

## Resumen

El vínculo vicioso entre deuda soberana y bancaria amenaza la integridad de la zona del euro. Este artículo examina porqué la unión bancaria es un requisito indispensable para romperlo y concluye que el diseño actual de la unión bancaria es claramente insuficiente y un factor de serio riesgo para la zona del euro en la fase transitoria, dado que su mercado financiero continúa fragmentado y la crisis dista de estar resuelta. Los planes actuales de la zona del euro contemplan una unión bancaria que trata de limitar el uso de fondos públicos extendiendo el principio de *bail-in*. Es una unión bancaria que corre el riesgo de ser insuficiente en situaciones de crisis sistémicas.

*Palabras clave:* unión bancaria, regulación bancaria, *bail-out*, integración financiera europea.

## Abstract

The vicious loop between sovereign and bank debt threatens the integrity of the euro zone. This article examines why banking union is a prerequisite to break this loop and concludes that the current design is clearly insufficient to achieve this goal. In particular, the transitional phase poses serious risks for the euro zone as financial markets remain fragmented and the crisis is far from being resolved. Current plans by the euro area envisage a banking union that seeks to limit the use of taxpayer funds by extending the principle of «bail-in». It is a banking union that runs the risk of being insufficient to face a systemic crisis.

*Key words:* banking union, bank regulation, bail-out, european financial integration.

*JEL classification:* F33, F36, F55, G28.

# UNIÓN BANCARIA: ¿DE HORMIGÓN O DE PAJA? (\*)

Jordi GUAL

Área de Estudios y Análisis Económico, «la Caixa» e IESE Business School

## I. INTRODUCCIÓN

Las consecuencias de la gran crisis financiera internacional que se inicia en 2007 en Estados Unidos han sido especialmente dolorosas en la zona del euro. Tras la gran recesión de 2009, la economía de la eurozona experimentó en 2011-2012 una severa recaída, asociada a los problemas financieros que se inician con la crisis griega a finales de 2009 y que amainan especialmente tras la intervención decisiva del Banco Central Europeo (BCE), primero a finales de 2011 con las operaciones de financiación ilimitada a tres años (LTRO) y posteriormente, en el verano de 2012, con el anuncio de las *Outright Monetary Transactions* (OMT) por parte del presidente del BCE.

Las causas de las graves turbulencias financieras que sufre la eurozona en este periodo son diversas, pero son pocos los diagnósticos que no incluyen entre ellas los efectos del pernicioso bucle entre la debilidad de la deuda soberana en muchos países de la periferia de la zona y la debilidad de sus entidades bancarias. El diagnóstico adquiere, incluso, estatus oficial cuando es reconocido por los propios Jefes de Estado en su declaración de 29 junio de 2012, y supone un punto de inflexión fundamental en el enfoque de la política económica de la zona del euro ante la crisis. Al reconocimiento de que la UEM requería para su correcto funcionamiento de un cierto grado de unión fiscal, que había existido

desde la creación del euro, se unen ahora consideraciones sobre la necesidad de una mayor integración en los ámbitos de la regulación, la supervisión y la gestión de crisis de entidades bancarias. Se empieza a hablar abiertamente de la denominada unión bancaria (UB).

En la sección II se recogen los motivos por los cuales la unión bancaria constituye un requisito indispensable para el buen funcionamiento del euro. Esencialmente, se discutirá cómo puede contribuir a romper el bucle perverso entre la deuda soberana y la deuda bancaria. En la sección III se repasan brevemente las consecuencias negativas que la ausencia de unión bancaria está teniendo en términos de fragmentación de los mercados bancarios de la eurozona. La gravedad de estas distorsiones no hace sino resaltar la importancia de corregir este defecto de diseño de la UEM. A continuación, la sección IV analiza cuáles debieran ser los componentes esenciales de la unión bancaria, el papel que juega cada uno de ellos y algunas de las opciones de diseño que son posibles, con sus ventajas e inconvenientes. Dada la complejidad legal y política de construir esa unión bancaria ideal, a la que denominaré «de hormigón», la sección V se centra en el periodo de transición. El propio ministro de Finanzas alemán (Schauble, 2013) se ha referido al instrumento factible a corto y medio plazo mientras se edifica una construcción más sólida, como el euro merece, como una unión bancaria «de madera» (1). Argumentaré que el

periodo transitorio puede ser excepcionalmente complejo, de elevado riesgo, y que será crucial asegurar que la construcción transitoria no es simplemente «de paja», de tal modo que pueda ser asolada no por una futura crisis financiera, sino por la propia crisis actual que no debe darse aún por finalizada. Finalmente, en la sección VI se recogen las conclusiones.

## II. EL BUCLE PERVERSO ENTRE DEUDA SOBERANA Y DEUDA BANCARIA

La necesidad de avanzar hacia una unión bancaria se pone de manifiesto cuando se examinan con detenimiento los problemas que ha acarreado la crisis financiera en la zona del euro y, en particular, la espinosa cuestión del bucle perverso entre la deuda soberana y la situación de los sistemas bancarios domésticos. La literatura académica había reconocido ya con anterioridad la necesidad de una mayor integración de la regulación y la supervisión bancaria en la eurozona, es decir de avanzar hacia una unión bancaria. Sin embargo, las razones fundamentales para estas propuestas eran en conexión con la operativa de grandes bancos europeos en diversas jurisdicciones y los problemas de *spillovers* negativos entre países que podían generarse cuando una de estas entidades debía ser intervenida o tenía dificultades. El problema de la transmisión del riesgo sistémico entre soberano y banco en el marco de una unión monetaria se intuye solo de manera parcial en la literatura (2).

Como es bien sabido, la zona del euro es un área monetaria en la que coexisten una moneda única, el euro, y diecisiete Tesoros o autoridades fiscales, a diferen-

cia de lo que ocurre en otras áreas económicas comparables, como Estados Unidos o Japón. Esta es una diferencia crítica entre estas economías puesto que comporta que la zona del euro no cuenta con las herramientas de política económica que están a disposición de las autoridades norteamericanas o japonesas en presencia de una crisis de carácter sistémico, como la que se desató en el mundo occidental en 2008. Los países de la zona del euro no cuentan con un banco central que pueda actuar como prestamista de última instancia de su soberano, ya que en la eurozona dicha función no le está permitida al Banco Central Europeo. Dicha prohibición deriva tanto de los estatutos del BCE como de la realidad política, pues su intervención en auxilio de algunas de las economías de la zona conllevaría una redistribución implícita de recursos entre países.

Al carecer de un prestamista de última instancia, los soberanos de la zona del euro son más vulnerables a un impacto negativo sobre su solvencia, como el que puede resultar de las necesidades de recapitalización bancaria en una crisis sistémica. Ello dificulta acciones como la recapitalización preventiva de bancos, que el Tesoro estadounidense llevó a cabo en 2009 y mediante la cual se inyectaron un total de 205.000 millones de dólares a 707 entidades. Esta debilidad institucional es un grave problema de diseño de la UEM que está provocando enormes dificultades a la eurozona en el marco de una crisis sistémica como la que estamos experimentando. Sin embargo, es importante resaltar, por razones que explicitaré en la discusión del diseño adecuado de la unión bancaria, que estas debilidades tan solo se ponen de relieve ante crisis sistémicas y no ante crisis ban-

carias de entidades individuales, incluso si estas son importantes, en la medida en que tengan acotada su magnitud en relación a la economía de que se trate y a la capacidad fiscal de su soberano.

El vínculo adverso entre el soberano y la banca local puede surgir tanto si la debilidad inicial tiene su origen en el sistema financiero, como si proviene de las finanzas públicas. En la crisis de la zona del euro, Irlanda sería un claro ejemplo del primer caso y Grecia del segundo. En ambos casos, la solvencia del sector privado, la del sector público y el potencial de crecimiento económico se entrelazan en un bucle pernicioso. Como ilustra el gráfico 1, cuando el soberano no dispone de capacidad fiscal para socorrer o recapitalizar a la banca local, las entidades débiles ven agravadas sus dificultades de acceso a la financiación internacional. Ello, a su vez, acentúa el proceso de desapalancamiento, lo que incide negativamente en el tono de la actividad económica interior y, en último término, deteriora las finanzas públicas a través del aumento del componente cíclico del déficit público.

Nótese que la raíz del problema es que el soberano no puede acceder a un prestamista de última instancia que le permita disponer de los recursos necesarios para fortalecer las entidades. Esta intervención debe tener lugar al menos temporalmente, mientras estas acuden a los diversos mecanismos de carácter privado que pueden mejorar su solvencia y ayudar a restablecer su acceso a los mercados. La disponibilidad de liquidez ilimitada, la labor habitual de un banco central como prestamista de última instancia de los intermediarios bancarios, no es suficiente puesto que se trata de una crisis sistémica en la

GRÁFICO 1  
DEL RIESGO BANCARIO AL RIESGO SOBERANO

**Crisis bancaria sistémica**



Fuente: Elaboración propia.

latoria como a la dinámica de los mercados. Por un lado, en términos regulatorios, el activo soberano ha sido considerado históricamente como activo libre de riesgo. Por otro, en función de la estrategia competitiva escogida por las diferentes entidades bancarias, el sector bancario ha constituido tradicionalmente un lógico intermediario en la financiación del sector público, ya que el grueso del ahorro privado se canaliza a la inversión a través de las entidades financieras. El gráfico 3 muestra el sesgo local en términos de deuda pública de los sistemas financieros de diversos países, característica que se alteró solo en parte durante los años de integración financiera tras la adopción del euro.

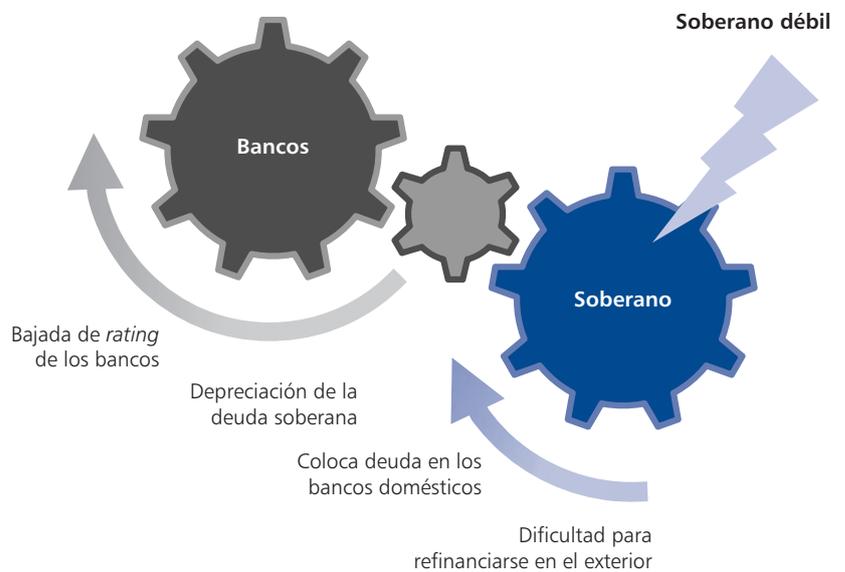
El sesgo local es algo que, en definitiva, también está íntimamente ligado a la falta de integración de los sistemas bancarios europeos a nivel minorista, en

que los inversores perciben que puede producirse la insolvencia —no solo la iliquidez— simultánea de gran parte del sistema financiero.

En sentido inverso (ver gráfico 2), un soberano débil puede asimismo ser fuente de serias dificultades de las entidades financieras locales. Es importante destacar que, en este caso, el factor clave que provoca el nexo adverso es precisamente la orientación local de dichas entidades, el denominado «sesgo local», en especial en términos de las tenencias de deuda soberana.

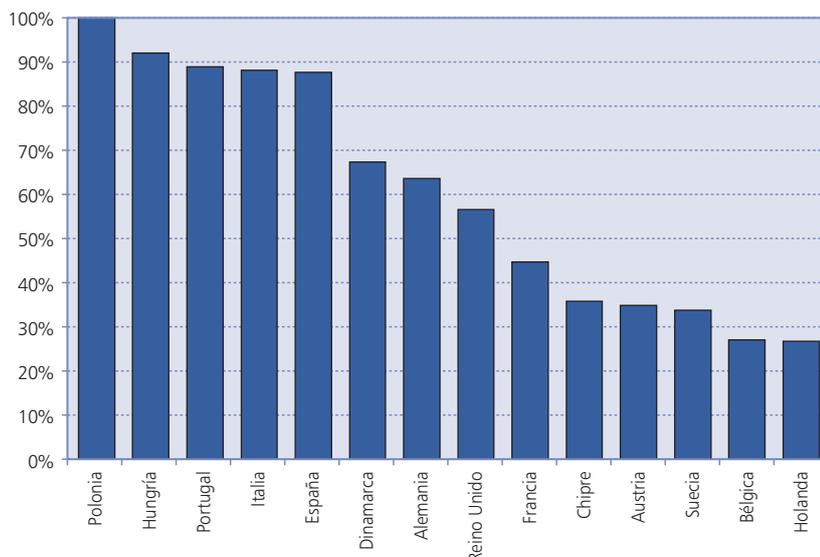
Como es bien sabido, históricamente los bancos europeos han sido tenedores de importes significativos de títulos emitidos por sus respectivos soberanos. Esta es una situación común en muchas economías avanzadas y se asocia tanto a la lógica regu-

GRÁFICO 2  
DEL RIESGO SOBERANO AL RIESGO BANCARIO



Fuente: Elaboración propia.

**GRÁFICO 3**  
**SESGO LOCAL DE LOS BANCOS DE DISTINTAS**  
**JURISDICCIONES EUROPEAS**  
**Exposición al soberano nacional (porcentaje de la exposición total**  
**a soberanos del Espacio Económico Europeo). Septiembre 2011**



Nota: Exposición bruta. Promedio por jurisdicción de las entidades analizadas por la EBA.  
Fuente: Elaboración propia a partir de EBA Capital Exercise 2011 (*sovereign disclosure*).

términos de la existencia de entidades paneuropeas. Este es un fenómeno bien documentado que explica por qué cuando un soberano de la zona del euro se encuentra en dificultades para refinanciar su deuda internacionalmente, tiende a aumentar la presión sobre su sistema financiero local, reforzando de este modo el sesgo antes mencionado. Ello no supondría mayor problema si estas tenencias de deuda pública constituyeran, tanto en términos regulatorios como de mercado, un activo libre de riesgo, pero constituye un factor de debilitamiento de las entidades financieras si este no es el caso. En la zona del euro, la ausencia de un prestamista de última instancia para los múltiples tesoros bajo una única moneda ha comportado que la deuda emitida por la

gran mayoría de dichos tesoros haya dejado de ser libre de riesgo, al menos en términos de mercado, cuando no regulatoriamente. El cuestionamiento del valor de la deuda soberana ha debilitado a la banca también vía la actuación de las agencias de *rating*, puesto que el *rating* de las entidades financieras, especialmente cuando su negocio se centra en el mercado local, depende crucialmente del *rating* del soberano.

Como acabamos de ver, el bucle perverso descrito en los gráficos 1 y 2 puede verse agravado por las decisiones regulatorias. Esto ocurre con las agencias de *rating* y el papel clave que aún hoy en día les sigue otorgando la regulación. También decisiones como la quita de la deuda pública griega, o los colchones de ca-

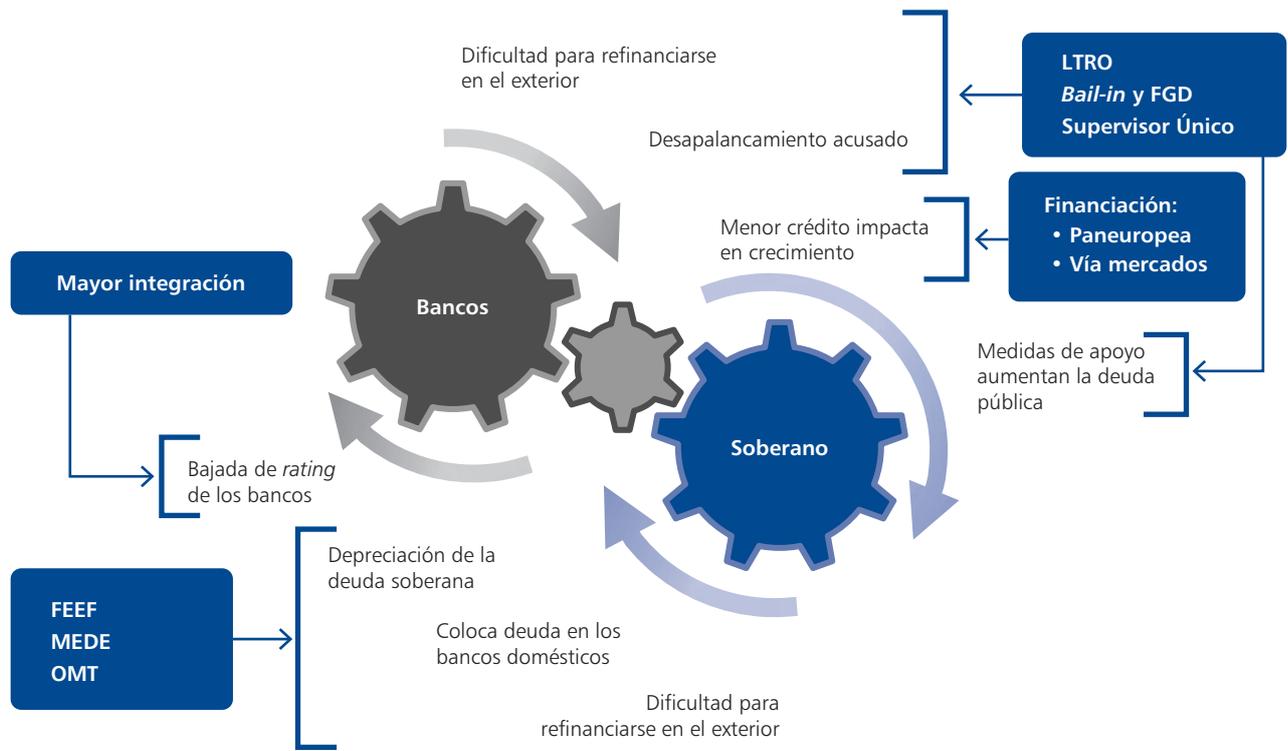
pital exigidos por la EBA en los test de resistencia de junio de 2011 para compensar la pérdida de valor de la deuda soberana, constituyen ejemplos de medidas de política económica que, lejos de solucionar el bucle perverso, lo convierten en diabólico.

Por suerte, el grueso de las decisiones adoptadas por las autoridades desde finales de 2011, exceptuando la gestión de la crisis de Chipre, tratan de aliviar la perversidad de esta relación negativa entre banca y soberanos. El gráfico 4 muestra cómo las distintas medidas y otros cambios en la estructura de los mercados inciden en distintas fases del bucle.

La concesión por parte del Banco Central Europeo de financiación ilimitada a la banca europea durante tres años (las operaciones de refinanciación a largo plazo o LTRO de diciembre de 2011 y enero de 2012) fue un mecanismo para garantizar la estabilidad financiera de la zona del euro, permitiendo la refinanciación de la deuda bancaria, y también soberana, en unos momentos en los que la falta de confianza en los mercados internacionales fragmentó totalmente la zona del euro y privó, especialmente a la banca de los países periféricos, del acceso a los mercados. Se trata de un mecanismo transitorio. Si no hubiera existido, la crisis bancaria en muchos países se hubiera agravado, con incidencia muy negativa en el crecimiento económico y la situación de los soberanos. Las LTRO también suavizan el bucle al ofrecer a la banca, aunque solo sea temporalmente, una fuente de generación de ingresos (el famoso *carry trade* de deuda) que contribuye a su recapitalización.

Otro mecanismo que puede aminorar el contagio entre ban-

GRÁFICO 4  
MEDIDAS PALIATIVAS ADOPTADAS EN LA ZONA DEL EURO



Fuente: Elaboración propia.

cos y soberanos es la existencia de reglas claras de asunción de pérdidas por parte de los acreedores de las entidades financieras que se enfrentan a problemas de viabilidad. Cuando dichos mecanismos están bien desarrollados, como en gran medida es el caso en Estados Unidos con el funcionamiento de la Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) y la normativa federal para entidades sistémicas (hoy *Dodd-Frank Act, Title II*) (FMI, 2013a), la necesidad de intervención pública en el proceso de recapitalización se reduce y el impacto negativo de una crisis bancaria en el soberano se aminora. Es obvio que la gran mayoría de los países europeos se han enfrentado a la crisis sin disponer de

mecanismos claros a nivel local para la resolución o intervención de entidades financieras, y el conjunto de la UE tampoco tenía suficientes instrumentos para hacer frente a esta cuestión de manera coordinada (Comisión Europea, 2012). En ausencia de una regulación apropiada, solo la actuación de la Dirección General de la Competencia de la Comisión Europea ha permitido encauzar y controlar de un modo más o menos razonable los procesos de *bail-out* y *burden sharing* que se han tenido que llevar a cabo (véase Koopman, 2011).

Es preciso añadir, además, que el contagio entre banca y soberano es también, en sí mismo, una

consecuencia del carácter eminentemente local de los bancos en Europa, así como del crucial papel que juegan en la economía. Si la banca europea fuera verdaderamente paneuropea, la debilidad de una determinada entidad o un grupo significativo de entidades no se concentraría en un único soberano generando así un choque asimétrico. Asimismo, si el peso de la banca en los canales de financiación fuera inferior y las empresas pudieran acceder con igual facilidad a los mercados de capitales, el problema bancario incidiría menos directamente en la actividad económica real y las finanzas públicas (3). De todos modos, el desarrollo de mercados de capitales para pymes ver-

daderamente paneuropeos se enfrenta a obstáculos regulatorios y de mercado que no son menores que los que afronta la banca para adquirir una verdadera dimensión continental (véase Eurofi, 2013).

El contagio entre banca y soberanos ha tenido su raíz, en ocasiones, en errores de supervisión a nivel local, cuando el regulador local puede estar influido por el entorno político y proceder a una política de tolerancia que acaba siendo contraproducente y aumentando la magnitud de los problemas de solvencia, si bien la frontera entre una tolerancia apropiada ante problemas de liquidez y cuando estos devienen una cuestión de solvencia es a menudo tenue. En este sentido, la introducción de un supervisor único, el primer paso de la unión bancaria que luego comentaremos, es sin duda un factor que contribuye a reducir el contagio.

Las actuaciones de las autoridades también pueden paliar temporalmente el contagio entre soberanos y bancos. En las primeras fases de la crisis, estas actuaciones se llevaron a cabo mediante la creación del Fondo Europeo para la Estabilización Financiera (FEEF) y posteriormente del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE). Las OMT del BCE constituyen un salto cualitativo importante ya que persiguen directamente restablecer la integridad de la zona del euro y uno de los canales por los que actúan es precisamente mejorando el acceso de los soberanos a los mercados, con el consiguiente impacto positivo en la cotización de la deuda pública y en la situación de las entidades financieras. Asimismo, al reducir los costes de financiación del soberano y aminorar la inestabilidad financiera, las OMT también fortalecen el ac-

ceso de la banca a los mercados financieros internacionales.

Tras lo comentado es obvio, por otra parte, que si el sistema financiero europeo estuviera más integrado, el debilitamiento de un soberano concreto tendría una menor incidencia en la situación financiera de su sistema bancario, puesto que la actividad de las entidades estaría menos vinculada a un país concreto, y a ello se correspondería una mayor diversificación de su financiación al sector público.

En definitiva, a lo largo de los últimos dos años, la zona del euro ha reaccionado ante el contagio entre bancos y soberanos con numerosas medidas. Inicialmente con efectos adversos, y posteriormente con un impacto positivo, que ha aminorado el bucle vicioso que ha jugado un papel determinante en la crisis. Sin embargo, como veremos a continuación, esta minoración solo ha sido parcial, y ello refleja que, en último término, se ha tratado de intervenciones temporales protagonizadas principalmente por el BCE, y que solo constituyen paliativos mientras se edifican remedios duraderos, en forma de pasos firmes hacia la unión bancaria.

### III. LOS EFECTOS EN LOS MERCADOS: FRAGMENTACIÓN FINANCIERA EN LA EUROZONA

Las consecuencias que ha tenido la debilidad de la estructura institucional de la eurozona, y en particular el bucle adverso entre deuda soberana y deuda bancaria, son aún objeto de amplia discusión. Desde la perspectiva de su efecto en la economía real, no es descabellado pensar que la cri-

sis de liquidez en los países de la periferia, las salidas de capitales que se aceleraron a lo largo del año 2012 y el riesgo de convertibilidad del euro que muchos agentes incorporaron en sus expectativas contribuyeron de manera significativa al parón económico en la segunda parte del ejercicio, que acabó conduciendo la eurozona a la doble recesión.

Desde la estricta perspectiva de los mercados financieros, a lo largo de la crisis, y especialmente en su periodo álgido antes de las intervenciones del Banco Central Europeo, se ha registrado un aumento espectacular de las primas de riesgo de la deuda pública periférica en relación al Bund alemán. Algunos exámenes empíricos han mostrado que los niveles alcanzados por dichas primas excedieron en mucho lo que se podía justificar por determinantes fundamentales (véase por ejemplo FMI, 2012: 40-41). La cuantificación de esta desviación sobre lo que podríamos denominar la prima de equilibrio es compleja, pero algunos investigadores la han situado en 300 puntos básicos para el caso de Italia (véase Di Cesare *et al.*, 2012; Zoli, 2013).

Los partidarios de las actuaciones puestas en marcha por el BCE argumentan que su actuación no hace sino restablecer, al menos parcialmente, el precio de equilibrio, dado el comportamiento anómalo del mercado. Por otra parte, tanto las LTRO como las OMT se justificaron también por la existencia de riesgos sistémicos, asociados a la liquidez de las entidades financieras en el primer caso, y a la estabilidad de los mercados de deuda soberana en el segundo. El objetivo en este caso es impedir que se consolide un equilibrio «malo» en dichos mercados. En dicho equilibrio, la presión especulativa sobre la deuda

podía provocar unos tipos de interés muy altos, que en sí mismos generarían un bajo crecimiento y conllevarían un incremento imparable de la ratio deuda/PIB.

Los críticos de la actuación del BCE tienden a atribuir los elevados diferenciales de la deuda periférica a la situación intrínseca de estos países, en términos de insuficientes reformas para flexibilizar la economía y escasos esfuerzos de reducción del déficit primario. Sin embargo, no existe evidencia empírica que yo conozca que justifique esta posición. En cualquier caso, desde esta visión se argumenta que la disponibilidad de las OMT, y el éxito que han tenido relajando la prima de riesgo, tiene efectos negativos en las economías afectadas, disminuyendo la presión hacia la consolidación fiscal y la reforma.

Para evitar estos problemas de riesgo moral, el BCE condiciona la OMT a un programa de ajuste en línea con los programas a los que se han sometido los países que han precisado un rescate financiero, pero es cierto que este no es el caso si la OMT no lo solicita explícitamente y tiene efecto solo a través de su anuncio. En ausencia de una introducción formal del programa, la única condicionalidad para los países que se han beneficiado del mismo es la que está ya incorporada en la normativa habitual de monitorización de los desequilibrios fiscales y macroeconómicos que implementan las autoridades europeas.

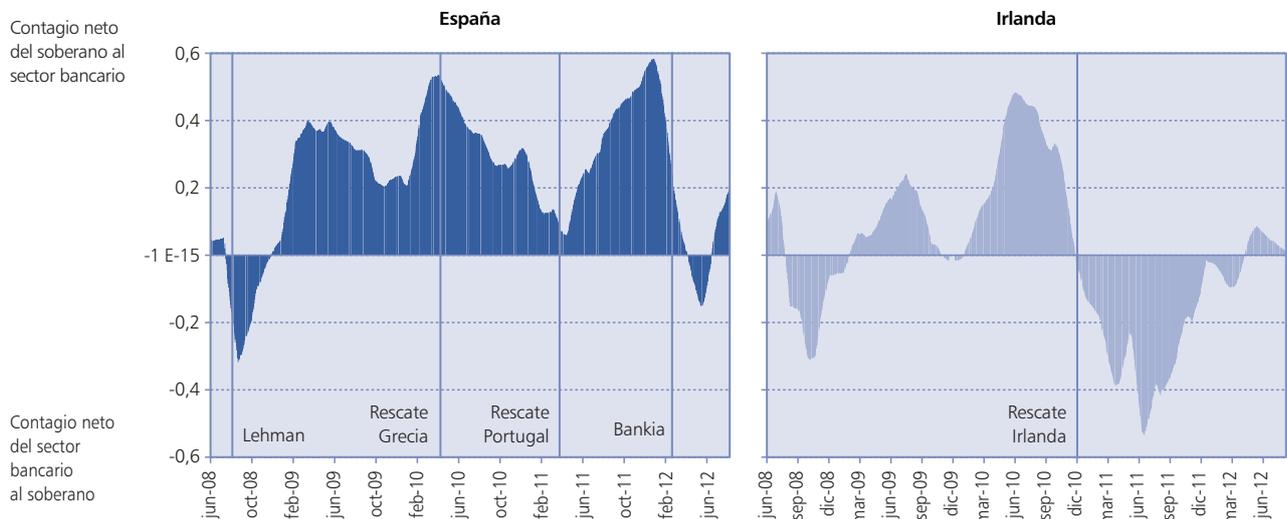
En cualquier caso, los elevados diferenciales de deuda pública que ha generado la crisis de la zona del euro han tenido un

claro efecto negativo en otros mercados financieros, más allá del de financiación de los soberanos.

Un primer impacto tuvo lugar en la financiación de las entidades bancarias. La correlación entre los *spreads* soberanos y la deuda bancaria ha sido ampliamente documentada (véase, por ejemplo, FMI, 2013b: 26). Es interesante, sin embargo, tratar de analizar en qué medida esta correlación comporta causalidad, y en qué sentido esta causalidad actúa, dado que como hemos visto en la sección previa, en principio puede ser en ambos sentidos.

El gráfico 5 utiliza un indicador de contagio entre riesgo soberano y bancario desarrollado por Arce y Mayordomo (2012). Se muestra, en este caso para un

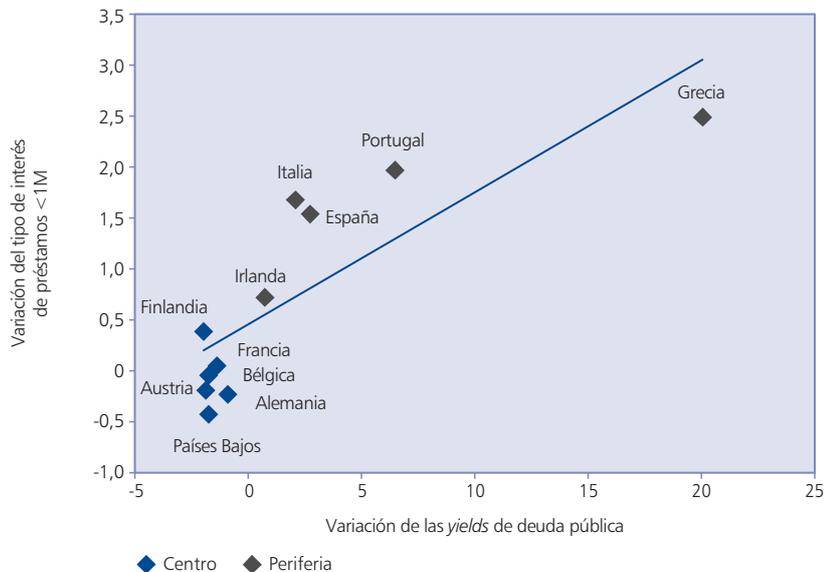
**GRÁFICO 5  
CONTAGIO EN AMBOS SENTIDOS ENTRE RIESGO SOBERANO Y BANCARIO**



*Nota metodológica:* Este indicador muestra la diferencia entre el porcentaje de la variación neta de un índice equiponderado de las cotizaciones de los CDS de las principales entidades bancarias que no es debida a la información histórica de los CDS bancarios, sino a los *shocks* contemporáneos en los riesgos de crédito soberano, y la variación neta opuesta, esto es, la que captura el efecto sobre el riesgo soberano de los *shocks* que afectan al nivel de riesgo financiero. El indicador toma valores positivos cuando el efecto de los *shocks* en el nivel de riesgo de crédito soberano sobre la medida de riesgo financiero es superior al efecto contrario. El valor de este indicador un día dado se estima a partir de la información disponible en los sesenta días anteriores. Adicionalmente, la serie se suaviza mediante una media móvil de sesenta días.

*Fuente:* O. Arce y S. Mayordomo (2012), «Contagio de riesgo de crédito entre sectores», documento de trabajo.

**GRÁFICO 6**  
**RELACIÓN ENTRE LAS RENTABILIDADES DE LA DEUDA PÚBLICA**  
**Y EL TIPO DE INTERÉS DE LOS PRÉSTAMOS BANCARIOS A PYMES**



Fuente: «(Re)integración financiera en la eurozona», Informe Mensual de «la Caixa», junio de 2013.

bancario, su impacto en términos del acceso a la financiación en los países periféricos ha sido muy negativo a lo largo de los dos años últimos. Los gráficos 6 y 7 muestran la elevada correlación tanto de los *spreads* soberanos como de los bancarios con el coste de financiación de las pequeñas y medianas empresas. En ambos casos, la correlación parece ser menor para niveles elevados de los diferenciales, lo que revela que para tipos de interés muy elevados se produce un efecto racionamiento en los mercados de crédito.

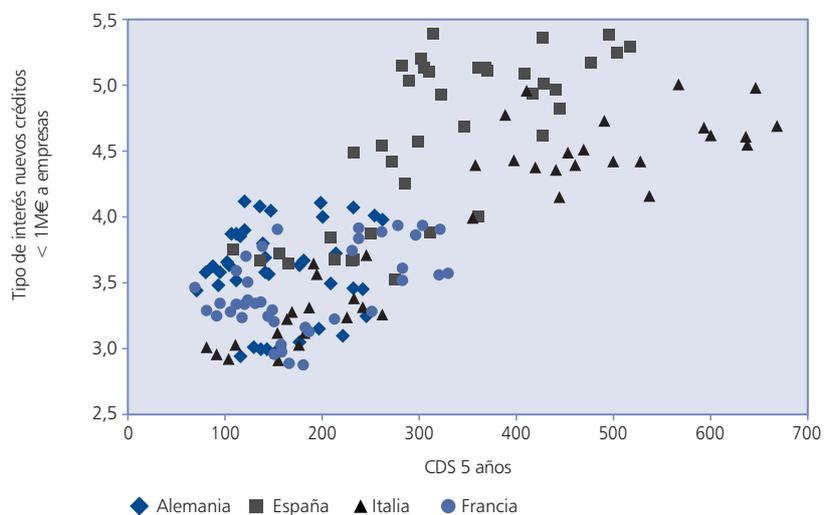
#### IV. LOS COMPONENTES CLAVE DE UNA UNIÓN BANCARIA

Los elementos institucionales y normativos que habitualmente se asocian a una unión bancaria son tres: un supervisor único, un sistema de resolución de entidades en dificultades también único

par de países ilustrativos, cómo en ocasiones el contagio ha procedido del soberano, mientras que en otros casos el origen ha estado en la banca. Hemos visto que, en el caso del soberano, el *shock* inicial puede ser debido a una desviación persistente del diferencial respecto a su nivel de equilibrio, por ejemplo debido a un riesgo sistémico asociado a la integridad de la zona del euro. Cuando el origen se encuentra en el sector bancario, el *shock* inicial, como muestran los casos de España e Irlanda, también corresponde a un aumento del *spread* bancario que incorpora aspectos sistémicos, asociados a la incapacidad de rescate de los bancos correspondientes por parte del soberano.

En cualquier caso, tanto si el origen de las turbulencias es en el soberano como en el sector

**GRÁFICO 7**  
**CORRELACIÓN ENTRE TIPOS DE INTERÉS A EMPRESAS**  
**Y CDS BANCARIOS, 2010-2012**



Fuentes: Bloomberg y elaboración propia.

y un fondo de garantía de depósitos igualmente integrado. Estos dos últimos elementos deben contar con recursos apropiados (*backstops*), idealmente de carácter supranacional. Dos condiciones adicionales que debe reunir la arquitectura institucional de una unión bancaria son: *a*) un elevado nivel de armonización de los requisitos de solvencia, liquidez, y, en general, de la normativa prudencial; y *b*) una reglas de *bail-in*, o prelación entre los pasivos en casos de insolvencia, que sean también comunes, al menos en sus trazos fundamentales. Estas dos condiciones están, naturalmente, asociadas a la existencia de instituciones centrales que controlen la supervisión y resolución de entidades, puesto que ambas tareas deben llevarse a cabo con reglamentaciones comunes, de tal modo que se mantenga un terreno de juego equilibrado en toda la zona del euro, sin que las entidades de un determinado país gocen de ventajas regulatorias.

La supervisión centralizada constituye un mecanismo para evitar que los reguladores nacionales (influidos en mayor o menor medida por los políticos y la industria locales) ejerzan un exceso de tolerancia regulatoria, y asimismo ha de permitir incorporar en la toma de decisiones de supervisión las interacciones entre los diferentes sistemas bancarios de la zona del euro.

En la eurozona, los pasos hacia la creación del Mecanismo Único de Supervisión ya se han tomado y se confía esta nueva responsabilidad al Banco Central Europeo, con el objetivo de que sea operativo antes del verano de 2014. Se ha determinado también su cobertura en términos de número y tamaño de entidades afectadas, así como las modalidades de coordinación con los supervisores de

los Estados miembros (Comisión Europea, 2013) (4).

Para que el supervisor sea efectivo debe disponer de instrumentos de coerción sobre las entidades, así como de herramientas de intervención temprana, para corregir con la mayor prontitud posible los problemas de solvencia que se puedan estar incubando. En último término debe existir, por tanto, una capacidad de intervención directa en las entidades que, en determinadas circunstancias, conduce a la resolución de las mismas.

En relación al Mecanismo Único de Resolución, se espera que la Comisión Europea presente una propuesta en el verano de 2013. Las cuestiones de diseño que dicho mecanismo plantea son, como mínimo, dos: 1) en qué medida esta autoridad de resolución debe ser única y cuál debe ser su ubicación institucional en el entramado de las estructuras político-administrativas de la zona del euro; 2) cuál debe ser la naturaleza de los fondos de resolución que se asignen a dicha autoridad o autoridades (privados vs. públicos, predotados o no, nacionales o paneuropeos), con lo que ello puede conllevar en términos de compartir riesgos presupuestarios entre los diferentes países de la zona del euro.

En relación a los aspectos institucionales y al carácter paneuropeo de la autoridad de resolución, parece claro que la cuestión primordial es garantizar que este nuevo organismo cuente, en primer lugar, con la máxima legitimidad política y jurídica para actuar en la intervención de entidades, así como con la información necesaria para una correcta toma de decisiones en situaciones que normalmente exigen actuaciones muy rápidas y decisivas. Se trata-

ría, por tanto, de un organismo de carácter cuasi federal, como el BCE, con altos poderes ejecutivos, un respaldo legal y político apropiado, y, naturalmente, estrechamente coordinado con el supervisor único.

La cuestión más compleja es, sin duda alguna, el diseño de los fondos con los que debiera contar la autoridad de resolución, por las implicaciones fiscales en el caso de que se utilicen fondos públicos.

Naturalmente, parece razonable contar, en primera instancia, con el uso de fondos provenientes del propio sector bancario. El objetivo es preservar la estabilidad financiera ante una situación de insolvencia de una o varias entidades que podría tener efectos adversos en el conjunto del sistema, dada la interconexión entre entidades, tanto en términos de operativa interbancaria como desde el punto de vista de la confianza de la sociedad en el sistema bancario. Es lógico, por tanto, que se utilicen fondos de intervención privados. Es preciso aclarar que en cualquier caso solo son necesarios con carácter transitorio, o bien tras el uso de todos los mecanismos de *bail-in* que la legislación europea está en proceso de introducir para limitar el efecto de las crisis bancarias en los erarios públicos, así como para controlar la toma de riesgos de las entidades (5).

Estos fondos deberían estar predotados y ser suficientes para hacer frente a la resolución de crisis no sistémicas. La contribución de las entidades debería determinarse en función de su tamaño y perfil de riesgo, al objeto de que el coste de las posibles intervenciones se repartiera de acuerdo con la contribución de las entidades al riesgo generado. Contribuciones así diseñadas ayudarían

también a internalizar la toma de riesgos de las entidades que generan impactos adversos más allá del riesgo que ellas mismas tienen en cuenta.

Es importante resaltar que, junto a la existencia de un fondo privado de resolución, a disposición de la autoridad única de resolución, debe proveerse también la disponibilidad de recursos públicos que, en última instancia, puedan constituir un mecanismo de rescate de entidades sistémicas en dificultades. Cuando una crisis es sistémica, en línea con lo sucedido en Estados Unidos tras la quiebra de Lehman Brothers, o en la zona del euro, a finales de 2011 y mediados de 2012, cualquier fondo privado predotado será insuficiente para que sea considerado como creíble por parte de los mercados financieros y, en general, el conjunto de los agentes económicos. En dichas circunstancias, la única garantía para la estabilidad financiera es la posibilidad de acceso por parte de la autoridad única a recursos fiscales en cuantía suficiente para garantizar la solvencia del sistema. Dichos recursos son ingentes, solo están a disposición de las autoridades fiscales y pueden requerir la coordinación temporal con las autoridades monetarias. En el caso del euro, es evidente que dicho *backstop* fiscal debe diseñarse a nivel del conjunto de la zona para mitigar suficientemente el bucle riesgo soberano-riesgo bancario.

Obviamente, el diseño del *backstop* fiscal es complejo políticamente, por lo que supone de redistribución fiscal, al menos contingente. Pero debe recordarse que va asociado a unos mecanismos de supervisión y control que ya se encuentran centralizados y persiguen objetivos de carácter paneuropeo, asociados a la esta-

bilidad financiera de la zona. Además, el carácter de dicho fondo público sería en cualquier caso preventivo, de última instancia, utilizable solo en caso de crisis de carácter sistémico, y precisamente su existencia tiene como objetivo evitar que estas ocurran.

El último componente de un diseño completo de unión bancaria es un fondo compartido o común de garantía de depósitos (FGD). Este fondo también se basaría en aportaciones privadas del sector, predotadas, con contribuciones de las entidades en función de su riesgo. Si se dispone de un fondo de resolución con las características señaladas en los párrafos anteriores, la necesidad de un fondo de garantía de depósitos común ha sido puesta en cuestión por algunos analistas. Sin embargo, es preciso recordar que el Fondo de Garantía persigue fundamentalmente el objetivo de reforzar la confianza de los agentes económicos en la estabilidad del sistema, algo que es imprescindible en los sistemas bancarios modernos basados en la banca de reservas fraccionadas.

Al igual que con el fondo de resolución, los objetivos que persigue el Fondo de Garantía son dobles. Para crisis individuales, el fondo debe proporcionar, si fuera necesario, los recursos que garantizan los depósitos cubiertos en el caso de entidades insolventes cuando la institución se resuelve y los acreedores sufren las quitas correspondientes según la legislación de *bail-in*. Como se ha dicho, el FGD tiene como objetivo fortalecer la confianza en el sistema financiero al objeto de evitar situaciones de inestabilidad que puedan generarse cuando algunas entidades entran en dificultades. Por esa misma razón, y al igual que ocurría con el fondo de resolución, este tipo de fondos tam-

bién son insuficientes y requieren de un *backstop* público cuando la situación es de crisis sistémica. Para garantizar, además, una competencia equilibrada entre los distintos competidores europeos, que dicho *backstop* público, de nuevo de última instancia, debe ser de carácter paneuropeo.

En definitiva, el diseño de la unión bancaria que complementa la actual unión económica y monetaria con el objetivo de romper de manera permanente el bucle negativo entre riesgo soberano y riesgo bancario requiere:

- Un conjunto de normas e instituciones que suponen la centralización a nivel del conjunto de la eurozona de las decisiones de supervisión y resolución bancaria;

- La creación de fondos comunes de resolución y garantía de depósitos para toda la industria europea; y

- La disposición de manera explícita por parte de las autoridades fiscales de la eurozona a compartir los riesgos asociados a una crisis sistémica, al objeto de prevenirla y dotar de este modo a la eurozona de los niveles de estabilidad financiera necesarios.

Solo una unión bancaria con estos elementos será una unión bancaria de hormigón, suficientemente sólida para romper de manera permanente los vínculos negativos entre la banca y los soberanos de los países miembros.

## V. LA TRANSICIÓN ES CRUCIAL: ¿PUEDE LA ZONA EURO PERMITIRSE UNA UNIÓN BANCARIA PROVISIONAL POCO SÓLIDA?

En el momento de escribir estas líneas, finales de junio de 2013, el

debate de política económica en Europa se centra en los elementos que deben conformar la unión bancaria en la etapa transitoria, hasta que los componentes del modelo completo estén plenamente instaurados. El problema es que el marco institucional y legal actual de la zona del euro impide abordar aquellos aspectos de la unión bancaria que exigen mayores pérdidas de soberanía de los países miembros. Por ello, la construcción transitoria puede no serlo tanto en la práctica e influir de manera determinante en el modelo final.

Recordemos que la supervisión única por parte del Banco Central Europeo debiera estar en funcionamiento a principios de verano de 2014, lo que exigirá que, con antelación, la nueva autoridad —en coordinación con la Autoridad Bancaria Europea— lleve a cabo una revisión de la calidad de los activos de las entidades sobre las que asume competencias de supervisión, así como un test de resistencia de los diversos sistemas.

Por otra parte, la armonización de los requisitos de capital está avanzada ya que el Consejo Europeo adoptó la directiva y la regulación de requisitos de capital (CRDIV) con fecha 20 de junio de 2013, tras el acuerdo alcanzado previamente con el Parlamento Europeo. La entrada en vigor está prevista para el 1 de enero de 2014.

El elemento crítico del sistema que todavía debe negociarse entre Consejo y Parlamento es la normativa sobre *bail-in* y fondos nacionales de resolución de entidades. La discusión se centra en la estructura de prelación entre los diferentes pasivos, el grado de discrecionalidad que se pueda dejar a las autoridades nacionales en relación a la normativa general para recurrir a fondos públicos nacionales y el papel de los fondos pú-

blicos europeos como recurso de última instancia. Suponiendo que la propuesta acordada en el Consejo Europeo de finales de junio se consensúe también con el Parlamento de forma rápida, esta directiva sería aprobada en 2014 y su transposición y aplicación en la práctica, en cualquier caso, no sería anterior a 2015. En principio, la entrada en vigor de las condiciones de *bail-in* podría ser en 2018, aunque algunos países consideran que debiera anticiparse a 2015 (6).

Si se aprobase, el acuerdo alcanzado por el Consejo Europeo sobre la directiva de resolución y recuperación contribuiría a debilitar algo el bucle entre riesgo soberano y bancario, pero dista de romperlo (véase «la Caixa», 2013). La propuesta tiene como objetivo minimizar el uso de fondos públicos en resoluciones bancarias exigiendo para ello un elevado volumen de *bail-in* privado (equivalente a un 8 por 100 del balance del banco en problemas). Después de este 8 por 100, y para el siguiente 5 por 100 de pérdidas, se utilizaría un fondo de resolución predotado por la industria que contaría con el soberano nacional como *backstop* (en el periodo de transición hasta que este fondo esté efectivamente predotado, el soberano deberá adelantar estos fondos). Para este tramo, a su vez, el soberano podría solicitar un préstamo al MEDE como el que recibió España en 2012.

En este contexto, los elementos que configurarán la UB provisional se derivarán también de las propuestas que introduzca la Comisión Europea en relación al Mecanismo Único de Resolución y la operativa concreta que desarrolle el Eurogrupo respecto a la recapitalización directa de entidades financieras por parte del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE).

En cuanto al Mecanismo de Resolución, las dificultades para encajar jurídicamente e institucionalmente esta función en las actuales instituciones europeas están llevando a algunos países a formular la idea de un colegio de autoridades nacionales como fórmula transitoria (Schauble, 2013).

Del mismo modo, la recapitalización directa por parte del MEDE (que de hecho equivale a la disponibilidad de un *backstop* público paneuropeo) no formaría parte del arsenal disponible a corto plazo, en la medida en que algunos países piensan que tal función tendría difícil encaje en los tratados, ya que supondría compartir riesgos fiscales entre países, al asumirse potencialmente activos dañados heredados. Las condiciones para una posible recapitalización directa desde el MEDE acordadas por el Eurogrupo en junio son muy restrictivas (solo serán posibles cuando el BCE ejerza de supervisor, tras la aprobación de las directivas de resolución y fondos de garantía de depósitos, y exigirán, por ejemplo, que la entidad ya cuente con un capital equivalente al 4,5 por 100 de activos ponderados por riesgo).

Esta es una cuestión crucial. En el régimen transitorio que se está negociando, el único recurso público paneuropeo con el que se cuenta en la práctica es el acceso a los préstamos del MEDE, con la consiguiente condicionalidad. Si los exámenes de los bancos por el nuevo supervisor único concluyen que un número significativo de entidades necesitan recapitalizarse, y si estas entidades no pueden llevar a cabo esa recapitalización en los mercados de manera privada, será preciso proceder a una recapitalización por parte del sector público nacional que, de este modo, verá

CUADRO N.º 1

## EL DISEÑO DE LA UNIÓN BANCARIA

	<i>Unión bancaria «de hormigón»</i>	<i>Unión bancaria «de madera»</i>
Mecanismo de Supervisión .....	Único	Único
Reglas/requisitos de capital .....	Armonización	Armonización
Reglas de <i>bail-in</i> .....	Armonización	Armonización
Mecanismo de resolución .....	Autoridad única	Colegio de autoridades nacionales
	Fondo de resolución común (privado, predotado)	Fondos de resolución nacionales (privados, predotados)
	<i>Backstop</i> fiscal supranacional	<i>Backstop</i> fiscal nacional + MEDE
Fondos de garantía de depósitos .....	FGD común (privado, predotado)	FGD nacionales armonizados (privado, predotado)
	<i>Backstop</i> fiscal supranacional	<i>Backstops</i> : 1. Préstamos entre FGD 2. Fiscal nacional 3. Préstamo MEDE

Fuente: Elaboración propia.

empeorado su endeudamiento, aunque se trate de préstamos preferenciales como los del MEDE (ver cuadro n.º 1 para una comparativa esquemática entre el diseño óptimo de la UB y un posible diseño provisional).

El diseño provisional es, por tanto, un esquema que muestra enormes debilidades para hacer frente a los riesgos a los que aún está sujeto el sistema bancario de la zona del euro. Es un diseño que no asegura la actuación rápida y decisiva de una autoridad independiente de resolución, y que además obligaría a los Estados miembros afectados a intervenir con fondos propios, alimentando de este modo el vínculo adverso entre una banca debilitada y un soberano débil.

Es preciso recordar que el contexto actual es el de una crisis sistémica, en la que partes significativas de varios sistemas bancarios europeos son débiles, el

nivel de fragmentación financiera de la zona es muy alto, y la debilidad del contexto macroeconómico puede aún provocar un empeoramiento de los resultados de las entidades y su capacidad de generar capital internamente.

Es verdad que el esquema transitorio que parece imponerse responde fielmente a la filosofía de que debe existir una adecuada correspondencia entre los riesgos asumidos y el control ejercido (Weidmann, 2013). Pero también lo es que, ante una crisis sistémica con importantes efectos potenciales adversos en todo el sistema financiero europeo y en la evolución macroeconómica, se hace necesario introducir mecanismos para compartir riesgos que contribuyan a garantizar la estabilidad del conjunto del sistema.

Sin apelar a argumentos de equidad o solidaridad entre distintos países de la zona del euro, y circunscribiendo el análisis a ar-

gumentos de pura eficiencia, se puede argumentar que la etapa transitoria de la unión bancaria exige ir más allá en la asunción conjunta de riesgos. Tal vez de una manera *ad hoc* mientras no se puedan reformar los tratados y, sin duda, con carácter explícito. Pero, en cualquier caso, ese seguro colectivo puede contribuir a la estabilidad del conjunto, y —desde la perspectiva de los países que son potencialmente contribuidores netos—, constituir una alternativa a la larga mucho más económica que el simple cálculo de costes y beneficios directos, sin tener en cuenta los efectos beneficiosos indirectos en términos de estabilidad del sistema.

Por otro lado, cualquier mecanismo de seguro o garantía que se introdujese en la fase transitoria debería ir aparejado a una condicionalidad similar a la que forma parte de los programas de apoyo vía préstamos del MEDE. La diferencia fundamental sería

que, en este último caso, los préstamos incrementan el vínculo vicioso entre deuda soberana y deuda bancaria, mientras que en el caso del seguro o garantía se evita este efecto. En ambos casos, sin embargo, se garantiza que se mantienen los incentivos adecuados para evitar el riesgo moral.

## VI. CONCLUSIONES

A lo largo de los próximos meses, el proceso de construcción de la unión bancaria en la zona del euro afronta momentos determinantes. En ausencia de un marco jurídico europeo suficientemente legitimado democráticamente y que comporte una mayor integración política, en términos de renuncia a aspectos clave de la soberanía de los Estados miembros y asunción conjunta de riesgos, será necesario avanzar de manera pragmática y posibilista.

Los criterios para la construcción de la unión bancaria de transición pueden ser esencialmente de dos tipos. Una primera alternativa es tratar de construir una arquitectura institucional que, aunque sea transitoria, constituya un esquema idóneo para evitar futuras crisis financieras y fiscales en la zona del euro. Es decir, haciendo abstracción de las condiciones actuales. Con esta opción, la transformación de la unión bancaria provisional en la definitiva solo sería cuestión de adaptar las instituciones provisionales a un marco futuro de mayor cesión de soberanía, una vez revisados los tratados.

Esta opción, que parece ser la dominante en el momento de escribir estas líneas, es altamente arriesgada para la economía europea y para el devenir de la propia unión bancaria. Presupone

que la crisis financiera actual ya está superada o que, en cualquier caso, la introducción de la normativa de esta unión bancaria provisional será inocua en el desarrollo de la actual crisis.

Una segunda alternativa de diseño de la unión bancaria provisional parte del reconocimiento de que la crisis financiera es de carácter sistémico y aún no está cerrada, y que el elevado grado de fragmentación de los mercados financieros europeos exige por parte de las autoridades europeas cambios institucionales inmediatos, de tal modo que el diseño de la unión bancaria provisional contribuya a solucionar la actual crisis, y no solo las potenciales crisis futuras.

El planteamiento de la primera alternativa es el resultado, por un lado, de un diagnóstico incorrecto de las causas de la recaída en recesión en la eurozona y, por otro, es una consecuencia lógica de la resistencia de los países acreedores a compartir las pérdidas que puedan restar en relación a los activos dañados heredados.

El diagnóstico es incorrecto puesto que las dificultades para acceder al crédito (que impacta negativamente en el crecimiento de la zona del euro) se atribuyen a una infracapitalización generalizada de las entidades, en lugar de centrar la atención en los efectos negativos que está teniendo la fragmentación financiera y el alto coste de financiación que ello supone para las empresas de la periferia.

En relación a los «activos heredados», la cuestión crucial es determinar en qué momento es posible establecer que los balances bancarios pueden considerarse como limpios. Nótese que en un contexto de bajo crecimiento

económico, el riesgo es que se prolongue el deterioro de la calidad de los activos, en especial en economías como las periféricas, inmersas en procesos de desajuste con riesgo de deflación. Por el contrario, compartir un riesgo a nivel paneuropeo, aunque supone efectivamente una asunción de riesgos para los países del centro de la eurozona, puede en sí mismo contribuir a la recuperación y la mejora de la calidad de los activos, sin que las transferencias entre países tengan por qué materializarse. En cualquier caso, la cuestión de los activos heredados debiera solventarse una vez sea asumida la supervisión por parte del BCE.

Bajo el escenario dominante, basado en un diseño de unión bancaria transitoria orientado a evitar futuras crisis, los riesgos para los próximos meses son muy significativos. Dicho escenario contempla el desarrollo de revisiones de la calidad de los activos y de *stress tests* por parte de las autoridades europeas (BCE en coordinación con EBA) antes de la toma de control de la supervisión por parte del BCE a mediados de 2014. Como ha puesto de relieve el propio banco central (Draghi, 2013), este ejercicio de revisión de los balances no puede llevarse a cabo a menos que se disponga de un mecanismo de resolución suficientemente operativo y, muy especialmente, de unos fondos de recapitalización adecuados, que deben ser a nivel paneuropeo si se quiere de verdad impedir la reproducción del bucle perverso entre deuda bancaria y soberana. Este *backstop* público paneuropeo no se contempla en la unión bancaria provisional, la que el Sr. Schäuble ha denominado una unión bancaria de madera, y el riesgo es que la construcción resultante sea simplemente de paja, susceptible de ser fácilmente

te arrastrada por los mercados ante la percepción de riesgo sistémico incontrolado.

Otro factor que contribuye a la endeblez de la actual construcción de la unión bancaria es el creciente papel que se otorga a los procesos de *bail-in*, con la práctica exclusión de la contribución de fondos públicos. Estamos ante una reforma legislativa que es acertada para prevenir crisis futuras de entidades individuales, pero no crisis de carácter sistémico. Por otro lado, su posible anticipación en el tiempo, con una entrada en vigor antes de 2018, puede constituir un serio factor de inestabilidad en unos momentos en los que la situación económica es frágil y, como hemos visto, los mercados financieros europeos continúan fragmentados y aún no se ha restablecido en su totalidad la estabilidad del sistema.

En definitiva, las decisiones sobre la arquitectura transitoria de la unión bancaria van a ser cruciales. La economía de la zona del euro se está recuperando frágilmente de la doble recesión, aquejada aún de una grave fragmentación de sus mercados financieros y de riesgos sistémicos nada despreciables. Es fundamental acertar en el diseño de la fase transitoria, asegurando que la eurozona se dota de mecanismos transitorios paneuropeos suficientemente potentes y creíbles para garantizar la estabilidad financiera y bancaria. De lo contrario, muy bien podría suceder que, una vez más, errores de política económica y regulatoria abocarán a Europa a una nueva recesión.

## NOTAS

(\*) Agradezco los comentarios y la ayuda de Oriol Aspachs-Bracons, Enric Fernández, Avelino Hernández, Sandra Jódar-Rosell y Judit Montoriol.

(1) El artículo del Sr. SCHÄUBLE distingue entre una unión bancaria de madera y una unión de acero, y por tanto es fácil, tras esa referencia, llegar al título del presente artículo (véase también JP MORGAN, 2013).

(2) Véanse VIVES, 2001; GOODHART, 2003; CEPR, 2005; DERMINE, 2006.

(3) Sin embargo, en sistemas financieros como el estadounidense en los que el canal no bancario es importante, los efectos de la crisis financiera también se transmitieron a la economía no financiera, aunque al no transcurrir por el canal bancario el impacto fue diferente.

(4) Véase [http://europa.eu/rapid/press-release\\_MEMO-13-251\\_en.pdf](http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-13-251_en.pdf)

(5) El Consejo Europeo del 28 de junio acordó una posición común sobre la directiva de recuperación y resolución bancaria que ahora deberá ser negociada con el Parlamento Europeo ([http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms\\_data/docs/pressdata/es/ec/137649.pdf](http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/es/ec/137649.pdf)).

(6) Transitoriamente, se pueden aplicar normas de *burden sharing* a partir de las orientaciones de DGCOMP en la normativa sobre ayudas estatales.

## BIBLIOGRAFÍA

- CEPR (2005), *Integration of European Banking: The Way Forward*, Monitoring European Deregulation 3, London.
- COMISIÓN EUROPEA (2012), «A Roadmap towards a Banking Union». Communication from the Commission to the European Parliament and the Council, COM (2012) 510 final, 12 de septiembre.
- DERMINE, J. (2006), «European Banking Integration: Don't Put the Cart before the Horse», *Financial Markets, Institutions and Instruments*, 15(2): 57-10, mayo.
- DI CESARE, A.; GRANDE, G.; MANNA, M., Y TABOGA, M. (2012), «Recent Estimates of Sovereign Risk Premia for Euro-area Countries». *Occasional Paper* n.º 128, Banca d'Italia.
- DRAGHI, M. (2013), «Introductory Statement to the Press Conference», European Central Bank, 6 de junio.

EUROFI (2013), «Challenges and feasibility of diversifying the financing of EU corporates and SMEs». Disponible en: [http://www.eurofi.net/wp-content/uploads/2013/04/2013\\_Dublin\\_-\\_Financing-Corporates\\_SMEs3.pdf](http://www.eurofi.net/wp-content/uploads/2013/04/2013_Dublin_-_Financing-Corporates_SMEs3.pdf)

GOODHART, C. (2003), «The Political Economy of Financial Harmonization in Europe», en J. KREMERS, D. SCHOENMAKER y P. WIERTS (eds.), *Financial Supervision in Europe*, Edward Elgar, Cheltenham, pp. 129-138.

IMF (2012), *Fiscal Monitor*, octubre.

— (2013a), «A Banking Union for the Euro Area». *Staff Discussion Note* SDN/13/01, 15 de febrero.

— (2013b), «Financial Integration and Fragmentation in the European Union». *IMF Country Report* n.º 13/73. European Union Financial Sector Assessment Program, marzo.

JPMORGAN CHASE BANK (2013), «Three Little Pigs: Europe's banks will get a house of wigs». *Economic Research Note*, 30 de mayo.

KOOPMAN, G.-J. (2011), «Stability and Competition in EU Banking During the Financial Crisis: The Role of State Aid Control», *Competition Policy International*, volumen 7(2).

«LA CAIXA» (2013), «Entidades insolventes: el Consejo opta por el *bail-in* 2.0», *Actualidad del Sistema Financiero*, nota 11/2013, julio de 2013. Disponible en [www.lacaixaresearch.com](http://www.lacaixaresearch.com)

SCHÄUBLE, W. (2013), «Banking union must be built on firm foundations», *Financial Times*, 12 de mayo de 2013.

VERON, N., y WOLF, G., «From Supervision to Resolution: Next Steps on the Road to European Banking Union», *Bruegel Policy Contribution* 04, febrero.

VIVES, X. (2001), «Restructuring Financial Regulation in the European Monetary Union», *Journal of Financial Services Research*, 19 (1): 57-82.

WEIDMANN, J. (2013), «Banking Union Properly Structured», *The International Economy*, invierno.

ZOLI, E. (2013), «Italian Sovereign Spreads: Their Determinants and Pass-through to Bank Funding Costs and Lending Conditions». *IMF Working Paper* 13/84, abril.