald (1998). Para una subasta de estas características –con múltiples objetos, es decir, cuando se subastan múltiples unidades– tradicionalmente se distingue entre dos tipos de subastas:

1. Las subastas discriminatorias serían equivalentes a la subasta al primer precio ya que las unidades se adjudicarían a las pujas más altas y se pagaría un precio igual a su puja.

2. Por el contrario, las subastas de precio uniforme se asemejan a la subasta al segundo precio ya que se adjudicaría a las pujas más altas, pero todos pagarían el mismo precio, el cual sería igual a la puja más alta de las rechazadas o la más baja de las aceptadas.

Es importante que el precio se determine de esta manera para que mantenga las propiedades de la subasta al segundo precio ya que así, el precio finalmente pagado será independiente de las pujas presentadas por cualquiera de los ganadores. Al dividir la oferta en dos tramos adjudicando, en primer lugar, la cantidad correspondiente a subastas de precio único y después repartiendo la cuantía ▷

TABLA 5
APOYO A LOS EURO BONOS

Respuesta	Eurozona	España
Totalmente a favor	9%	14%
Más bien a favor	29%	27%
Más bien en contra	19%	10%
Totalmente en contra	14%	7%
No sabe	29%	42%

Fuente: Eurobárometro 2011.

TABLA 6
ESTIMACIÓN DEL EXCEDENTE PRIMARIO PRESUPUESTARIO

Año	Países							
	Alemania	España	Francia	Reino Unido	Grecia	Irlanda	Italia	Portugal
1995	1,74	2,18	2,35	1,26	4,71	-3,82	5,15	2,01
1996	2,80	1,87	2,19	0,67	4,53	-1,60	4,10	1,42
1997	2,17	0,04	1,46	0,46	-0,71	-6,01	2,79	-1,19
1998	1,28	-1,43	0,11	-0,01	-0,25	-5,64	0,83	-2,20
1999	1,48	-1,73	0,67	-0,13	-0,25	-5,06	1,65	-1,40
2000	1,75	-1,87	0,05	0,16	-2,00	-4,17	-0,10	-0,86
2001	1,26	-1,61	0,60	0,17	-2,23	-2,19	0,43	-0,25
2002	2,03	-1,17	1,00	0,05	-1,87	-1,99	1,43	0,27
2003	2,16	-1,59	0,77	-0,70	-5,68	-1,07	1,23	1,25
2004	1,19	-1,54	-0,10	-0,26	-3,15	-0,76	0,10	0,04
2005	1,40	-2,03	-0,24	-0,33	-1,73	-1,42	0,84	0,08
2006	-0,18	-1,83	-0,55	-0,52	-4,31	-1,29	0,12	-0,25
2007	-0,48	-0,93	-0,40	-0,38	-2,65	-0,47	0,40	-0,57
2008	1,41	0,43	1,21	1,29	0,34	4,34	3,53	2,12
2009	5,39	4,11	4,83	4,12	7,89	9,78	9,11	5,18
2010	-1,97	2,56	0,32	-1,00	19,20	8,03	2,19	2,74
2011	-1,01	2,81	0,22	-0,60	37,33	8,51	4,48	12,17
2012	-0,45	5,97	0,61	-0,57	45,47	4,80	8,09	16,34

Fuente: elaboración propia.

restante ante las peticiones discriminatorias, en esta subasta el precio va descendiendo y cada comprador paga su puja. A la hora de adjudicar volúmenes de deuda entre las peticiones discriminatorias, se ordenan éstas de mayor a menor precio ofertado y se va adjudicando deuda progresivamente con el fin de obtener el precio más bajo de financiación. Finalmente, se calcula el precio a pagar por los compradores de la subasta de precio uniforme calculando el precio medio ponderado de la subasta competitiva.

Respecto al apoyo de la medida, basándonos en el Eurobarómetro de octubre de 2011, titulado *Los europeos y la crisis*, se puede concluir que los eurobonos son percibidos positivamente por los españoles (Tabla 5), de hecho el 41 por 100 de los entrevistados que ha oído hablar de los eurobonos está a favor o muy a favor. Sólo el 17 por 100 se muestra en contra o muy en contra y el 42 por 100 restante no se posiciona, siendo este último un porcentaje sensiblemente superior al europeo (un 29 por 100).

Aunque hay una gran cantidad de entrevistados que no conocían la propuesta (57 por 100), no es especialmente significativo, al ser el mismo porcentaje que la media de la Unión Europea de los 27. En esta línea, Daniele y Geys (2012) en-

cuentran evidencia de un mayor apoyo de los países periféricos (denominados PIIGS), junto con una brecha generacional, es decir, los jóvenes de estos últimos países, y en especial aquellos de baja formación, ven con reticencias una mayor integración europea, existiendo un conflicto interterritorial e intergeneracional sobre la cuestión.

En resumen, los españoles percibirían, según estos resultados, positivamente y mejor que la media de la eurozona la adopción de los bonos de estabilidad, estando igual de informados que el resto de ciudadanos de la Unión, aunque es posible que el apoyo sea menor entre los jóvenes.

3.3. Estimación del excedente presupuestario

Las consecuencias que produciría en España la adopción de un mecanismo de mutualización de deuda soberana han sido estudiados por De Grauwe y Moesen (2009). Estos autores estiman que la existencia de distintos bonos europeos penaliza a los países de la zona euro respecto al resto. Comparan el caso del Reino Unido con el español y observan que España necesita un exce- ▷

dente de superávit primario muy superior al británico por pertenecer a la eurozona.

La fórmula aplicada por estos autores es:

$$S [r - g] D$$

siendo, respectivamente, S el excedente primario del presupuesto, r la tasa nominal de interés de la deuda pública, g la tasa de crecimiento nominal de la economía y D la relación entre deuda del Gobierno y PIB medida como una ratio, todas ellas medidas en datos anuales.

El resultado que obtienen es ligeramente diferente al mostrado en la Tabla 6, esto se debe a que su estimación sobre el año 2010 se basaba en el supuesto de que el comportamiento de los tipos de interés y el crecimiento del PIB se mantendría durante todo el período como la media de los seis primeros meses; dicho supuesto finalmente no se cumplió, por ello los valores estimados originalmente (-1,21 y 2,30) para Reino Unido y España respectivamente, fueron ligeramente más altos, según los cálculos realizados (Tabla 6) de -1,00 y 2,56. Ello no invalida las conclusiones previamente comentadas al consistir en la variación en pocas décimas.

Por el contrario, los signos negativos implican que los países pueden permitirse un déficit primario y eso no conllevará mayores cargas de deuda. Se observa una tónica común, los países que presentan resultados negativos desde la década de los noventa hasta el 2007 pasan a requerir grandes excedentes primarios, el caso griego es especialmente significativo, ya que disfrutó de la posibilidad de déficits primarios durante una década (1997-2007), pasando a ser, con una marcada diferencia (45,47 por 100), el país que requiere un mayor superávit.

Puede observarse claramente el inicio de la crisis de deuda soberana en el año 2009; todos los países analizados presentan un fuerte incremento en sus necesidades de excedente.

Mientras que el Reino Unido presenta un resultado negativo (puede permitirse déficits) o ligeramente superior a cero, con la notable excepción del 2008 y, sobre todo, del 2009 que requi-

rió un mayor excedente (4,12 por 100) como era previsible, dado el comportamiento de todos los países en dicho año. Asimismo, Alemania requiere un superávit primario en la mayoría de años pero inferior al 3 por 100², siendo negativo en los últimos años. En la situación contraria se encuentra Italia que ha requerido siempre (menos en el año 2000) de excedente para compensar su presupuesto.

Se puede concluir que el principal factor de la divergencia en los tipos de interés pagados por los distintos países no se relaciona exclusivamente con el volumen de deuda, sino que es necesario considerar otras variables explicativas como el excedente primario presupuestario. Para profundizar en este análisis se puede observar (Tabla 7) la divergencia tanto de volatilidad como de media del rendimiento de los bonos en los países europeos, EEUU y Japón. En el período que podemos considerar propiamente de crisis de financiación (2010-2013), países como Grecia, Irlanda y Portugal muestran una alta volatilidad y mayores tipos de interés de media.

En otro escalón se encuentran España e Italia, que mantienen valores semejantes en ambos indicadores. Finalmente, el resto de países (Alemania, EEUU, Japón, Francia y Reino Unido) tiene una media muy inferior al resto; si se comparan los máximos y mínimos desde el año noventa hasta la actualidad se observa de nuevo una división entre países que pagan un mínimo de alrededor del 3 por 100 y otros que tienen intereses sobre el 1 por 100 o inferiores.

En este análisis como en el resto, Grecia presenta el peor escenario, llegando a una remuneración de su deuda soberana del 43,92 por 100, en datos diarios, aunque el resultado es inferior si se considera una periodicidad más prolongada, su comportamiento sigue siendo paradigmático. ▷

² De nuevo con la excepción del 2009.

TABLA 7
TIPOS DE INTERÉS DE LA DEUDA SOBERANA (1990-2013)
(En porcentaje)

País	Volatilidad (1)			Media (2)			Máximo	Mínimo
	2010-13	2002-13	1995-13	2010-13	2002-13	1990-13	1990-13	1990-13
España.....	0,79	0,77	2,73	5,23	4,44	6,19	14,10	3,00
Alemania.....	0,67	0,95	1,88	2,24	3,46	4,92	9,13	1,17
EEUU.....	0,73	0,99	1,73	2,50	3,69	5,12	9,07	1,40
Japón.....	0,20	0,32	1,76	1,02	1,30	2,44	8,27	0,44
Francia.....	0,51	0,71	2,02	2,91	3,73	5,27	10,62	1,96
Irlanda.....	2,27	1,85	2,14	7,11	5,26	6,34	14,55	3,06
Italia.....	0,87	0,67	3,22	4,95	4,49	6,59	15,12	3,21
Portugal.....	2,93	2,60	2,75	8,72	5,50	6,13	17,25	3,10
Reino Unido.....	0,80	1,01	2,41	2,71	4,01	5,81	13,18	1,44
Grecia.....	8,41	7,35	6,33	17,33	8,15	7,77	43,92	3,22

(1) La volatilidad es la desviación típica. (2) Media aritmética. Se incluyen EEUU y Japón a efectos comparativos. Datos diarios.

Fuente: elaboración propia a partir de los datos del Ministerio de Economía y Competitividad.

4. Fortalecimiento del sector bancario

La Unión Bancaria debe garantizar una supervisión sólida, eficaz y bien coordinada que indique claramente los riesgos de cada entidad. Además, es recomendable una oficina de defensa del consumidor, al ser los productos financieros instrumentos complejos y existir un grave problema de asimetrías de información. También debe permitir la capitalización necesaria para desempeñar sus funciones sin temer el riesgo de quiebra ante fuertes pérdidas de valoración patrimoniales, en este sentido se estipula la denominada *Regla Volcker*.

Es necesaria, además, una correcta gestión del problema *too-big-to-fail* (TBTF), y el riesgo moral que conlleva, es decir, el incentivo a incurrir en un mayor riesgo al no tener que asumir todas las consecuencias. Esta cuestión ha sido tratada en la Dodd-Frank Act³, donde se estipula el mecanismo de liquidación de entidades que sean inviables y se refuerza el control sobre las entidades consideradas sistémicas para evitar que sea necesaria una intervención que suponga costes al contribuyente (González Mota y Marqués Sevillano, 2010). En esta línea ha de establecerse un mecanismo de resolución de entidades que establezca el proceso de intervención y, en su caso, liquidación de las institucio-

³ El nombre completo es *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*.

nes financieras y monetarias que no puedan hacer frente con normalidad a sus pasivos.

Finalmente, es necesaria la ruptura del denominado «círculo vicioso de la deuda», la relación entre las finanzas públicas y las entidades financieras tiene efectos perjudiciales para la evolución de la economía, haciendo más difícil tanto el saneamiento del propio sector como la recuperación del crecimiento. Este punto es el que sustenta la incorporación de los bonos de estabilidad dentro del proceso de Unión Bancaria.

5. Conclusiones

En este trabajo se han desarrollado los principales aspectos la Unión Bancaria. En la presente propuesta se otorga la centralidad a los bonos de estabilidad, entendiéndose como un proceso que dará una solución a la crisis financiera, al facilitar el proceso de saneamiento bancario y estableciendo un mercado financiero más seguro, pero que necesariamente tendrá efectos en el medio y largo plazo, *i.e.*, no es una solución de tipo coyuntural.

Según la propuesta de la UE, se tratarán estas cuestiones integrándolas en los pilares propuestos y sobre los que existe cierto consenso, estos son: a) el regulador, supervisor y legislador común para todos los miembros y b) las garantías conjuntas y el mecanismo de resolución. Res- ▷

pecto al primer órgano, su principal objetivo necesariamente ha de ser garantizar la estabilidad y el correcto análisis y estimación de riesgos.

El segundo punto es la creación del Fondo de Garantías Comunitario, que ha de integrar a la mayor parte del sistema financiero. Sus funciones han de ser: garantizar los depósitos, prevenir los *bank-run* y consolidar la confianza en el sector, dando financiación a los Estados miembros que lo requieran. Así como reducir los riesgos derivados de la situación de «demasiado grande» para caer, que se limitan con el mecanismo de resolución de entidades. Las ventajas e inconvenientes de dicho proceso se deben considerar entendiendo que una mayor integración europea hará indispensable un sistema financiero común conjuntamente a la unión monetaria.

De manera diferente a la literatura desarrollada hasta la fecha se propone, como un tercer pilar, un mecanismo de mutualización de emisión de deuda pública, los bonos de estabilidad, con el objeto de solucionar los graves efectos que la crisis de deuda soberana implica en las finanzas públicas y en la probabilidad de quiebras bancarias, debido al incremento del riesgo en sus balances por unos activos considerados hasta entonces seguros, siendo este un factor fundamental para garantizar el correcto funcionamiento del sistema bancario y de las finanzas públicas y privadas. Especialmente al observarse los efectos perjudiciales del aumento de la remuneración de la deuda para la actividad económica, agravando con ello el «círculo vicioso de la deuda», estas consecuencias pueden ser evitadas mediante una reforma del marco institucional supranacional.

Por último, la necesidad de evitar incurrir en el *moral hazard* se aborda mediante distintos instrumentos. La propuesta original limitaba la deuda común al 60 por 100 del PIB para crear un incentivo al cumplimiento del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, permitiendo romper el círculo entre la financiación estatal y la crisis financiera, incidiendo en los tipos de interés y en las expectativas sobre la posibilidad de impago.

A modo de resumen podemos concluir que la crisis financiera exige la creación de la legislación adecuada, de unas instituciones capaces de inspeccionar, prevenir, intervenir y resolver las entidades bancarias, y un marco macroeconómico monetario y financiero estable dentro de la Unión Monetaria Europea. Para ello es necesario profundizar en la integración a nivel europeo, incorporando los mecanismos que garanticen la convergencia de las magnitudes financieras y, en especial, los tipos de interés de la deuda pública y el volumen de la misma, en el marco de confluencia de la integración fiscal y de las variables reales del ciclo económico.

Bibliografía

- [1] BACK, K. y ZENDER, J. F. (1993): «Auctions of divisible goods: on the rationale for the treasury experiment». *Review of Financial Studies*, nº 6, pp. 733-764.
- [2] BECK, T. (2012): «Banking union for Europe-risks and challenges». *Banking Union for Europe*, nº 11.
- [3] BERGES, Á., ONTIVEROS, E. y VALERO, F.J. (2012): «La Unión Bancaria desde una perspectiva española». Documento de Trabajo Opex nº 71/2012.
- [4] BOLETÍN OFICIAL DE LAS CORTES GENERALES, X LEGISLATURA (2012): 2 de marzo de 2012, nº 14.
- [5] CÁRDENAS DEL REY, L. (2013): «Unión Bancaria: origen, fundamentos y efectos reales». *Documentos de trabajo*, nº 730, FUNCAS.
- [6] CLAESSENS, S., MODY, A. y VALLÉ, S. (2012): «Paths to eurobonds». *IMF Working Paper*. WP/12/172.
- [7] COMISIÓN EUROPEA (2011): «On the feasibility of introducing Stability Bonds», *Green Paper*.
- [8] CONSTÂNCIO, V. (2013): Establishing the Single Supervisory Mechanism, Foro Bancario Europeo.
- [9] DANIELE, G. y GEYS, B. (2012): Public support for institutionalised solidarity: Europeans' reaction to the establishment of eurobonds. Social Science Research Center Berlin (WZB). ▷

- [10] DAS, S.R. y SUNDARAM, R.K. (1997): «Auction theory: A summary with applications to treasury markets». *Working Paper Series*, nº 5873. National Bureau of Economic Research.
- [11] DE GRAUWE, P. y MOESEN, W. (2009): «Gains for all: a proposal for a common euro bond». *Intereconomics*, nº 44, pp. 132-135.
- [12] DELPLA, J. (2010): «The blue bond proposal». *Working Paper Bruegel Policy Contribution*, nº 403.
- [13] DELPLA, J y VON WEIZSÄCKER, J. (2011): «Eurobonds: The blue bond concept and its implications». *Bruegel policy contribution*, nº 2011/02.
- [14] DÜBEL, H.J. (2011): «Partial sovereign bond insurance by the eurozone: A more efficient alternative to blue (Euro-) bonds». *Centre for European Policy Studies*.
- [15] FAVERO, C. y MISSALE, A. (2012): «Sovereign spreads in the eurozone: which prospects for a Eurobond?». *Economic Policy*, nº 27, pp. 231-273.
- [16] FONTEYNE, W. (2006): «De la Unión Monetaria a la Financiera: vencer los obstáculos pendientes para la integración financiera en Europa». *Finanzas y desarrollo*, nº 43, pp. 48-50.
- [17] GÓMEZ FERNÁNDEZ AGUADO, P.; PARTAL UREÑA, A. y TRUJILLO PONCE, A. (2013): «Sistemas de Garantía de Depósitos: Impacto de la propuesta de la UE en el sector bancario español». *Universia Business Review*, pp. 86-103.
- [18] GONZÁLEZ MOTA, E. y MARQUÉS SEVILLANO, J.M. (2010): «Dodd-Frank Wall Street Reform: un cambio profundo en el sistema financiero de Estados Unidos». *Estabilidad financiera*, pp. 71-86.
- [19] JONES, E. (2010): A Eurobond proposal to promote stability and liquidity while preventing moral hazard. ISPI Policy Brief.
- [20] KINDLEBERGER, C.P. y ALIBER, R.Z. (2011): Manias, panics and crashes: a history of financial crises. Palgrave Macmillan.
- [21] LANE, P.R. (2012): «The European sovereign debt crisis». *The Journal of Economic Perspectives*, nº 26, pp. 49-67.
- [22] MALVEY, P.F. y ARCHIBALD, C.M. (1998): «Uniform-price auctions: Update of the Treasury experience». *US Treasury*.
- [23] PARLAMENT EUROPEO (2011): Eurobarómetro *Los europeos y la crisis*.
- [24] PISANI-FERRY, J.; SAPIR, A. y VÉRON, N., et al. (2012): «What kind of European banking union?». *Bruegel Policy Contribution*.
- [25] RATNOVSKI, L. y HUANG, R. (2009): «Why are Canadian Banks More Resilient?». *IMF Working Papers*, pp. 1-19.
- [26] SCHOENMAKER, D. y GROS, D. (2012): «A European Deposit Insurance and Resolution Fund-An Update». *Centre for European Policy Studies*.
- [27] VICKREY, W. (1961): «Counterspeculation, auctions, and competitive sealed tenders». *The Journal of finance*, nº 16, pp. 8-37.

