

José Luis Malo de Molina*

EL FUTURO DEL PROYECTO EUROPEO DESPUÉS DEL BREXIT

El brexit ha sido un retroceso en la dinámica integradora europea que obliga a replantear los objetivos y ritmos de la integración. La negociación secuencial del divorcio y de la nueva relación es un ejercicio de reparto de pérdidas de difícil equilibrio. El posible acuerdo comercial supondrá restricciones en la autonomía reguladora de Reino Unido y serán necesarios períodos transitorios. El papel de la City es su talón de Aquiles, por la pérdida del pasaporte financiero y la relocalización de funciones clave del mercado de capitales. Fortalecer la Unión Económica y Monetaria (UEM) debe ser un pivote de la recomposición europea para seguir avanzando en la integración.

Palabras clave: brexit, acuerdos de libre comercio, servicios financieros, UEM.

Clasificación JEL: F15, F450, G150, G200.

1. El brexit: un duro golpe a la integración europea

La Unión Europea es el proyecto más avanzado y complejo de cooperación internacional de la historia. La oleada de impulsos proteccionistas y antiglobalización le está afectando profundamente. El *brexit* ha sido el primer gran paso atrás en la dinámica integradora de Europa y ha puesto en cuestión los proyectos de profundización y avance previstos, hasta el punto de desencadenar una crisis de identidad, aunque también puede servir de revulsivo que establezca bases más sólidas para su proyección futura.

La UE se enfrenta al doble reto de negociar la salida de Reino Unido, sin experiencia alguna previa que sirva de referencia, y de redefinir su propio proyecto. Ambas

cuestiones han de ser abordadas simultáneamente en medio de importantes vientos contrarios, alentados por las mareas proteccionistas y nacionalistas.

La crisis que ha marcado el tránsito de la primera a la segunda década del nuevo siglo puso al descubierto graves carencias en la arquitectura de la UE que resultaron difíciles de capear, particularmente por la crisis de la deuda soberana y del euro que llegaron a poner en tela de juicio la propia supervivencia de la moneda única como ámbito más avanzado de integración. Al principio la reacción fue improvisada y parcial al hilo de la urgencia de los acontecimientos. Cuando las aguas empezaron a volver a su cauce y los peligros de una catástrofe inminente parecían soslayados, las instituciones europeas iniciaron un proceso de reflexión con la mirada puesta en un fortalecimiento que blindase su núcleo más adelantado mediante el impulso de una unión económica y monetaria más completa y consistente. El resultado de este esfuerzo fue el llamado *Informe de los cinco presidentes*

* Asesor del Banco de España en la Representación Permanente de España ante la Unión Europea en Bruselas.

(Juncker, Tusk, Dijsselbloem, Draghi y Schulz, 2015), que proponía pasos ambiciosos para culminar la unión bancaria y progresos graduales hacia una acotada unión fiscal. La ruta de supervivencia esbozada daba continuidad a la tradición comunitaria de adentrarse en estadios cada más vez complejos bajo la presión de las fisuras en una arquitectura siempre incompleta por las restricciones políticas. Frente a quienes solo veían posible la plena integración económica bajo el paraguas de una unión política, volvía a triunfar el pragmatismo de quienes seguían confiando en el impulso de la capacidad de reacción frente a las dificultades propias de una estructura imperfecta mediante avances escalonados hacia una mayor integración financiera, económica e incluso fiscal. Una vez más vencían los partidarios de la teoría de la máquina, estos últimos, frente a los de la teoría de la coronación, los primeros.

Esta vez los obstáculos en el camino y los accidentes iban a aparecer muy pronto y con un cariz más peligroso para la continuidad del proceso. Las distintas visiones sobre el alcance del proyecto europeo, agudizadas por la ampliación hasta los 28 miembros tras la caída del muro de Berlín y el desmembramiento de la Unión Soviética, terminarían germinando en el accidente potencialmente más peligroso de la historia de la UE: la decisión de los ciudadanos de Reino Unido de salirse del club.

Fue un accidente que no entraba en los cálculos, ni del Gobierno convocante del referéndum, ni de las instituciones comunitarias que negociaron los términos del acuerdo alcanzado con Reino Unido para satisfacer parcialmente algunas de sus demandas de mayor control sobre las consecuencias de la libertad de movimiento de personas, inherente al mercado único. Ni las encuestas ni los analistas anticipaban la derrota del Gobierno en un referéndum cuya convocatoria respondía sobre todo a estrategias para el reforzamiento del ala del partido conservador en el Gobierno y frente a las amenazas electorales que suponía el apoyo, minoritario pero creciente, a la política radical antieuropea del Partido por la Independencia de Reino Unido.

El accidente, sin embargo, ha resultado revelador del distanciamiento de amplios sectores de la población, no solo en Reino Unido, respecto a la gobernanza europea y algunos aspectos esenciales de la Unión. Se entraba así en un territorio desconocido que obligaba a negociar, por primera vez, la salida de un socio con enorme peso en su conjunto, a pesar de su no participación en los aspectos más desarrollados como la moneda única y la movilidad de personas del Acuerdo de Schengen. La economía británica pesa tanto, en términos económicos, como los 20 países más pequeños de la Unión juntos. Y su influencia en la configuración de la filosofía de la integración económica y financiera de Europa es aún mayor. Es un desgarramiento de mucha envergadura que además altera de manera sustancial los equilibrios internos y deja obsoletas las reglas que se habían fijado para definir las minorías de bloqueo en función de dichos equilibrios. Todo ello obliga a repensar los objetivos y ritmos de integración para seguir adelante.

2. La complejidad de la negociación

Todo el proceso del *brexit*, desde el planteamiento del referéndum hasta la compleja negociación que está teniendo lugar para concretar su materialización, bascula sobre el artículo 50 del Tratado de la Unión Europea, que se introdujo en la revisión de Lisboa como remedio de la fracasada Constitución Europea, rechazada en referéndum por algunos países. Dicho artículo establece que «todo Estado miembro podrá decidir, de conformidad con sus normas constitucionales, retirarse de la Unión». Novedad introducida con la vista puesta en la posibilidad de que algunos de los socios más recientes, incorporados tras la apertura al Este, tuvieran que abandonar por la dificultad para mantener los exigentes compromisos del club. Nadie pensaba entonces en que fuera a ser utilizado por uno de los grandes de la Unión, pero una vez que la puerta se ha abierto para Reino Unido, nada volverá a ser como antes. La posibilidad de salir es ya una opción real

que afecta al comportamiento del conjunto. Lo previsto sobre los procedimientos necesarios para articular una eventualidad tan extraordinaria es muy poco preciso. El núcleo fundamental del mencionado artículo se encuentra en la provisión que establece que «la Unión negociará y celebrará con ese Estado un acuerdo que establecerá la forma de su retirada, teniendo en cuenta el marco de sus relaciones futuras con la Unión». Y aclara que deberá aprobarse «por mayoría cualificada, previa aprobación del Parlamento Europeo» en un plazo de dos años, prorrogable si hay acuerdo por unanimidad.

El contenido concreto de una victoria del sí en el referéndum estaba bien definido por los términos pactados por el Gobierno de Cameron con la Unión Europea; en cambio, el imprevisto descarrilamiento hacia la salida no contaba con una delimitación ni del alcance de la ruptura ni del marco de las nuevas relaciones con la UE. En el bando de los *brexiteers* convivían modelos de repudio de las estructuras comunitarias de muy diversa intensidad y orientación. Desde quienes pensaban que lo único que había que cambiar era la movilidad de las personas hasta los que soñaban con hacer de Reino Unido una nueva potencia comercial independiente que desplegara su potencial competitivo siguiendo el modelo de las economías emergentes de escasa regulación y baja fiscalidad. La incertidumbre tuvo inmediatos efectos políticos en Reino Unido, pero su impacto sobre la confianza económica y el comportamiento de los mercados financieros fue inicialmente mucho más moderado de lo que se desprendía de las amenazas emitidas por los argumentos del miedo en los que tanto confiaban los defensores del sí, poco entusiastas de su propia propuesta. La libra esterlina, en todo caso, sufrió una importante depreciación que revelaba la anticipación de un encarecimiento de sus productos comerciales y/o una menor disponibilidad de financiación externa. Reino Unido cambió el Gobierno a favor del ala euroescéptica del partido conservador para adentrarse en el giro más importante de su proyecto político como país desde la disolución del

Imperio británico. Es lógico que tratara de ganar tiempo retrasando el inicio de la negociación y del cómputo de los plazos.

3. El gobierno británico se decantó hacia una salida nítida: *brexít* duro

Más de siete meses tardó la primera ministra Theresa May en intentar aclarar el alcance y el significado de la decisión de abandonar la Unión Europea. Su primer discurso sobre el tema, el 17 de enero de 2017, transcurrió por dos planos paralelos. Por un lado, fijaba la filosofía para un cambio estratégico de rumbo en la política de Reino Unido. El nuevo destino era hacer del país una gran nación global e independiente basada en el desarrollo de acuerdos de libre comercio con todos los países del mundo en el pleno desempeño de su soberanía. Por otro lado, en coherencia con lo anterior, se anunciaba la renuncia de Reino Unido a participar en el mercado único, pieza que hasta entonces se consideraba la principal aportación británica a Europa y uno de los legados más preciados de Margaret Thatcher. El Gobierno británico terminaba, así, por aceptar la indivisibilidad de las cuatro libertades inseparables en las que se basa la arquitectura de dicho mercado (bienes, servicios, capitales y trabajadores), inclinándose, de partida, hacia las tesis más rupturistas del campo de los defensores de la salida y cerrando el paso a las posibilidades de un *brexít* blando que hubiese permitido mantener intacta buena parte de los estrechos lazos actualmente existentes.

Sentados estos principios, Reino Unido se fijaba como objetivo de la negociación mantener, desde fuera, el máximo acceso al mercado único mediante un acuerdo de libre comercio, que idealmente podría aproximarse al mantenimiento de los rasgos fundamentales de la unión aduanera, aunque desgajándose en todo caso de la política comercial común de la UE y liberándose de tener que aplicar la tarifa exterior común. El objetivo era conseguir la máxima libertad de circulación de bienes

y de algunos servicios pero manteniendo a la vez un control selectivo de los movimientos de personas y trabajadores.

4. Divorcio y nueva amistad

La estrategia desvelada con más precisión en el *White Paper* (HM Government, 2017), publicado a principios de febrero de 2017 a instancias del Parlamento británico, se centraba en alcanzar un tratado comercial con la UE como parte integrante del propio acuerdo de separación. Desde la lógica británica, la propuesta de sellar a la vez el acuerdo de divorcio y el acta de nueva amistad permitiría reducir los costes de la salida y trasladar a los restantes países la presión por alcanzar un acuerdo en el breve plazo de negociación. La alternativa sería la caída al precipicio (*cliff edge*) por la carencia de un marco sustitutivo en todos los sectores, lo que supondría un grave desorden en las relaciones comerciales y podría afectar a otros aspectos de la relación bilateral, como los de seguridad, en los que la aportación británica es un pilar fundamental. Se pretendía, además, preservar la participación británica en aquellos programas de la UE que le resultan especialmente ventajosos, como es el caso de la financiación de proyectos de desarrollo de la ciencia, la investigación y las iniciativas tecnológicas, en los que Reino Unido puede ser un beneficiario neto dada su posición de liderazgo.

La negociación del *brexit* es la más compleja que ha tenido que afrontar la UE en sus 60 años de historia. La UE tiene gran experiencia en la negociación de complejos procesos de ampliación que se vieron facilitados, a pesar de los numerosos conflictos y fricciones, por el hecho de que con dichos acuerdos todas las partes ganaban. No era un juego de suma cero sino un juego de reparto de beneficios. En el caso del *brexit*, tampoco es un juego de suma cero, sino algo más difícil, porque todas las partes pierden. De lo que se trata es de repartir las pérdidas, lo que hace la negociación particularmente dura.

Según las directrices aprobadas por unanimidad por el Consejo Europeo (Consejo Europeo, 2017) siguiendo la propuesta de la Comisión, el contenido del acuerdo al que se refiere el artículo 50 del Tratado de Funcionamiento de la UE (TFUE) se deberá referir exclusivamente a los términos de la desconexión, aunque se establecerán las líneas generales de la futura nueva relación en forma de acuerdos comerciales o de cooperación que se tendrán que cerrar y aprobar una vez que Reino Unido ya no forme parte de la Unión, y para lo cual será imprescindible establecer períodos de transición y adaptación. La estrategia de negociación aprobada supone una secuenciación en fases. La primera, para desentrañar los lazos y compromisos del pasado y cerrar el acuerdo de separación. Y la segunda, para establecer el carácter y los objetivos de la futura relación. Los períodos de transición necesarios para evitar saltos bruscos, trastornos y sobresaltos se definirán en el marco de esta segunda fase. En el acuerdo de separación tienen carácter prioritario previo los derechos ciudadanos de los residentes europeos en Reino Unido y de los británicos en la UE, y la fijación de la deuda financiera que deberá afrontar el país por todos los compromisos legalmente adquiridos mientras era miembro de la Unión (Darvas, Efstathiou y Goncalves Raposo, 2017).

La negociación de los derechos ciudadanos se enfrenta a múltiples complejidades como la residencia, los derechos laborales, el acceso a beneficios sociales, la asistencia sanitaria, las pensiones, descuentos y becas para estudiantes, el matrimonio, el divorcio, los hijos no natos, los subsidios familiares, la libertad de movimientos, las deportaciones, etc. El asunto más espinoso será, no obstante, la fijación de la metodología para establecer la deuda de Reino Unido con la Unión Europea. En este tema, la UE requiere del país que haga frente a las cargas que se derivan de todos los compromisos contraídos durante su permanencia. La dificultad para alcanzar acuerdos en estos temas obliga a considerar como un riesgo real la posibilidad de que las negociaciones encallen en la primera fase.

Si se consiguen avances satisfactorios en los derechos de ciudadanía y en la metodología para fijar el saldo financiero, se aprobarían unas nuevas «directrices» y un nuevo mandato para una segunda fase en la que se abordarían las líneas generales de los acuerdos que podrían aprobarse con posterioridad a la entrada y los períodos transitorios necesarios para su articulación y refrendo. Entre estos acuerdos figuraría la posibilidad de establecer para el futuro un Acuerdo Comercial Global (GTA, por sus siglas en inglés). El tema de los servicios financieros podría quedar desgajado en un capítulo separado del tema comercial.

El enfoque secuencial choca con las pretensiones británicas y condiciona el inicio de la negociación desde posiciones de partida muy distantes. Un estudio del Instituto de Colonia para la investigación económica (Busch, Diermeier, Goecke y Hüther, 2016) presenta resultados obtenidos con la teoría de juegos según los cuales para los intereses a largo plazo de la UE resulta ventajosa una negociación exigente, cualesquiera que sean los beneficios a corto plazo de un enfoque condescendiente. Por su parte, la señora May intentó fortalecer su posición negociadora con la convocatoria de elecciones anticipadas el 8 de junio con el objetivo de ampliar el apoyo parlamentario a la salida dura y obtener un respaldo sólido y estable para una áspera negociación. La operación se saldó con un estrepitoso fracaso en el que el partido conservador perdió la mayoría absoluta y dejó en el alero la aritmética parlamentaria para poder sacar adelante la profusa y compleja legislación que el *brexit* duro requiere. Lejos de despejar el panorama, se abrió aún más el abanico de la incertidumbre que se cierne sobre Reino Unido desde que el referéndum abriese la caja de Pandora del abandono de la UE. El nuevo equilibrio político ha reactivado, incluso, las esperanzas de los sectores británicos más proclives a una separación menos tajante.

5. El contenido del nuevo acuerdo

El abanico de temas que pueden abarcarse dentro de la nueva relación de amistad y cooperación de Reino

Unido con la UE es muy extenso, dada la amplitud de las políticas comunitarias en las que el país participaba y que aspira a mantener desde una posición soberana y externa. Esto incluye no solo la política comercial, con todas sus complejidades aduaneras, fiscales, ayudas de Estado, etc. y los servicios financieros, sino también los temas agrarios, sanitarios y fitosanitarios, pesqueros, energéticos, de transporte, telecomunicaciones, colaboración científica, justicia e incluso seguridad. Todos los ámbitos de relación habrán de ser redefinidos y articulados con nuevos instrumentos. La pieza central será sin duda el nuevo acuerdo de libre comercio mediante el cual Reino Unido aspira a mantener el mayor grado de participación posible en el mercado interior con las menores fricciones posibles. Ninguno de los modelos de acuerdo comercial que la UE ha establecido con los países del Espacio Económico Europeo (EEE) o la Asociación Europea de Libre Comercio, (EFTA, por sus siglas en inglés) encaja con la dimensión de Reino Unido, su peso económico e influencia política, ni satisface sus aspiraciones soberanistas. Se requiere diseñar un nuevo modelo a medida, cuya amplitud y alcance será motivo de complejas transacciones. Los períodos transitorios serán inevitables. El escenario de caída al precipicio (*cliff edge*) por falta de acuerdo tendría efectos muy nocivos para ambas partes, por lo que las amenazas de no acuerdo o de represalias con estrategias desreguladoras y competencia fiscal deben entenderse como parte de los ceremoniales de posicionamiento para una dura negociación. Si no hay un acuerdo, los flujos comerciales de Reino Unido con la UE estarán sometidos a aranceles, elevados en algunos sectores altamente integrados como el automóvil. Muchos productos británicos perderán sus credenciales para circular por el continente. Los productos químicos y farmacéuticos británicos carecerán de autorización. Sus instituciones financieras no tendrán pasaporte para ofrecer servicios transfronterizos. Las líneas aéreas no podrán volar a los aeropuertos de la UE. Y mucho más. Todo ello puede ocurrir, ciertamente, como consecuencia de un grave accidente,

pero no tiene ningún sentido como opción estratégica de recambio al acuerdo necesario.

El nuevo acuerdo comercial

Una vez que Reino Unido abandone la UE pasará a regirse por los principios aplicables a los terceros países y deberá respetar los controles de los niveles de calidad y seguridad que la UE aplica en estos casos. Ello implicará el restablecimiento de la aduana con la UE y de las formalidades, controles, procedimientos e infraestructuras que la misma supone. Implica un cambio sustancial que, por bueno que pueda ser el nuevo marco, siempre implicará fricciones y costes adicionales al comercio. Aunque Londres lo presente como el abandono de un club cerrado para abrirse al comercio global, la salida del mercado interior constituye un retroceso objetivo en el nivel de integración económica mundial y una regresión desde el multilateralismo hacia el bilateralismo en la patria de las ideas del libre comercio. Aunque la Administración británica haya hecho esfuerzos para distanciarse del enfoque abiertamente proteccionista de la presidencia de Trump en Estados Unidos, es difícil ignorar que su abandono del mercado interior se inserta en la ola de reacción frente a los efectos de la globalización y en la búsqueda de refugio en el intento de control mediante la recuperación de competencias por los Estados nacionales frente a los esfuerzos de construcción de una arquitectura económica y financiera mundial favorecedora de los intercambios que han presidido la escena internacional desde la Segunda Guerra Mundial.

El contenido del posible acuerdo comercial con Reino Unido es por el momento una gran página en blanco que llevará tiempo concretar. Deberá asegurarse, en todo caso, igualdad de condiciones competitivas y salvaguardas frente a ventajas abusivas mediante medidas fiscales, sociales, medioambientales o regulatorias. Cabe esperar que durante la negociación del acuerdo de separación se esclarezcan al menos los grandes principios y se fijen los períodos transitorios para la

finalización de la negociación, durante los cuales Reino Unido deberá seguir respetando el núcleo de la regulación europea. La negociación de cualquier alternativa a la simple aplicación de las reglas de la Organización Mundial del Comercio (OMC) requiere un plazo dilatado y por tanto la continuidad de la unión aduanera y sometimiento de Reino Unido a las jurisdicciones europeas y sus agencias de supervisión durante el período de transición que se pacte. Reino Unido tendrá por lo tanto que aceptar una prolongación de los lazos con la UE más allá de la fecha final de su salida.

Cualquiera que sea el nuevo modelo, supondrá una importante alteración de la estrecha integración en las cadenas de producción de bienes y servicios que en la actualidad existe entre Reino Unido y la UE27. Y será necesario establecer mecanismos precisos de recambio a la ruptura de la armonización regulatoria que la salida del mercado único conlleva. Como acertadamente impulsaron los británicos de los años ochenta bajo el liderazgo de Margaret Thatcher, la maximización de las ventajas del comercio transfronterizo con las mínimas restricciones requiere una sustancial armonización regulatoria. La recuperación de la soberanía en este terreno no se puede hacer sin daño para la fluidez de las transacciones, y los propios *brexiters* tendrán que descubrir que no es posible un buen acuerdo comercial sin aceptar restricciones a la autonomía regulatoria y que incluso habrán perdido influencia en la configuración de los requisitos exigidos en la UE27, que seguirá siendo su principal socio comercial, por muchas que sean las ventajas que se obtengan con otros socios potenciales. Ninguno de ellos estará tan próximo ni tan integrado con la estructura productiva de Reino Unido. Ni siquiera sus nuevos socios podrán negociar con Reino Unido sin tener en cuenta sus propias e intensas relaciones con la UE27.

El tratamiento de los servicios financieros

La City de Londres es para Reino Unido el talón de Aquiles del *brexit*. Las repercusiones del *brexit* sobre los mercados financieros europeos son potencialmente

muy importantes, pues suponen no solo el abandono de una de las principales economías de la UE, especializada en la provisión de servicios financieros, sino también la salida de la UE del principal centro financiero europeo y uno de los más grandes del mundo. La City de Londres es el mayor centro operativo del mercado de capitales y de las operaciones bancarias al por mayor, donde se localizan las plataformas más relevantes para su instrumentación, y el canal preponderante de las relaciones financieras con el resto del mundo. Es inevitable que una ruptura de este calibre genere, al menos a corto plazo, efectos negativos tanto para la economía británica como para la UE27 resultante, cuya distribución entre todos los países implicados es, *a priori*, muy incierta. La negociación del nuevo modelo de relaciones con Reino Unido será, por tanto, problemática, y dará lugar a un cambio en la geografía financiera de la UE, que afectará a intereses nacionales muy sensibles.

Reino Unido ha manifestado su aspiración de que su eventual abandono del mercado único no altere significativamente su actual posición en los mercados financieros europeos. Fundamentan dicha aspiración en la especial naturaleza de la provisión transfronteriza de los servicios financieros en la UE que se basa en unos requisitos regulatorios sobre las instituciones financieras los cuales, a su juicio, se pueden satisfacer con independencia del incumplimiento de las cuatro libertades requeridas para formar parte del mercado único. Algunos analistas piensan que si se reconociera la equivalencia regulatoria y supervisora a Reino Unido como tercer país, las entidades financieras allí localizadas mantuvieran el pasaporte europeo para la provisión de servicios con el que operan en la actualidad en los 27 restantes países de la UE, y las centrales de contrapartida (ECC) londinenses —que son un pilar fundamental del mercado europeo de capitales— mantuviesen su estatus actual, la redistribución geográfica de actividades desde Reino Unido al continente no tendría alcance significativo. Pero ni esas premisas son tan fáciles de alcanzar, ni encajan con el alcance del cambio que supone la salida de la City de la UE.

El pasaporte para la provisión de servicios financieros desde la City

La provisión de servicios financieros transfronterizos es una actividad de importancia estratégica para la economía británica y resulta crucial para el mantenimiento de Londres como principal plaza financiera del euro. La mayoría de las directivas que conforman el mercado único contemplan la libertad de provisión de servicios financieros de una manera extensiva mediante el uso del pasaporte que permite a las entidades con licencia en un país ofrecer sus servicios en los restantes miembros. Esta libertad de actuación se extiende a los países del Espacio Económico Europeo y en general a aquellos terceros países que cuenten con una regulación y un régimen de supervisión que puedan considerarse equivalentes a los establecidos por el marco legal de la UE, hasta el punto de garantizar la consecución de los mismos resultados. Algunos analistas británicos ven en la posibilidad de que Reino Unido pueda acogerse al régimen de equivalencia previsto para los países terceros, la puerta legal para la continuidad de la provisión de servicios financieros desde la City sin que se produzcan cambios significativos en la localización de las entidades. Piensan que al cumplir Reino Unido la legislación europea desde el punto de partida no habría obstáculos para satisfacer los criterios de equivalencia exigidos y no ven inconvenientes a que se establezcan los acuerdos de colaboración necesarios entre las respectivas autoridades supervisoras. Sin embargo, no parece que el régimen de tercer país pueda facilitar, por sí solo, de manera suficiente y cierta, el acceso de las instituciones localizadas en Reino Unido a los países de la UE27. Bajo este régimen, dicho acceso dependería de la valoración unilateral por parte de la Comisión Europea de la equivalencia del régimen regulatorio y supervisor de Reino Unido. Dicha valoración puede, además, ser revocada en cualquier momento, por lo que ofrece pocas garantías de estabilidad a las instituciones de la City. A ello se une el hecho de que el régimen de acceso a terceros países no alcanza a

toda la gama de servicios financieros, quedando fuera actividades como la captación de depósitos minoristas o la concesión de crédito comercial. No parece, por tanto, que el recurso al mero reconocimiento mutuo y la confianza en una valoración positiva de la equivalencia pueda asegurar una plena provisión de servicios de las instituciones de la City al resto de la UE cuando se produzca el *brexit*. Parece bastante lógico que muchas instituciones busquen un acceso más seguro mediante un desgajamiento parcial de sus instituciones localizadas en Reino Unido para establecer filiales en el interior del nuevo perímetro de la UE con licencia completa para desempeñar la provisión de servicios financieros con la cobertura de la regulación y supervisión europeas. Cabe prever, por tanto, que se produzca una cierta relocalización de entidades que altere la geografía financiera actual de la UE y ofrezca oportunidades a centros financieros alternativos.

Las cifras referentes al número de entidades, al tamaño de su balance o al volumen de empleo potencialmente afectadas por procesos de relocalización son muy elevadas, por lo que si se produjera un movimiento generalizado de abandono de Londres podría generar distorsiones importantes en el funcionamiento de los mercados. Sin embargo, ni todas las entidades optarán por el desplazamiento, ni las que se desplacen lo harán en su totalidad. Es previsible que estas últimas se inclinen por establecer una filial en la UE (previsiblemente en la zona euro) con el fin de obtener el pasaporte para el mercado único. El rango de servicios que se desplacen desde Londres dependerá del análisis coste-beneficio para las diferentes áreas de negocio. Las entidades más proclives a moverse son las de terceros países para las que Londres es en la actualidad la puerta de entrada al mercado europeo y del euro. El establecimiento de nuevas subsidiarias en territorio UE27 que cumplan con los requerimientos de capital y operativos que exige el Banco Central Europeo (BCE) como mecanismo único de supervisión supondrá en todo caso un aumento de costes y una rémora para la eficiencia de dichas entidades.

El futuro de las centrales de contrapartida londinenses

El otro gran tema que puede afectar al papel que desempeña la City es el que se refiere al margen de que dispongan las centrales de contrapartida (CCP por sus siglas en inglés) para operar en la UE y en euros desde Londres después del *brexit*. Este fue un tema controvertido que se resolvió a favor de las tesis británicas y que ha permitido a Londres mantenerse como el principal centro financiero internacional del euro, a pesar de no participar en la UEM.

Las CCP desempeñan un papel central y creciente en el funcionamiento de los mercados financieros pues facilitan las transacciones entre el mercado de valores y con derivados, y son un soporte para la eficacia y estabilidad del sistema financiero. Para realizar sus funciones, dichas centrales necesitan tener acceso a la liquidez de base suministrada por el banco central emisor de la moneda de denominación de los valores, por lo que deben estar sometidas a algún tipo de supervisión del respectivo banco central. Estos son los argumentos que llevaron al BCE a intentar establecer una política de localización para aquellas centrales de contrapartida que compensen valores en euros y que necesiten tener acceso a la liquidez generada por el propio BCE. Según la regulación que entonces se propuso, aquellas centrales que tuvieran una exposición diaria neta de crédito de más de 5.000 millones de euros o representasen más del 5 por 100 del total deberían estar localizadas en los países de la zona euro con el fin de hacer posible su adecuada supervisión.

Esta política del BCE se encontró con la fuerte oposición de Reino Unido, pues en la City londinense se localiza una fracción muy importante de la negociación de valores en euros y también, en menor medida, de compensación de valores en euros. La London Clearing House Clearnet Limited representa el 20 por 100 de toda la actividad de las CCP de bonos en euros y el 45 por 100 de los repos. También es muy activa en euros la ICE Clear Europe. Tras fallidas negociaciones, Reino

Unido decidió llevar al Tribunal de Justicia de la Unión Europea su reclamación contra el BCE y obtuvo una sentencia favorable que consideraba que el BCE no tenía competencia para regular la actividad de los sistemas de compensación de valores.

Sin embargo, cuando Reino Unido abandone la UE, el marco vigente no se podrá mantener y se necesitarán nuevas fórmulas que aseguren la adecuada supervisión de las infraestructuras financieras que desempeñan funciones críticas para el funcionamiento de los mercados de capital y que tengan una importancia sistémica para la UE. La salida de Reino Unido obliga a la adopción de nuevas medidas regulatorias porque, si no, una parte significativa de sus mercados de capitales y una base fundamental de sus operaciones bancarias mayoristas quedarían más allá del alcance de su regulación y supervisión. Y dicha revisión deberá tener en cuenta el papel del Banco Central Europeo en la supervisión de los sistemas de pago y en el control de los riesgos sistémicos que representa para la moneda común el acceso de las CCP a la liquidez de base.

La Comisión Europea ya se ha pronunciado sobre este tema y ha anunciado una nueva propuesta legislativa para crear en el seno de la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA por sus siglas en inglés) un nuevo mecanismo (CCP *Executive Session*) que será responsable de asegurar la coherencia de la supervisión de las CCP en la UE y establecerá requisitos más estrictos para las CCP de terceros países que tengan relevancia sistémica para la UE (Comisión Europea, 2017c). Aquellas CCP sistémicamente relevantes que no acepten los requerimientos que formule la nueva autoridad de supervisión solo podrán operar en la UE desde su interior y no desde terceros países.

¿Riesgos para la estabilidad financiera?

Las autoridades británicas arguyen que el establecimiento de reglas que obliguen a las centrales de contrapartida en euros a desplazar el grueso de la operativa en esta moneda al continente sería una medida de

«nacionalismo de moneda» (*currency nationalism*), que incrementaría desmesuradamente los costes y astillaría los mercados financieros, con grave perjuicio para la eficiencia de todos y la estabilidad financiera. También aluden al carácter multidivisa que deben mantener estas plataformas para poder atender todos sus cometidos, por lo que el desplazamiento al continente no podría hacerse de forma fragmentaria. Aunque algunos de estos argumentos tienen sentido, la exageración de los riesgos de ineficiencia e inestabilidad parece más bien un elemento de una estrategia defensiva orientada a encontrar complicidad en el sector financiero para sus pretensiones de un escenario de continuidad, que sería el que calmaría en mayor medida la alarma que el *brexit* ha generado en la City.

Como dice Christian Noyer, exgobernador del Banco de Francia, en un artículo publicado en el *Financial Times* del 16 de marzo de 2017 (Noyer, 2017), no se puede entrar por la puerta de atrás cuando se acaba de salir por la puerta principal. Los argumentos para mantener el acceso de Londres al mercado único de servicios financieros basado en la necesidad de preservar la estabilidad financiera y la continuidad de los flujos de financiación carecen de fundamento sólido para justificar un tratamiento excepcional. Los riesgos que los cambios pudieran entrañar para la estabilidad y la financiación de la economía de la UE se arreglarían, según Noyer, con un período de adaptación, pactado o concedido unilateralmente por la UE, para que las entidades dispongan del tiempo necesario para hacer los preparativos suficientemente ajustados al nuevo escenario en el que habrán de operar. En realidad, el argumento de los riesgos para la estabilidad financiera juega en dirección contraria. Mantener una concentración excesiva de las actividades financieras mayoristas en euros en una plaza financiera fuera de la UE, con plena soberanía y sin sometimiento a la jurisdicción comunitaria, representa una amenaza permanente para la estabilidad financiera de la zona euro. Ninguna zona monetaria soberana de entidad podría aceptar descansar fuertemente sobre un centro financiero *offshore*.

El BCE también concluye en su *Informe de estabilidad financiera* de mayo de 2017 que los riesgos que la exclusión del área del euro del acceso a los servicios mayoristas y minoristas de la City representa para la estabilidad son limitados (BCE, 2017).

6. La remodelación de la Unión Europea

El accidente del *brexít* sorprendió a la UE cuando trataba de avanzar en un plan de reforzamiento de la integración en respuesta a las grietas que habían aparecido con la crisis de la deuda soberana y del euro. El plan pretendía culminar la unión bancaria y abordar pasos más ambiciosos hacia la unión fiscal según la hoja de ruta establecida en el *Informe de los cinco presidentes* (Juncker, Tusk, Dijsselbloem, Draghi y Schulz, 2015). A la unión bancaria le faltan por completar sus aspectos más controvertidos, pues implican una participación en la distribución de riesgos que lleva implícito el primer germen de una cierta integración fiscal. Se trata del Esquema Europeo de Garantía de Depósitos y el respaldo fiscal para el Fondo Único de Resolución. Ambas cuestiones se encontraban en proceso incipiente de regulación en medio de discrepancias importantes, pero su tramitación se ha visto ralentizada por el impacto del *brexít*. En el terreno de la unión fiscal se introducía el concepto del tono de la política fiscal del conjunto del área, lo que abría la posibilidad de enfocar las discusiones de política presupuestaria desde un ámbito supranacional y con una perspectiva global, que podría aliviar la sobrecarga de la política monetaria en las tareas de estabilización de la eurozona. También se proponía avanzar en el desarrollo de mecanismos fiscales de estabilización con la finalidad de aliviar las discrepancias cíclicas en el interior del área. En este terreno, la Comisión ha puesto sobre la mesa la posibilidad de establecer un Esquema Europeo de Prestación por Desempleo. Esta propuesta, que ya fue formulada en 1975 en el marco de los primeros estudios realizados con la idea de crear una unión monetaria (Marjolin *et al.*, 1975) y rescatada por España en la discusión del

Tratado de Maastricht, tiene mucho atractivo, ya que a sus propiedades estabilizadoras une incentivos para la movilidad laboral, facilita la convergencia real y la cohesión social e introduce mecanismos de apoyo a los países en dificultades. Sin embargo, su aliciente teórico se enfrenta a grandes dificultades para su implementación. Un mecanismo de este tipo solo puede encontrar apoyo político suficiente si no implica transferencias permanentes de renta entre países, para lo cual su diseño se enfrenta a notables obstáculos, como los precedentes de las divergencias entre los sistemas nacionales de protección o de las dificultades metodológicas que hacen muy controvertidas y poco fiables las estimaciones de las brechas de producción o las cuantificaciones del componente estructural del desempleo en cada país, por mencionar solo las más evidentes (Beblavý, Marconi y Maselli, 2015; Beblavý, Lenaerts y Maselli, 2017). La principal virtualidad de esta propuesta es centrar la atención de la agenda europea en la necesidad de suplir la carencia que tiene la UEM de mecanismos efectivos de carácter fiscal que permitan afrontar la tendencia a la inestabilidad que generan las discrepancias en la magnitud de las inherentes oscilaciones cíclicas de los países participantes.

El *brexít* no solo ha contribuido a dilatar el proceso que se había diseñado sino que ha obligado a una reflexión más profunda sobre la dinámica de integración europea. En respuesta a esta nueva realidad, la Comisión ha propuesto diferentes opciones sobre el curso a seguir para el mantenimiento de la UE27 (Comisión Europea, 2017a). Se han planteado cinco escenarios que van desde el mantenimiento de la filosofía vigente de perseguir una Unión cada vez más próxima (*ever closer union*) hasta conformarse con el mero mantenimiento del mercado interior y devolver a las autoridades nacionales el resto de políticas y competencias. La reflexión apunta hacia algún escenario intermedio que suponga la aceptación explícita de diversas velocidades y evite que los miembros más reacios puedan frenar la mayor integración. Algo que parece necesario para la supervivencia de la esencia del

proyecto europeo aunque sea al precio de renunciar, por el momento, a un horizonte de federalismo comparado por todos los miembros actuales.

La Declaración de Roma en la celebración del 60 aniversario de la Unión refirmó la voluntad de seguir adelante: «Vamos a hacer a la Unión Europea más fuerte y resiliente, mediante una unidad y una solidaridad aún mayores entre nosotros y el respeto de las normas comunes. (...) En los diez próximos años queremos una Unión más segura y protegida, próspera, competitiva, sostenible y socialmente responsable, que tenga la voluntad y la capacidad de desempeñar un papel fundamental en el mundo y de modelar la globalización. Queremos una Unión en la que los ciudadanos tengan nuevas oportunidades de desarrollo cultural y social y de crecimiento económico. Queremos una Unión que siga estando abierta a los países europeos que respeten nuestros valores y se comprometan a promoverlos».

Existe, sin embargo, el riesgo de que la adopción de escenarios de múltiples velocidades a nivel de la UE27 abra paso a renuncias en el grado de ambición en los planteamientos internos de la propia UEM. Los sectores reacios a compartir riesgos a través del Esquema Europeo de Garantía de Depósitos, el respaldo fiscal al Fondo Único de Resolución o nuevas instituciones de responsabilidad fiscal compartida (Esquema Europeo de Prestación por Desempleo, Eurobonos o Tesoro Europeo) pueden inclinarse por una reformulación de objetivos que dejen la configuración de la UEM cerca de lo que era su diseño inicial, con más énfasis en las reglas de disciplina fiscal, los mecanismos de supervisión de los desequilibrios, la reducción de riesgo y el sometimiento a las reglas del mercado. En definitiva, una vuelta a Maastricht, con el añadido de las innovaciones introducidas durante la crisis en materia de integración y estabilidad financiera. La regresión que ha supuesto el accidente del *brexit* justifica la adopción de metas más graduales, pero ello no debería llevar a la renuncia a un fortalecimiento de la UEM que asegure su supervivencia como espina dorsal de una Europa a varias velocidades.

Si no fuera así, los costes del *brexit* se extenderían a un mayor grado de vulnerabilidad de la moneda común, que es el mayor logro de integración del proyecto europeo. Así parece entenderlo la Comisión en sus nuevas propuestas de una hoja de ruta para fortalecer la UEM. Más allá de cumplir con los compromisos de completar la unión bancaria y de mercado de capitales en el horizonte cercano de 2019, se fija la meta de 2025 para avanzar en nuevas áreas como la creación de un valor europeo garantizado por las deudas soberanas, el desarrollo de mecanismos de estabilización macroeconómica a nivel del área o la creación de un Fondo Monetario Europeo (Comisión Europea, 2017d).

En definitiva, la difícil gestión de una salida ordenada de Reino Unido mediante la consecución de un acuerdo satisfactorio, que requerirá una larga transición, y el fortalecimiento de la UEM, como núcleo más avanzado de integración europea, son dos grandes retos que tendrá que afrontar la UE de manera paralela para superar la difícil encrucijada en la que se encuentra. Y no son solo importantes para el destino de Europa, sino también para la dirección del rápido proceso de cambio en el que ha entrado el orden económico mundial construido tras la Segunda Guerra Mundial, basado en el libre comercio, el multilateralismo y una compleja estructura institucional de cooperación internacional.

Referencias bibliográficas

- [1] BANCO CENTRAL EUROPEO (2017). *Financial Stability Review. Box 1 Preparing for Brexit to Secure the Smooth Provision of Financial Services to the Euro Area Economy*. Frankfurt am Main, BCE. Alemania. Mayo.
- [2] BEBLAVÝ, M.; LENAERTS, K. y MASELLI, I. (2017). «Design of a European Unemployment Benefit Scheme». *CEPS Research Report* nº 4. Bruselas.
- [3] BEBLAVÝ, M.; MARCONI, G. y MASELLI, I. (2015). «A European Unemployment Benefits Scheme: The rationale and the Challenges Ahead», *CEPS Special Report* nº 19, 30 pp. Centre for European Policy Studies. Bruselas.
- [4] BUSCH, B.; DIERMEIER, M.; GOECKE, H. y HÜTHER, M. (2016). *Brexit and Europe's Future – a Game Theoretical Approach*. Köln: Institut der deutschen Wirtschaft Köln. Diciembre.

- [5] CENTRO DE ESTUDIOS EUROPEOS WILFRIED MARTENS. (2017). *Brexit. Brexit?* Wilfried Martens Centre for European Studies. Federico Ottavio Reho, Research Officer, Martens Centre. Bruselas.
- [6] COMISIÓN EUROPEA (2017a). *White Paper on the Future of Europe. Reflections and Scenarios for the EU27 by 2025*. Bruselas.
- [7] COMISIÓN EUROPEA (2017b). *EU Equivalence Decisions in Financial Services Policy: An Assessment*. Commission Staff Working Document. Bruselas
- [8] COMISIÓN EUROPEA (2017c). *Commission Proposes more Robust Supervision of Central Counterparties (CCPs)*. Disponible en: http://europa.eu/rapid/press-release_IP-17-1568_en.htm
- [9] COMISIÓN EUROPEA (2017d). *Reflection Paper on the Deepening of the Economic and Monetary Union*. Bruselas.
- [10] CONSEJO EUROPEO (2017). *Orientaciones consecutivas a la notificación del Reino Unido en virtud del artículo 50 del TUE*. Bruselas.
- [11] DARVAS, Z.; EFSTATHIOU, K. y GONCALVES RAPOSO, I. (2017). *Divorce Settlement or Leaving the Club? A Breakdown of the Brexit Bill*. Bruegel. Bruselas.
- [12] JUNCKER, J.-C.; TUSK, D.; DIJSSELBLOEM, J.; DRAGHI, M. y SCHULZ, M. (2015). *Realizar la unión económica y monetaria europea*. Comisión Europea. Bruselas.
- [13] MARJOLIN, R.; BOBBA, F.; BOSMAN, H.; BROUWERS, G.; CAMU, L.; CLAPPIER, B. y THYSEGEN, N. (1975). *Report of the Study Group «Economic and Monetary Union 1980»*. Comisión Europea. Bruselas.
- [14] MAY, T. (2017). *The Government's Negotiating Objectives for Exiting the EU: PM Speech*. Lancaster House. Conferencia de la primera ministra. Londres.
- [15] NOYER, C. (2017). «Brexit Means the End of Single Market Access for London. There will be no Back Door into the EU for Financial Institutions in the City». *Financial Times*, 15 de marzo. <https://www.ft.com/content/4a7e49b2-042b-11e7-aa5b-6bb07f5c8e12?mhq5j=e1>
- [16] PARLAMENTO EUROPEO (2017). *UK Withdrawal from the European Union*. Unión Europea. Servicio de investigación del Parlamento. EPRS.
- [17] PERSPECTIVAS ESPAÑA. KPMG (2017). *La empresa española ante el Brexit*. KPMG, S.A.
- [18] PRICE WATERHOUSE COOPERS LLP y AFME. (2017). *Planning for Brexit. Operational Impacts on Wholesale Banking and Capital Markets in Europe*. PwC y Asociación para los mercados financieros en Europa, enero.
- [19] REINO UNIDO. GOBIERNO DE SU MAJESTAD (2017). *The United Kingdom's Exit from and New Partnership with the European Union*. London: Open Government Licence v 3.0. HM Government. Febrero.
- [20] REINO UNIDO. MINISTERIO PARA LA SALIDA DE LA UNIÓN EUROPEA (2017). *Legislating for the United Kingdom's Withdrawal from the European Union*. UK: Open Government Licence v 3.0.
- [21] REINO UNIDO. THECITYUK (2017). *Brexit and UK-Based Financial and Related Professional Services*. <https://www.thecityuk.com/research/brexit-and-uk-based-financial-and-related-professional-services/>