

**Opinión y reflexiones**  
Revista de prensa 2011-2012



Para solicitud de copias dirigirse a:

Public-Private Sector Research Center  
ppsrc@iese.edu  
Tel.: +34 93 253 42 00

Av. Pearson, 21  
08034 Barcelona

## **Presentación**

El Public-Private Sector Research Center tiene como misión la creación y difusión del conocimiento sobre la interacción entre el sector público y el sector privado, así como proporcionar un punto de encuentro para el intercambio de opiniones y el debate. En este documento el centro recoge los puntos de vista de sus investigadores sobre temas de actualidad que han ido apareciendo recientemente en la prensa nacional e internacional.



## Firmas:



### **Xavier Vives**

Director Académico del  
Public-Private Sector Research Center  
Profesor de Economía y Dirección  
Financiera y Titular de la Cátedra Abertis  
de Regulación, Competencia y Políticas  
Públicas, IESE



### **Joan-Ramon Borrell**

Research Fellow del Public-Private  
Sector Research Center, IESE  
Secretario técnico del Cercle d'Economia y  
Profesor de Economía de la Universitat de  
Barcelona



### **Jordi Gual**

Profesor de Economía, miembro del  
Comité de Dirección y Research Fellow  
del Public-Private Sector Research  
Center, IESE y Economista Jefe de  
"la Caixa"



### **Núria Mas**

Research Fellow del  
Public-Private Sector Research Center  
y Profesora de Economía, IESE



### **Lluís Torrens**

Gerente del Public-Private Sector  
Research Center, IESE



# Índice

## **Mitos sobre la responsabilidad hipotecaria**

Jordi Gual, *ABC*, 11/09/2011

## **La crisi continua**

Xavier Vives, *El Punt Avui*, 12/09/2011

## **El dilema del sistema bancario**

Xavier Vives, *Project Syndicate*, 12/09/2011

## **The Eurozone debt crisis: Is this a banking problem?**

Jordi Gual, *VoxEU.org*, 13/09/2012

## **Rompiendo la inercia a golpe de decreto**

Joan-Ramon Borrell, *El Periódico de Catalunya*, 25/10/2011

## **Repensando el sistema sanitario**

Núria Mas, *El Periódico de Catalunya*, 25/10/2011

## **Luchar por el euro**

Jordi Gual, *La Vanguardia*, 20/11/2011

## **The task ahead in Spain**

Xavier Vives, *Handelsblatt*, 21/12/2011

## **Al borde del precipicio**

Joan-Ramon Borrell, *El Periódico de Catalunya*, 27/12/2011

## **¿Austeridad o crecimiento?**

Jordi Gual, *El Periódico de Catalunya*, 27/12/2011

## **¿Qué reformas y por qué?**

Jordi Gual, *Actualidad Económica*, 01/01/2012

## **Un incentivo eficaz**

Lluís Torrens y Xavier Vives, *El Periódico de Catalunya*, 23/01/2012

## **The financial crisis and regulation**

Xavier Vives, *Catalan International View*, 02/2012

## **La salud de nuestro sistema**

Núria Mas, *La Vanguardia*, 19/02/2012

### **Pacto fiscal y estabilidad presupuestaria**

Xavier Vives, *La Vanguardia*, 11/03/2012

### **Better Banking Regulation: Seven Principles**

Xavier Vives, *Global Economic Intersection*, 21/03/2012

### **¿Callejón sin salida?**

Jordi Gual, *La Vanguardia*, 29/03/2012

### **Un primer paso en la buena dirección**

Núria Mas, *Expansión*, 19/04/2012

### **La difícil tarea del banco**

Xavier Vives, *La Vanguardia*, 3/05/2012

### **El rescate**

Xavier Vives, *La Vanguardia*, 14/06/2012

### **Europa no nos entiende**

Xavier Vives, *La Vanguardia*, 16/06/2012

### **Banking Disunion**

Xavier Vives, *Project Syndicate*, 26/06/2012

### **Inevitable 'rescate' del actual sistema**

Joan-Ramon Borrell, *El Periódico de Catalunya*, 26/06/2012

### **Los desafíos del rescate**

Xavier Vives, *El País*, 29/06/2012

### **Un paso adelante**

Xavier Vives, *La Vanguardia*, 01/07/2012

### **La España dual y la salida de la crisis**

Xavier Vives, *El País*, 26/07/2012

### **El futuro del euro y el BCE**

Xavier Vives, *El País*, 13/08/2012

### **Banking union and the financial architecture of the Eurozone: A retrospective**

Xavier Vives, *VoxEU.org*, 20/08/2012



# Mitos sobre la responsabilidad hipotecaria

## Jordi Gual

Research Fellow del Public-Private Sector Research Center, Profesor de Economía del IESE y Economista Jefe de “la Caixa”.

Este artículo fue publicado el 11 de septiembre de 2011 en *ABC*.

- *En Estados Unidos una quinta parte de los estados tienen un régimen de responsabilidad hipotecaria limitada. La evidencia muestra que ello limita y encarece el crédito.*

En un contexto de crisis económica y financiera como el actual, la alta y persistente tasa de paro ha conllevado un aumento de los impagos hipotecarios que se está traduciendo en un incremento de las ejecuciones hipotecarias. El problema social y la necesidad de actuar son evidentes cuando, según el Consejo General del Poder Judicial, desde el inicio de la crisis en 2007 y hasta 2010, un 2.9% del total de hipotecas existentes en España ha sido objeto de una ejecución hipotecaria. Dado el marco legal de responsabilidad hipotecaria ilimitada, algunas de estas familias continuarán teniendo que hacer frente a parte de la deuda (la no cubierta por el valor de la garantía).

En la aportación de ideas que se ha sucedido en los últimos meses para atender a este problema, las propuestas planteadas son de distinta índole. Algunas consideran la entrega del inmueble como el vehículo para extinguir la totalidad de la deuda, incluso con carácter retroactivo. Habitualmente se utiliza el ejemplo de Estados Unidos como paradigma de modelo hipotecario de responsabilidad limitada.

Sin embargo, en contra de la opinión ampliamente extendida, en Estados Unidos no prima la responsabilidad limitada («non-recourse») en el crédito hipotecario. En ese país, la legislación que determina el alcance de la responsabilidad hipotecaria es de ámbito estatal y se determina en base a distintos preceptos legales, lo que provoca la existencia de una maraña de normas que complica la segmentación de los estados entre «recourse» y «non-recourse». En base a las investigaciones de varios economistas estadounidenses, se puede afirmar que solo en 10 de los 50 estados de Estados Unidos existe la responsabilidad limitada. En el resto es ilimitada, como en España y en la mayoría de países desarrollados.

La dicotomía legislativa existente en Estados Unidos se puede aprovechar para analizar y cuantificar las implicaciones económicas de la limitación de la responsabilidad «la responsabilidad limitada en los créditos hipotecarios: mitos y realidades», de Buil y Mialet en La Caixa, Documento de trabajo nº8, disponible en <http://www.lacaixa.comunicacions.com/>). La ventaja que ofrece al deudor la responsabilidad limitada es clara: la opción de cancelar completamente la deuda hipotecaria en cualquier momento con la entrega al acreedor del inmueble hipotecado. De todas formas, no hay que olvidar que en la práctica la devolución de la vivienda en sí misma conlleva costes para el deudor, tales como un historial de crédito negativo y el pago de impuestos al ser considerada la condonación de la deuda una retribución en especie. Es decir, que en la práctica no siempre es óptimo ejercer esta opción. Adicionalmente, acarrea otras consecuencias negativas que muchas veces se pasan por alto.

En primer lugar, los mayores riesgos que deben asumir las entidades financieras se trasladan al cliente, ya sea a través del efecto sobre el importe del préstamo concedido, o bien en forma de tipos de interés superiores. La evidencia estadounidense demuestra que en los estados donde la responsabilidad del deudor es más limitada la magnitud del crédito medio concedido es un 4-6% menor. Esta cifra puede incluso infravalorar el impacto del cambio de normativa puesto que los resultados están sesgados a la baja por la presencia habitual de seguros de pago en el mercado estadounidense. En definitiva, se limita el acceso al crédito (aumenta la exclusión financiera) puesto que se restringe el volumen crediticio en relación al valor del inmueble.

Por otro lado, se estima que la característica «non-recourse» aumenta entre 2 y 8 décimas el tipo de interés pagado por una hipoteca media (con los tipos de interés actuales ello representa hasta 720 euros anuales en una hipoteca media, lo que supone un incremento del 10% en la cuota hipotecaria). Finalmente, la responsabilidad limitada no parece favorecer la contención de los precios en el mercado inmobiliario en tiempos de bonanza. Durante el boom inmobiliario en Estados Unidos los precios, de media, subieron varios puntos porcentuales más en los estados «non-recourse» que en el resto de estados. En conclusión, la necesidad de actuación en el sistema hipotecario español es clara en tanto en cuanto son numerosas las familias españolas y las entidades financieras que están sufriendo las consecuencias de la actual crisis. La responsabilidad limitada es una opción legislativa. Pero se han de valorar con cuidado sus implicaciones. Por algo será que la responsabilidad ilimitada es el modelo imperante en la mayoría de países desarrollados, incluidos los Estados Unidos de América.

# La crisi continua

## Xavier Vives

Profesor de Economía y Dirección Financiera y Director Académico del Public-Private Sector Research Center del IESE.

Este artículo fue publicado el 12 de septiembre de 2011 en *El Punt Avui*.

- *Un trienni històric.*

Tres anys després de la fallida de Lehman Brothers (LB), la crisi financera continua agreujada per la lenta digestió de la bombolla immobiliària; problemes en els balanços bancaris; la crisi del deute sobirà a la zona euro, i pobres perspectives de creixement, sinó de recessió, tant als EUA com a Europa. De fet s'han comparat les conseqüències que va tenir la fallida de LB, que va provocar una crisi sistèmica i un pànic generalitzat als mercats financers internacionals, amb les possibles conseqüències de la fallida de països de la perifèria europea com ara Grècia, per no parlar de països com ara Itàlia i Espanya.

Es parla de la possibilitat que a Europa s'arribi a una situació similar amb resultats devastadors per al sistema financer internacional. El fet és que la crisi sistèmica arran de la fallida de LB es va superar amb l'acció concertada dels bancs centrals i programes d'ajuda a les entitats afectades. Es va arreglar el problema de liquiditat en el sistema bancari i es van solucionar parcialment els problemes de solvència de les entitats esperant que la recuperació de l'economia fes la resta.

Ara les pobres perspectives de creixement, degudes sobretot a un excés d'endeutament precisi que costa de superar, junt amb la crisi del deute a la zona euro, obren la porta una altra vegada a la repetició d'una crisi sistemàtica. La qüestió és que molts bancs, i no només a Europa, tenen els seus balanços carregats de deute sobirà de països de la perifèria d'Europa i una retallada substancial del deute d'aquests països els provocaria problemes. La manca de transparència en la negociació dels derivats del deute, tal com va passar amb els derivats de les hipoteques subprime, és una font de risc sistèmic.

La reforma de la regulació del sistema financer ha avançat. S'han ampliat els requisits de capital i s'imposaran requisits de liquiditat als bancs, es limitaran algunes de les activitats de banca d'inversió, es tendirà que les operacions amb instruments derivats es negociïn en mercats organitzats centralitzats i transparents, i es vigilaran més les possibles fonts de risc sistèmic i alhora es posaran restriccions addicionals a les entitats que es considerin "massa importants per fer fallida".

Ara bé, queden encara molts aspectes per concretar de la reforma i molt camí per fer que el sistema sigui més resistent. Si la reforma s'hagués fet amb més diligència, ara probablement estaríem en una posició més bona per afrontar les conseqüències de la crisi del deute.

# El dilema del sistema bancario

## Xavier Vives

Profesor de Economía y Dirección Financiera y Director Académico del Public-Private Sector Research Center del IESE.

Este artículo fue publicado el 12 de septiembre de 2011 en *Project Syndicate*, *China Daily* (China), *Les Echos* (Francia), *Handelszeitung* (Suiza), *The Business Times* (Singapur), *Entorno Inteligente* (Venezuela), *Cajjing* (China), *El Nuevo Diario* (Nicaragua), *Alwatan Daily* (Kuwait).

A los encargados de los bancos centrales y a los reguladores les suele preocupar que un exceso de competencia en el sector financiero aumente la inestabilidad y el riesgo de colapso sistémico. Por su parte, las autoridades encargadas de velar por la competencia tienden a creer que cuanto mayor sea la competencia, mejor. Ambas partes no pueden estar en lo cierto.

Entre la competencia y la estabilidad se da una relación de intercambio. En la práctica, una mayor presión competitiva puede aumentar la fragilidad de los balances bancarios y volver a los inversores más propensos al pánico; también puede deteriorar la capacidad de operación de las instituciones (*charter value*).

Un banco que opera con márgenes estrechos y responsabilidad limitada no tiene mucho que perder, de modo que tenderá a correr riesgos. Esta tendencia se verá agravada por la existencia de garantías públicas sobre los depósitos y por las políticas dirigidas a proteger a las instituciones que son “demasiado grandes para quebrar” (*too big to fail*). El resultado es un mayor incentivo a asumir riesgos. De hecho, en el caso de bancos que se encuentran al borde de la quiebra en sistemas desregulados, hay pruebas irrefutables de la acción de este tipo de incentivos perversos.

Por eso, después de que los sistemas financieros del mundo desarrollado comenzaron a liberalizarse en la década de 1970 (proceso que se inició en los Estados Unidos), se dio un aumento en la cantidad y la gravedad de las crisis. Esta nueva vulnerabilidad contrasta claramente con la estabilidad del período de exceso de regulación que siguió a la Segunda Guerra Mundial. La crisis ocurrida en los EE. UU. en la década de 1980 (que tuvo su origen en las asociaciones de ahorro y préstamo llamadas *thrifts*) y las crisis de Japón y Escandinavia durante la década de 1990 pusieron de manifiesto que, sin una adecuada regulación, la liberalización financiera induce a la inestabilidad.

En un mundo ideal, el dilema entre estabilidad y competencia se podría eliminar por medio de mecanismos de aseguramiento bien diseñados dependientes de los riesgos, procedimientos de liquidación y resolución creíbles, el uso de obligaciones convertibles contingentes y la imposición de requisitos de capital con mayores cargas para las instituciones con influencia sistémica. El problema es que la regulación difícilmente eliminará por completo las fallas del mercado, de modo que la tensión entre competencia y estabilidad se puede mitigar, pero no anular.

Por ejemplo, la Comisión Bancaria Independiente del Reino Unido (ICB, por sus siglas en inglés) propuso mantener las actividades minoristas de las instituciones bancarias separadas de sus actividades

de banca de inversión, por medio de la división de dichas entidades en secciones con capitalización independiente. Se trata de una solución intermedia que busca minimizar los incentivos a correr riesgos aprovechándose del respaldo de las garantías estatales, sin dejar de permitir ciertas economías de escala en las actividades bancarias.

Pero dicen que el diablo está en los detalles, así que incluso en el mejor de los casos el dilema entre competencia y estabilidad no desaparecerá. Un defecto de la propuesta está en el hecho de que la crisis golpeó tanto a bancos universales como a bancos especializados. Además, el trazado de un límite entre banca de inversión y actividades minoristas dejaría una enorme zona gris y generaría incentivos perversos.

Queda en pie también el problema de las fronteras regulatorias: las actividades de riesgo podrían migrar a áreas con normas menos estrictas, y se repetiría el problema que se vio durante la crisis, con la existencia de un sistema bancario en las sombras. Es decir que si las operaciones de banca de inversión llegaran a plantear una amenaza para todo el sistema, tal vez sería necesario acudir en su rescate.

El enorme fracaso regulatorio que quedó de manifiesto por la crisis financiera iniciada en 2008 subraya la necesidad de concentrarse en introducir reformas que creen los incentivos correctos para los bancos. Pero en la medida en que el pasado sirva de ejemplo para el futuro, debemos ser conscientes de que la regulación también tiene sus límites. Aunque en el Reino Unido la ICB no se equivoca al declarar que hay posibilidades de mejorar tanto la competencia como la estabilidad, vista la debilidad del marco regulatorio actual, sería imprudente pretender una eliminación total del poder del mercado en el sistema bancario.

El diseño de una regulación óptima debe tener en cuenta la intensidad de la competencia en los diferentes segmentos bancarios. Por ejemplo, las exigencias de capital deberían depender del grado de fricción y rivalidad del sector bancario en cuestión, con requisitos tanto más estrictos cuanto más competitivo sea el contexto.

Se deduce entonces que es necesaria una coordinación entre la regulación prudencial y las políticas destinadas a fomentar la competencia. Esto vale sobre todo para las situaciones de crisis, para las que se debería implementar un protocolo de colaboración que permita diferenciar entre, por un lado, ayudas dirigidas a resolver problemas de liquidez y, por el otro, recapitalización; y estipular condiciones para los procesos de reestructuración, a fin de evitar distorsiones del marco competitivo.

¿Qué consecuencias hay respecto de la estructura del mercado? En mercados de ahorro y préstamo bien definidos, la concentración está estrechamente relacionada con la presión competitiva: cuanto más concentrado el mercado, peores suelen ser las condiciones que los bancos ofrecen a sus clientes. La crisis afectó tanto a sistemas bancarios concentrados (por ejemplo, en el RU y los Países Bajos) como a sistemas no concentrados (por ejemplo, en EE. UU. y Alemania). En ambos casos, se produjo una consolidación que dejó menos jugadores con más poder de mercado y un tamaño que los convierte en “demasiado grandes para quebrar”. A modo de ejemplo basta citar, en el Reino Unido, el rescate del HBOS (Halifax/Bank of Scotland) mediante su adquisición por el Lloyds TSB o la consolidación producida en EE. UU. después de la crisis.

Esto no sería tan grave si el poder de mercado de las instituciones fusionadas fuera una recompensa temporal por haber tenido un comportamiento prudente en el pasado. En ese caso, las ventajas irían

menguando conforme entren a la arena bancaria nuevos competidores. Pero si el aumento del poder de mercado de los bancos obedece a la presencia de barreras contra la entrada de nuevos competidores, los perjudicados serán los consumidores y los inversores.

Se necesita entonces una política activa que fomente una mayor competencia bancaria. Pero la capacidad de las autoridades para lograr ese objetivo depende inexorablemente del marco regulatorio. De modo que es preciso corregir y fortalecer ese marco, sin olvidar que pretender maximizar por mandato la presión competitiva en el sistema bancario sería tan inútil, e incluso indeseable, como intentar eliminar por el mismo medio cualquier forma de inestabilidad.

# The Eurozone debt crisis: Is this a banking problem?

## Jordi Gual

Research Fellow del Public-Private Sector Research Center, Profesor de Economía del IESE y Economista Jefe de “la Caixa”.

Este artículo fue publicado el 13 de septiembre de 2011 en *VoxEU.org*.

- *The IMF has recently suggested the recapitalisation of Europe's banks as the most prudent way out of the continent's economic crisis. This column argues that such thinking is based on a flawed analysis of the problem and is an unhelpful distraction at best. Europe is facing a crisis of government debt. The true problem of the Eurozone is not its banking system.*

The recent calls by the IMF for a recapitalisation of European banks are, to say the least, disconcerting. A few weeks after the European Banking Authority (EBA) stress tests highlighted the resilience of European banks, it is discouraging that IMF officials (see Lagarde 2011) keep coming up with an argument that should have been settled months ago. This debate diverts attention from the real policy decisions that can deal with the dire predicament of the Eurozone economy.

This policy proposal is the result, I believe, of a flawed analysis of the current stage of the financial crisis. At present, we are fundamentally facing a government debt crisis and not a banking crisis. Of course, banks face challenges, since they are in the midst of a broad deleveraging process affecting both private and public debts. But banks will be sound if government debt is sound, since the process of gradual deleveraging of the private sector is well underway in most countries and, as shown by the EBA tests, the banking system is already sufficiently capitalised to absorb any potential losses from the completion of this process.

According to the Institute of International Finance (IIF 2011), European banks have raised \$414 billion in capital since 2008, compared to the \$314 billion raised by US banks. The perception of problems arises from the fact that, relative to their asset base, European banks hold much more public debt than US banks.

It is important to have a correct diagnosis of the reasons why this mountain of debt, private and public, has accumulated. It is clear that between 1999 and 2007 the gradually enlarging external imbalances within the Eurozone were an unintended and harmful by product of the introduction of the euro. Absurdly, the markets priced all debts issued by Eurozone private and public agents at levels close to Eurozone reference rates. This market failure, coupled with an era of low interest rates, led to extremely benign financial conditions. The consequence was a dramatic underestimation of risks, wrong investment choices, and a misallocation of capital. The anticipated flow of capital from North to South happened with a vengeance, with incorrect market signals triggering mistaken decisions from both savers and investors.

A second part of the accumulated debt, mostly public, comes to some extent from the policy reaction to the global financial crisis, which led to the worsening of the public finances of many Eurozone states, as they attempted, more or less successfully, to cushion the effect of the global contraction on their economies. In some countries, however, profligate fiscal policies over many years were also responsible.

The current proposal of bank recapitalisation arises from a focus on the potential losses in the banking book of government debt. It has been argued that this debt should be marked to market, like the trading book, with substantial haircuts applied to sovereign holdings, at least of those countries under rescue programmes.

This is, of course, one possible approach to the crisis. It is based on the idea that the fundamental problem lies in the banks, and that it is investors that should pay for the wrong investment decisions that they took. If this recapitalisation is to come from the private sector, it is not clear what it will mean for the broader economy in terms of credit availability. If it is forced by the public sector (see Hau 2011 on this site), it will involve a further deterioration of the finances of many, if not all, members of the Eurozone, thus reinforcing the current vicious circle.

However, if we accept that the root cause of the current stage of the crisis is the excessive public debt overhang within the Eurozone, and the absence of clear mechanisms of burden sharing when countries face difficulties servicing their debt, then the nature of the solution is altogether different.

The solution must involve a Eurozone arrangement that facilitates the gradual deleveraging of the countries that built up excessive debts. This is in the interest of both creditor and debtor countries. It must be implemented by a combination of financial support instruments which are flexible enough to allow growth recovery in indebted countries, and monitored fiscal adjustment and structural reforms that ensure the long-run fiscal viability and competitiveness of these economies. This is the burden sharing that is needed: creditor countries providing the funding or insurance at reasonable costs, and debtor countries undergoing the short term costs of fiscal retrenchment and reform.

If this programme is successfully completed – and indeed the EU appears to be taking steps in this direction – then the overall solvency of the banking system need not suffer. After all, the real problems of the European banking systems have had quite different roots all along the financial crisis. Some banks have failed or been rescued due to their exposure to subprime toxic assets and derivatives. Others, due to their holdings of real estate assets in the context of property bubbles. Still others, due to maturity mismatch and poor management.

It is quite absurd to argue that banks should fail due to their exposure to sovereign debt. After all, this debt was characterised by the regulator itself as safe debt, with a zero weight in terms of capital allocation. How ironic that banks are deemed to have insufficient capital due to their exposure to an asset class that according to the official rules of the game, old and new, requires no capital.

Obviously, banks will have to take a hit for their holdings of Greek debt subject to restructuring, but it has been made clear that such restructuring is exceptional. The principle should be that sovereign debt in the Eurozone is indeed a safe asset.

There is much that has not worked well in Europe during the financial crisis. The rules that govern asset allocation by banks may be faulty and this is important in the wake of Basel III, which essentially endorses them (Gual 2011). But the true problem of the Eurozone is not its banking system. The true problem lies elsewhere, in the fact that Europe has built a monetary union with an inherent flaw – the absence of a sovereign safety net, since the debts accumulated by member states have been incurred in a currency that none controls. This issue, and not banking capitalisation, should be the focus of the policy debate.



# Rompiendo la inercia a golpe de decreto

## Joan-Ramon Borrell

Research Fellow del Public-Private Sector Research Center, Secretario técnico del Cercle d'Economia y Profesor de Economía de la Universitat de Barcelona.

Este artículo fue publicado el 25 de octubre de 2011 en *El Periódico de Catalunya*.

- *La inercia explosiva que llevaba el gasto farmacéutico público se rompió a partir del 2004 gracias a la introducción de los genéricos y a variados sistemas de precios de referencia. Sin embargo, todavía quedan por explorar muchos mecanismos que permitan ahorrar en la factura de medicamentos.*

La partida del gasto en medicamentos muestra como ninguna otra la inercia explosiva en la que se había instalado nuestra apreciada y envidiada sanidad pública. Los medicamentos tienen una gran capacidad de darnos más años de vida y de más calidad. Hacer frente a un creciente gasto farmacéutico es un problema común en los países avanzados.

En España fue la integración en la UE la que tuvo el efecto adverso de expansionar nuestro gasto farmacéutico. La UE como en tantos otros campos nos ha aportado la modernización de nuestro sistema de patentes. Y es desde el 2000 cuando los laboratorios pueden negociar precios mucho más elevados que antes por sus medicamentos más innovadores patentados. Nuestro sistema sanitario público no estaba preparado para este cambio. En marzo del 2010, el precio medio de los nuevos medicamentos que llevaban menos de 10 años en el mercado alcanzó los 150 euros frente a los ocho euros que costaban los medicamentos genéricos sometidos a precios de referencia.

El continuo e intenso aumento del precio medio de los nuevos medicamentos disparó el gasto farmacéutico. Entre 1996 y el 2003, la tasa anual de crecimiento del gasto farmacéutico público fue del 9% anual acumulativo. A este ritmo, el gasto en medicamentos se duplica cada nueve años. Esta tasa casi duplica el ritmo de crecimiento nominal de la economía española de los últimos años. Y hace que el gasto farmacéutico pese cada vez más en relación al conjunto del gasto sanitario, y también de la economía española.

Esta inercia explosiva se rompió gracias a la introducción de los medicamentos genéricos y a variados sistemas de precios de referencia. La Administración ha creado un mercado competitivo en beneficio propio y de los sufridos contribuyentes. Desde el 2004 de forma muy incipiente, y a partir del 2006 de forma más intensa, y con los últimos decretos ley del 2010 y el 2011, la Administración está consiguiendo verdaderos ahorros en la factura farmacéutica. Se ha roto la inercia y los ahorros a día de hoy se pueden contar por miles de millones. Desde el 2004, la factura farmacéutica crece a una mucho más moderada tasa del 3% anual acumulativa. A este ritmo, el gasto farmacéutico tarda 25 años en doblarse. La moderación de la factura se debe exclusivamente a la reducción del precio medio de los medicamentos, que ha caído en el 2011 al nivel que tenían hace 10 años. Esta reducción del precio medio se ha conseguido porque los medicamentos genéricos sometidos a precios de referencia tienen precios medios de unos ocho euros.

Como en otros muchos ámbitos de la administración, en estos tiempos difíciles de magros ingresos públicos, no solo hay que romper la inercia, hay que reorganizar los servicios públicos para consolidar una dinámica de crecimiento del gasto más ajustado a nuestras capacidades financieras como país. Esta es una tarea difícil pero posible.

Los genéricos y los precios de referencia han tardado demasiados años en dar frutos. Solo lo han hecho a golpe de decreto. Y lo que es peor, no hay mecanismos automáticos para el ahorro. Tal y como está organizado el sistema de comercialización, distribución y dispensación de medicamentos en España, solo los decretos del Gobierno central permiten frenar el gasto.

### **Agentes económicos del sistema**

Ya hace tiempo que estudios académicos diversos demuestran que hay muchos ahorros potenciales. Sin embargo, estos no son posibles si los profesionales de la salud no asumen el papel que se les corresponde como agentes económicos del sistema. Solo ellos tienen la legitimidad social y los conocimientos para ejercer la tarea de prestar la asistencia sanitaria conteniendo los costes del sistema. De nuevo, ninguna otra partida de gasto sanitario demuestra de forma más fehaciente cómo los profesionales de la salud pueden combinar la tarea de asegurar una prestación sanitaria de máxima calidad a costes económicamente sostenibles.

Algunas de las reformas introducidas a golpe de decreto han hecho automáticos estos comportamientos que ahorran costes. Los farmacéuticos tienen desde el 2006 la obligación de sustituir todos los medicamentos prescritos por los médicos de la sanidad pública por sus equivalentes genéricos de menor precio siempre que estén disponibles.

Ahora bien, todavía quedan muchos mecanismos que faciliten la tarea de médicos y farmacéuticos de ahorrar gasto en medicamentos. Todavía son pocos los centros de asistencia primaria que tienen guías de prescripción que designan cuáles tienen que ser los medicamentos de primera elección por el tratamiento de cada patología según la relación entre el coste y la eficiencia de cada medicamento. Algunos hospitales han elaborado guías de prescripción que tienen que ser confeccionadas de forma compartida por equipos de médicos y farmacéuticos con experiencia y reputación asistencial.

Y lo que es peor, todo el sistema de incentivos a los que están sometidos los farmacéuticos que ejercen su tarea profesional en las oficinas de farmacia es completamente inadecuado.

Tanto la regulación que limita la apertura de farmacias como de márgenes profesionales tiene su origen en los decretos de posguerra. Su objetivo es aislar completamente a los profesionales de los riesgos económicos de su actividad. Y al hacerlo, favorecen la inflación de costes: la remuneración de su actividad se calcula de forma proporcional al precio de los medicamentos que dispensan. De este modo, someten al profesional a un conflicto moral continuo: en el momento de dispensar, pueden obtener más beneficios de su actividad si nos dispensan el producto más caro. Esta perversidad ha sido un freno en el ahorro por la dispensación de genéricos en España. Decreto a decreto, el Gobierno ha ido condicionando la actividad de los farmacéuticos para que finalmente dispensen aquellos de entre los genéricos que son los medicamentos más baratos de su grupo.

El Ministerio de Sanidad tiene que agrupar los medicamentos de marca y todas las diversas versiones de genéricos que comercializan laboratorios independientes, fijar su precio máximo, y ajustar gradualmente este precio máximo a los menores precios de las nuevas versiones de genéricos que van entrando a más bajo precio. Esta es una tarea lenta que no es capaz de seguir la frenética dinámica competitiva ni la continua reducción de los precios por la entrada de nuevas versiones genéricas.

En otros países, se evita regular de esta forma tan continua y detallada el comportamiento de los profesionales de la salud. Lo que se modifican son sus incentivos económicos para que estén en línea con sus responsabilidades asistenciales.

Además, a pesar de esta detallada y continúa regulación, el ministerio no ha querido, no ha podido o no le han dejado abordar la cuestión de los descuentos que los laboratorios de productos genéricos ofrecen a los farmacéuticos para que sea su genérico el que sea dispensado de entre los que tienen el mismo precio. Esta es una fuente de ahorros potenciales por el sistema público que está para explotar. En vez de reconocerla como tal, el Gobierno ha preferido prohibir estos descuentos. Y como toda prohibición sin sentido, no se respeta, y los descuentos continúan.

En el Reino Unido o en Holanda, por ejemplo, no se prohíben los descuentos. Todo lo contrario, son libres, y los sistemas sanitarios públicos reclaman y obtienen de los farmacéuticos una parte de las rentas que logran de los descuentos de los laboratorios. Como las diversas versiones genéricas son equivalentes, conseguir que se dispense el producto que ofrece más descuento respeta la decisión asistencial de prescripción, anima a los farmacéuticos a dispensar el genérico más competitivo, y parte de los descuentos se trasladan a la sanidad pública.

Como esta, quedan muchas reformas por hacer de manera que los profesionales de la salud no sean agentes pasivos del sistema, o lo que es peor, profesionales para los que sus incentivos económicos sean contrarios al ajuste en los costes de la prestación asistencial. Romper la inercia es un primer paso, pero en adelante la reorganización del servicio público de salud tiene que ser la prioridad.

# Repensando el sistema sanitario

**Núria Mas**

Research Fellow del Public-Private Sector Research Center y Profesora de Economía del IESE.

Este artículo fue publicado el 25 de octubre de 2011 en *El Periódico de Catalunya*.

- *No estamos ante una situación coyuntural exacerbada por la crisis de la deuda, sino ante un cambio estructural que requiere que el sistema sanitario se adapte a las nuevas necesidades sin renunciar a la excelencia conseguida y que ha hecho de él una referencia mundial.*
- *El gasto seguirá aumentado, tanto por el desarrollo socioeconómico del país como por el envejecimiento de la población.*

El gasto sanitario español ha crecido durante la última década prácticamente el doble que la renta per capita y ya representa el 9.5% del PIB. Además, muy probablemente, va a seguir aumentando, tanto por el desarrollo socioeconómico del país, como por la adopción de nuevas tecnologías y el envejecimiento de la población. La situación actual viene muy marcada por las presiones financieras y, por tanto, requiere decisiones que tengan un resultado más inmediato. Pero no estamos delante de una situación coyuntural exacerbada por la crisis de la deuda, sino de un cambio estructural que requiere que el sistema se adapte a las nuevas necesidades de la población sin renunciar a los niveles de excelencia conseguidos y que han hecho de él una referencia mundial.

La crisis de la deuda ha puesto el incremento del gasto sanitario en el ojo del huracán y ha aumentado la exigencia para mejorar su eficiencia. Se trata de asegurarnos que estamos utilizando los recursos disponibles de la mejor manera posible. Más aún si tenemos en cuenta que los recursos limitados van a estar compitiendo con los que podríamos destinar a pensiones o a educación, por ejemplo.

Por eso, cuando hablamos de utilizar los recursos de la mejor manera posible, nos estamos refiriendo tanto a cómo podemos coordinar y gestionar los servicios de salud de manera que podamos obtener la máxima calidad y resultados posibles con los recursos existentes, como a ser capaces de priorizar, a asignar recursos hacia los servicios cuyo coste sea menor a los beneficios en salud obtenidos. Es importante pensar también en cómo vamos a financiar el gasto.

Para tomar este tipo de decisiones el rol de los profesionales es fundamental, ya que ellos son los expertos. Para hacerlo es imprescindible poder relacionar los costes con los procedimientos y con el impacto sobre la salud del paciente. En este sentido, hay muy poca información. Los pocos datos disponibles muy probablemente hacen referencia al coste de un cierto procedimiento o al coste de unos días de estancia en el centro hospitalario, sin tener en cuenta el impacto que tiene cada uno de ellos en todo el ciclo de tratamiento de la enfermedad del paciente.

Este cambio estructural es común a todas las economías avanzadas, afectadas también por un elevado gasto sanitario –en muchas de ellas mayor que el español– y el cambio demográfico. Estas son algunas de las tendencias que compartimos:

1. **La gestión de las enfermedades crónicas es clave.** Los sistemas sanitarios actuales se han articulado en un contexto en el que los principales problemas de salud de la población a los que deberían de dar respuesta eran las enfermedades agudas. Ahora, con el envejecimiento de la población estas necesidades han cambiado y hoy los cuidados a pacientes con al menos una enfermedad crónica representan entre el 70 y el 80% del gasto sanitario. Estas nuevas realidades requieren una atención integrada, que ofrezca una continuidad de cuidados a lo largo de la vida, distinta de la estructura fragmentada y altamente tecnológica que tenemos hoy.
2. **Identificar qué funciona.** En nuestro sistema, como en todos, hay espacio para mejorar. Existen importantes variaciones en el uso de recursos y procedimientos para tratar una misma enfermedad, sin que estas se traduzcan en distintos resultados. Las comparaciones nos pueden ayudar a identificar qué funciona y, más importante, por qué funciona, para así poder generalizarlas y establecer los protocolos adecuados.

El caso de Health Partners, en los Estados Unidos, es un buen ejemplo. Está organizado en equipos clínicos compuestos por el médico de cabecera, enfermeras, especialistas, dentistas, etc. El paciente puede elegir el grupo clínico que le va a tratar y para esto se le facilita información sobre indicadores de resultados. Los miembros del grupo clínico elaboran conjuntamente protocolos de tratamiento del paciente basados en la evidencia médica y también en su experiencia. Estos protocolos pueden ser compartidos y discutidos con otros grupos clínicos. Finalmente, hay una enfermera que actúa como gestor del caso y es el punto de contacto constante del paciente con el sistema a lo largo de todo el tratamiento.

3. **El papel del paciente.** España es uno de los países de Europa con más consumo de servicios sanitarios. Es importante encontrar mecanismos que contribuyan a aumentar la conciencia individual y a acabar con el mito de la barra libre sanitaria.

Además, el paciente puede tener un papel más activo en la gestión de su enfermedad, facilitando su implicación en los autocuidados y la toma de decisiones. Para esto es crítica la formación y también la implantación de herramientas que le permitan tomar un papel más proactivo, entre ellas, las nuevas tecnologías. La evidencia muestra además, que cuando el paciente se involucra, suele tener una mayor adherencia al tratamiento y una disminución de las hospitalizaciones evitables.

Para legitimizar futuros aumentos del gasto, tendremos que encontrar mejores maneras de organizar y utilizar nuestro sistema sanitario. Pero para esto necesitamos información para poder medir y comparar los resultados y poder identificar qué funciona. Tendremos que priorizar y establecer un sistema de incentivos tanto a pacientes como a proveedores que facilite la implementación de los objetivos perseguidos, enfatizando la continuidad de los cuidados y la prevención.

# Luchar por el euro

## Jordi Gual

Research Fellow del Public-Private Sector Research Center, Profesor de Economía del IESE y Economista Jefe de “la Caixa”.

Este artículo fue publicado el 20 de noviembre de 2011 en *La Vanguardia*.

- *Renunciar al euro sería un grave error porque es un instrumento clave para favorecer el progreso sostenible.*
- *Sin moneda propia, las únicas vías para crear riqueza son mejorar la competitividad y la productividad.*

Después de tres años de grandes dificultades económicas, de muchos nervios en los mercados financieros y de convulsiones políticas que tumban gobiernos en toda la zona euro, son muchos los ciudadanos que se preguntan si hay luz al final del túnel, y si los esfuerzos que se piden a la población servirán o no de alguna cosa.

La tensión acumulada ha hecho que incluso se empiece a cuestionar el papel de la moneda única en la crisis. No es sorprendente, ya que los países intervenidos, directa o indirectamente, se ven obligados a tomar medidas de austeridad y reforma precisamente para garantizar su continuidad en la eurozona. ¿Vale la pena el esfuerzo?, se preguntan algunos. ¿Qué nos aporta de verdad el euro? ¿No sería más fácil si pudiéramos devaluar y, de esta manera, volver al crecimiento económico para ir reduciendo el paro? La respuesta a estas preguntas es, en el fondo, muy sencilla. Renunciar al euro supondría para España, pero también para otros países de la periferia europea, prescindir de un instrumento clave para favorecer el progreso sostenible de nuestra sociedad. Sería un grave error.

Formar parte, de manera duradera y estable, de la unión económica y monetaria (UEM) supone, para cualquier país europeo, la renuncia a la gestión de la economía mediante impulsos macroeconómicos artificiales, ya sean de tipo monetario, cambiario o presupuestario. Eso quiere decir que para crecer no se puede recurrir ni a la impresión de moneda, ni a su devaluación, ni al déficit público y, por lo tanto, hay que centrar los esfuerzos en la mejora de la competitividad y la productividad, únicos caminos por la creación continuada de riqueza y la generación de bienestar para la sociedad.

Que con el euro perdíamos autonomía monetaria y cambiaria era bien claro desde el principio. La pérdida de control de la política presupuestaria ha quedado patente con la crisis actual. Hay quien lamenta esta privación de soberanía. Otros pensamos que es un hecho muy positivo. Hay que tener presente que no se limita el nivel de impuestos o gastos públicos ni su composición, sino la existencia de desequilibrios sostenidos entre ingresos y gastos. Esta restricción deja un amplio margen a las políticas de los estados miembros, que libremente pueden decidir una mayor o menor presencia del sector público en la economía y el nivel de redistribución de la renta que deseen sus ciudadanos. Lo que hacen las restricciones sobre el déficit y la deuda es impedir que las decisiones políticas de gasto no cuenten con el adecuado apoyo de ingresos. Esta no es más que una regla de administración prudente, ya que nuestro sistema político ha mostrado una tendencia inalterable a generar gasto poco productivo.

Es verdad, vivir con el euro supone prescindir de instrumentos de política económica que son muy efectivos. Pero se trata de una efectividad muy huidiza y que puede ser manipulada fácilmente por los responsables políticos. La eliminación de estas herramientas obliga al país a concentrar la atención en las políticas microeconómicas. Y este foco es positivo ya que este tipo de medidas, también conocidas como políticas de oferta, son las verdaderas fuentes estables de creación de puestos de trabajo y crecimiento de la renta per cápita.

En concreto, el euro nos obliga a reformar y modernizar toda la legislación y las instituciones, públicas y privadas, que determinan el proceso de formación de precios y salarios en nuestra economía. Se trata de mecanismos demasiado rígidos, con mucha inercia e intervención administrativa que generan una presión inflacionaria persistente. Además, hacen el sistema productivo poco flexible, con dificultades por adaptarse a un entorno que cambia a una velocidad extraordinaria, a menudo protegiendo en exceso determinadas actividades e impidiendo el surgimiento de nuevas empresas y nuevas iniciativas.

Las exigencias en materia de déficit y deuda pública, por otra parte, suponen una bienvenida presión hacia la eficiencia de las administraciones públicas y, más en general, sobre la provisión pública de muchos servicios que son muy importantes para la sociedad, tanto por lo que suponen de prestación directa de servicios al ciudadano (por ejemplo, la justicia y la seguridad), como en la medida en que son servicios fundamentales para el buen funcionamiento del sector económico privado (por ejemplo, la educación o las infraestructuras). El rigor en la administración de los recursos públicos, la correcta priorización de las inversiones y el gasto, y el estudio de la viabilidad económica y social de los proyectos, son garantía tanto de la sostenibilidad de las prestaciones y servicios que da el sector público, como de que el uso de los impuestos revierte de la mejor manera en la creación de riqueza del país, ofreciendo un apoyo adecuado a los sectores productivos.

Finalmente, el euro también obliga a que las políticas sectoriales, orientadas a promover objetivos estratégicos o de industrias y tecnologías específicas, no provoquen un despilfarro de recursos, que beneficia a determinados colectivos, perjudica la competitividad del país y acaba engrosando el déficit. En el caso de España, seguramente la política sectorial que más urgentemente necesita ser revisada es la energética, pues tiene un impacto extraordinario no solamente en la deuda pública, sino en el recurso del conjunto del país a la financiación exterior. Por desgracia, las verdaderas obligaciones que comporta el euro no formaban parte del examen de entrada, ni han sido reformas que se hayan exigido como hacía falta en los años de expansión. De hecho, estas carencias constituyen uno de los factores que ha provocado los enormes desequilibrios internos de la eurozona, que son en la raíz de la crisis actual y nos obligan a implantar una terapia de shock, con retos muy exigentes.

Pero hay que convertir la crisis y la urgencia del momento actual en una oportunidad para afianzar la voluntad colectiva del país de luchar por el euro como catalizador del cambio y las reformas que tienen que transformar nuestra sociedad en una democracia moderna, próspera y estable. Y, al mismo tiempo, hay que influir en la escena europea, con el objetivo de que una rápida reconducción de la crisis –que solamente es posible con más Europa– haga factibles y fructíferos los esfuerzos que tienen que hacer muchos de los estados miembros.

# The task ahead in Spain (Schwere Bürde für Rajoy)

## Xavier Vives

Profesor de Economía y Dirección Financiera y Director Académico del Public-Private Sector Research Center del IESE.

Este artículo fue publicado el 21 de diciembre de 2011 en *Handelsblat*.

From 1996 to 2007 Spain was the growth leader of the large European economies. Strong domestic demand, a boom in the building sector, high immigration of cheap labor, revenues generated from tourism combined with low interest rates propelled the country into a state of prosperity. A very high percentage of employment in Europe was created in Spain and construction got to account for more than twelve percent of value added. However, the introduction of the euro helped to finance Spain's real estate bubble more than to invest into long-term competitive advantages (such as technological development or quality education). The financial crisis put an abrupt end to this Mediterranean economic wonder. In its decade-long euphoria, the country lost focus on productivity and competitiveness, went way out of its depth with public spending, and accumulated a trade deficit of large proportions. Spain is now in a delicate position because of the sudden stop in capital inflows in the context of the euro sovereign debt crisis.

The Spanish economy has some assets. Spanish exports to the world have kept their share since the introduction of the euro while others like France's have fallen. For services, Spain's share in the world market has grown over the past decade, just like Germany's – while France's, in contrast, again fell behind. Spain has been building a solid reputation in architecture, construction and engineering services as well as financial services, and tourism. International corporations in utilities, banking and infrastructure, and even in the textile sector, have been performing well. Small and medium-sized companies, especially from Catalonia and the Basque country, have proven their international competitiveness in the production of industrial products and advanced services. So, yes, there is substance in Spain over and above the construction sector. The question remains, however, how policies have to change in order to heave the economy out of the crisis and allow to get back on a growth path. Here exports will have to play an important and increased role since domestic demand will likely remain weak for a period.

Spain can use the crisis as a catalyst for reforms. Up to now, Spain has done the home work only half way and under pressure from the international financial markets and the EU. The new government has a chance to put in place a package of reforms that leads back the country on a growth path.

Firstly, Spain needs to digest more quickly the real state and construction bubble and rehabilitate the parts of the financial system which are damaged. The adjustment of real state prices should not be delayed to clear the stock of houses unsold and allow the construction sector to contribute again to growth. The balance sheet of financial institutions with a heavy real state overhang should be cleaned to allow credit to the private sector to resume under normalized conditions. For this restructuring of non-viable institutions should be accomplished with sound entities absorbing unsound ones. State support, under the rules of the EU, can help the process in some cases.



Secondly, Spain needs to consolidate public finances. Spain has an ambitious plan to get to a 3% deficit of GDP by 2013. It will not be easy to fulfill it without cuts in social spending, in infrastructure investment, and a deep reform of public service to improve efficiency. Spain has already endorsed the zero-deficit rule in its Constitution. The pension system needs to be put in firmer ground despite the recent reform to extend the retirement age to 67. The margin to raise taxes is not very large but there is some.

Thirdly, at an unemployment rate of more than 22%, Spain desperately needs to reform the labor market. Spain should put an end to the unjust and inefficient duality between regular employment contracts and temporary contracts. At the same time collective bargaining procedures should be changed and decentralized to the firm level.

In the long run, Spain needs to make sure that it increases its productivity. This requires deep reforms in the areas of public administration, justice, research and development as well as education.

Mr. Rajoy has just announced a plan which contains quite a few of the points above. Can the reform plan be accomplished? Spain is not Greece because of the quality of its public administration. Spain is not Italy because of its better working political system and lower public debt level. Spain is solvent if protected from debt speculators with liquidity help that keeps its borrowing costs at a reasonable level. Spain will need also enough international long term credit so that the reform program has enough time to succeed. Austerity alone will not lift the Spanish economy.

Spain has shown flexibility to adapt to difficult circumstances in the past, unions included; it should continue to do so in the future. Are Spaniards prepared to take drastic measures that will initially have negative effects on their personal well-being? We have an indication in the outcome of the recent general elections in Catalonia where the party leading the regional government had implemented already substantial austerity measures and got the approval of the citizens. The new government should speak clearly about the situation and the sacrifices ahead, and should be daring and bold in the measures to be taken. This will improve both the prospects of Spain and the euro area.

# Al borde del precipicio

## Joan-Ramon Borrell

Research Fellow del Public-Private Sector Research Center, Secretario técnico del Cercle d'Economia y Profesor de Economía de la Universitat de Barcelona.

Este artículo fue publicado el 27 de diciembre de 2011 en *El Periódico de Catalunya*.

- *Estamos condenados a convivir en los próximos meses y quizá años con la inquietante sensación de fragilidad que invade todo el proyecto europeo. Continuamos al borde del precipicio explorando salidas a la crisis en el que cada país vela por sus intereses nacionales, especialmente de su banca, y solo acepta soluciones cooperativas cuando no hay más alternativa.*
- *Lo que queda por ver es si la nueva liquidez que está aportando el BCE a la economía europea llegará a empresas y ciudadanos.*

Este año que se acaba lo recordaremos por el vértigo que hemos pasado al andar al borde del precipicio. La sucesión de reuniones de los jefes de Estado y de Gobierno de la UE que tenían que salvar definitivamente el euro, no han conseguido su objetivo. En los próximos meses y quizá años, estamos condenados a convivir con la inquietante sensación de fragilidad que invade todo el proyecto europeo.

Ahora bien, la última reunión del consejo europeo de los pasados días 8 y 9 de diciembre no solo ha sido histórica por la negativa del Reino Unido a participar en la unión fiscal en el continente. También se ha producido un cambio, poco advertido pero muy significativo, en la actitud de Alemania respecto el papel del Banco Central Europeo (BCE) en la resolución de la crisis bancaria y de la deuda pública a la zona euro.

Alemania ha aceptado finalmente una vía heterodoxa y arriesgada que convierte definitivamente al BCE en prestamista de última instancia a los gobiernos europeos a través de la banca. Los bancos podrán obtener créditos a tres años pignorando títulos de deuda pública. De una sola tacada el BCE ofrece crédito casi ilimitado para los bancos, y de forma indirecta, para los gobiernos de la zona euro. Gracias a esta política, los tipos de interés pagados en la última subasta de Letras del Tesoro español han bajado de forma significativa. La presión sobre la banca también se ha aligerado. Y además, será el BCE quien gestionará el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera y el Mecanismo Europeo de Estabilidad Financiera.

Hasta aquel fin de semana, los estados miembros estaban atrapados en lo que los economistas conocemos como el clásico dilema de los prisioneros: una vez han sido detenidos por la policía, los prisioneros pueden mantener su lealtad y cooperación con el grupo criminal al que pertenecen y mantener silencio en espera de una condena leve o incluso la absolución por falta de pruebas. O bien, pueden aportar su testimonio para incriminar por delitos graves a sus compañeros a cambio de obtener clemencia en el juicio por sus delitos. En este juego estratégico, los prisioneros tienen que optar entre mantenerse fieles con los suyos, continuar cooperando con ellos, y cumplir una leve condena, o bien traicionarlos y esperar clemencia.

El problema es que si desconfían de los otros prisioneros y creen que los otros cooperarán con la policía, mantener la lealtad al grupo acaba siendo perjudicial para sus intereses puesto que los testimonios de los

otros los llevarán a la prisión por condena grave. Traicionar a los suyos es la peor solución para todos los prisioneros puesto que unos aportan las pruebas que incriminan a los otros. Pero la desconfianza mutua y la actuación oportunista los aboca a todos hacia la peor solución.

Este mismo dilema es el que han afrontado los países del euro. La desconfianza mutua y el oportunismo, especialmente entre los gobiernos de Alemania y Grecia, nos han llevado muy cerca de la ruptura de la zona euro, la peor solución posible para todos, el sálvese quien pueda.

Alemania se negaba a dar su visto bueno a la última aportación del préstamo para el rescate hasta que Grecia no se comprometiera a hacer un draconiano ajuste fiscal. En cambio, el Gobierno griego intentaba conseguir el préstamo a cambio de un ajuste más ligero. La amenaza de Yorgos Papandreu de convocar un referendo y plantear la salida de Grecia del euro no fue creíble. El empobrecimiento de Grecia hubiera sido de una magnitud insostenible, aunque dentro del euro pasará muchas dificultades.

Tampoco fue creíble la amenaza de Alemania de forzar un finiquito de la deuda griega o incluso de expulsar Grecia del euro. El aumento de los tipos de interés de la propia deuda alemana hizo sonar todas las alarmas y acabó con las amenazas mutuas y el oportunismo. Finalmente, la solución cooperativa se ha impuesto en el último minuto del partido. El BCE hará de bombero en los próximos meses. La solución gusta a la banca puesto que amplía sus posibilidades de financiación y aumenta ostensiblemente su margen de intermediación. Lo que queda por ver es si la nueva liquidez que está aportando el BCE a la economía europea llegará a las empresas y a los ciudadanos para financiar antiguos y nuevos proyectos de inversión solventes. El peor escenario sería que esta liquidez quedara retenida en los balances de los bancos para refinanciar créditos que están en quiebra. Esto postergaría la inevitable liquidación y reconocimiento de las pérdidas por los errores del pasado.

Lamentablemente, el ejemplo de Japón nos advierte que hay un riesgo cierto de que dar financiación a la banca sin exigir liquidar los préstamos fallidos la convierta en una banca zombi, una muerta viviente, que ha condenado aquel país a un estancamiento económico permanente.

Continuamos al lado del precipicio explorando salidas a la crisis en el que cada estado miembro vela por sus intereses nacionales, especialmente de su banca, y solo acepta soluciones cooperativas cuando no hay más alternativa.

Algunos pueden ver este proceso como la construcción europea por defecto, otros creemos que hasta que no tengamos una verdadera soberanía compartida, el proyecto europeo será demasiado débil como para enfrentarse a la competitiva carrera entre países para no quedar atrás en el intenso cambio tecnológico que está protagonizando occidente y oriente en este inicio del siglo XXI.

# ¿Austeridad o crecimiento?

## Jordi Gual

Research Fellow del Public-Private Sector Research Center, Profesor de Economía del IESE y Economista Jefe de “la Caixa”.

Este artículo fue publicado el 27 de diciembre de 2011 en *El Periódico de Catalunya*.

- *Las políticas de austeridad no solo no están reñidas con el crecimiento, sino que son la única vía para que se alcance un crecimiento duradero en los países con mayores desequilibrios. Pero para evitar que a corto plazo conduzcan a una espiral recesiva, es imprescindible que se complementen con una política monetaria suficientemente acomodaticia y una menor contracción fiscal en los países con finanzas públicas sólidas.*
- *Los países del sur de Europa deben pasar por un periodo de crecimiento basado en la generación de ingresos y no en el gasto financiado con crédito internacional.*

Tras las decisiones del consejo europeo del pasado 9 de diciembre, se ha acentuado el debate sobre la política económica de austeridad que se está imponiendo en toda la zona euro bajo los auspicios de Alemania. Además, la incertidumbre de los últimos meses, junto a decisiones erróneas de política económica como la recapitalización bancaria o el cuestionamiento público de la deuda soberana de algunos países, están provocando un estancamiento económico.

En estas condiciones, se alzan muchas voces contrarias a la línea de ortodoxia fiscal preconizada tanto desde Berlín como desde Fráncfort. El riesgo es que la austeridad hunda en una espiral perversa a los países europeos cuya deuda está bajo presión y que, además, aplicada de manera simultánea en muchos países, la disciplina presupuestaria incida negativamente en el crecimiento del conjunto, dificultando así el cumplimiento de los objetivos de déficit público que se pretenden alcanzar.

Sin embargo, en muchos foros se critica la política de austeridad desde la creencia de que la mejor manera de reducir el déficit público es mediante el crecimiento, antes que con recortes en el gasto o aumentos en los impuestos. Se argumenta que estas políticas retraen el consumo y, por tanto, el ritmo de actividad.

Esta tesis es, sin embargo, poco precisa, y por tanto poco útil como recomendación para la política económica. Quien argumente que para reducir el déficit público la mejor estrategia es que la economía crezca, debe aclarar a su audiencia cómo va a tener lugar ese crecimiento, y muy especialmente cómo se va a financiar.

La situación no es la misma en todas las economías. En algunas, el elevado déficit público y la rápida acumulación de deuda pública coexisten con un nivel de endeudamiento privado muy alto y con déficits por cuenta corriente enquistados. Es el caso de los Estados Unidos, por un lado, y de la periferia mediterránea de la zona euro. ¿Pueden estos países solucionar su problema de déficit creciendo? Sin duda, ¡pero no mediante un crecimiento que aumente sus niveles de deuda! Dicho de otro modo, no a través del recurso al gasto interno financiado desde el exterior.

El caso de EEUU es, naturalmente, especial, dado el papel que juega el dólar internacionalmente y la posibilidad de financiar el crecimiento mediante la emisión de moneda. Pero incluso en EEUU, la estrategia de gastar para salir de la recesión, y de paso reducir el déficit, está siendo cuestionada por los principales tenedores de deuda americana, las autoridades chinas. De un modo muy directo, signo de los tiempos que vivimos, estas han requerido a EEUU rigor en la administración de sus políticas monetarias y fiscales. En definitiva, los americanos, a diferencia de los países endeudados del sur de Europa, podrían huir hacia adelante, generar artificialmente crecimiento, y luego reducir su deuda vía inflación.

### **Productividad y competitividad**

Pero no parece que sus acreedores lo vayan a permitir y, aunque tal vez con menos urgencias que en el sur de Europa, tendrán que salir de la crisis de deuda con un crecimiento basado en la oferta. Es decir, en la productividad y la competitividad de sus empresas y no en el estímulo de la demanda por parte de las autoridades. Se trata de la única vía posible para el sur de Europa. Un crecimiento de oferta, que ha de ser compatible con la austeridad pública y privada para, de este modo, reducir la prima de riesgo que asfixia la economía e ir corrigiendo gradualmente los desequilibrios financieros. Es decir, tras muchos años de vivir por encima de sus posibilidades, estos países deben pasar por un periodo de crecimiento basado en la generación de ingresos y no en el gasto financiado con crédito internacional.

El resto de países de la eurozona se enfrentan también a elevados y crecientes niveles de deuda pública, pero no son tan acusados y se dan en un contexto general de equilibrio, cuando no claro superávit, de la financiación del país. Aquí sí que el ritmo de consolidación fiscal puede y debe ser atenuado, e idealmente debería compaginarse con una expansión del gasto privado, para de esta manera contribuir a reforzar la demanda del conjunto de la zona euro y a una progresiva reconducción hasta niveles más sostenibles de los desequilibrios de pagos en el seno de la unión monetaria. Esta política es técnicamente factible, no en vano el conjunto de la eurozona tiene una posición de finanzas públicas y de cuenta corriente relativamente saneada. El problema es, naturalmente, de orden político, puesto que –con la salvedad del Banco Central Europeo–, no existen instituciones europeas que ejecuten esta política coordinada, y los países miembros de la zona en posición de superávit tienen pocos incentivos a expandir su demanda interna unilateralmente.

En definitiva, la crisis de deuda que azota a los países de la eurozona como secuela de la Gran Recesión conlleva inevitablemente políticas de austeridad. Estas políticas no solo no están reñidas con el crecimiento. Son la única vía sólida para que se alcance un crecimiento que sea duradero en los países con mayores desequilibrios. Sin embargo, para evitar que a corto plazo conduzcan a una espiral recesiva, es imprescindible que se complementen con una política monetaria suficientemente acomodaticia y una menor contracción fiscal en los países con unas finanzas públicas más sólidas.

# ¿Qué reformas y por qué?

## Jordi Gual

Research Fellow del Public-Private Sector Research Center, Profesor de Economía del IESE y Economista Jefe de “la Caixa”.

Este artículo fue publicado el 1 de enero de 2012 en *Actualidad Económica*.

- *La consolidación presupuestaria debe conseguirse, en primer lugar, mediante el recorte del gasto improductivo y, en segundo término, mediante el aumento de la imposición indirecta.*

En el momento de escribir estas líneas, Europa vive un momento grave, de enorme expectación. La crisis del euro ha ocasionado una parálisis de los mercados financieros de la eurozona, con un serio riesgo de recaída en la recesión. La necesidad de decisiones políticas audaces a nivel continental es evidente y una resolución favorable de la crisis sería un factor muy positivo para la economía española.

Sin embargo, las tareas pendientes en nuestro país exigen una atención inmediata con independencia de los acuerdos del Consejo Europeo del 9 de diciembre. El impacto beneficioso de las reformas dependerá, sin duda, del devenir europeo, pero la necesidad imperiosa de transformar nuestra economía responde a los intereses de los ciudadanos españoles y es urgente para el país incluso si no formásemos parte de la moneda única.

La pertenencia al euro ofrece, de hecho, una conveniente guía de política económica. Una pauta de las medidas que debiera adoptar todo buen ministro que aspire a promover un desarrollo equilibrado y sostenido de su país. ¿Cuáles son los principios fundamentales de este Manual del ministro de Economía moderno?

El primero, y más importante, es la renuncia a una gestión basada en el manejo de las políticas monetarias y presupuestarias. Para que se entienda bien, hay que prescindir de las herramientas de gestión activa de la demanda agregada. No porque no sean eficaces como instrumentos de modificación del tono de la actividad económica de manera bastante inmediata, sino porque se trata de políticas que, o bien son fácilmente manipuladas en aras de intereses partidistas, o bien no se utilizan con la debida prudencia, y acaban generando graves desequilibrios financieros, en términos de déficit y de deuda pública.

Un ministro de Economía moderno está obligado, en consecuencia, a no manipular la demanda agregada de su país de manera arbitraria, a su antojo. Más bien al contrario, el foco de su actuación ha de ser, forzosamente, la política de oferta. Es decir, todas aquellas medidas microeconómicas que determinan, hasta cierto punto, el potencial productivo de un país y su crecimiento a largo plazo. Se incluyen aquí desde las políticas tributarias, hasta la energética, pasando por la laboral o por la distribución del gasto público. Es importante recalcar que la estabilidad financiera exige cuadrar ingresos y gastos, evitando el déficit recurrente, pero no obliga concretamente a nada sobre los niveles de ingresos, los tipos de impuestos, ni la clase de gasto.

Al ministro de Economía moderno se le han retirado instrumentos poderosos, pero que a menudo se utilizaban para no tener que afrontar decisiones esencialmente difíciles, como subir los impuestos o bajar el gasto. Sin embargo, su arsenal continúa siendo formidable, con la posibilidad de modificar para bien, y para mal, elementos clave de la generación de riqueza del país, aunque los efectos sean menos inmediatos y, por tanto, no tan vistosos.

¿Cuáles son, en el caso de España, esos elementos esenciales de la estructura económica que la política de oferta puede alterar? ¿Cuáles deben ser las prioridades en los próximos meses, para encaminar de nuevo al país por la senda del crecimiento?

En aras de la síntesis, destacaré cuatro frentes de actuación apremiante, en el bien entendido que también es imprescindible, desde el inicio, marcar la hoja de ruta de otras reformas institucionales que deberían abordarse a lo largo de la legislatura: especialmente el adelgazamiento y la simplificación de las administraciones públicas, la modernización y despolitización de la justicia, la reforma del Estado del bienestar para garantizar su sostenibilidad, y la reforma de la educación y la investigación y el desarrollo bajo la premisa de la consecución de la excelencia.

En cuanto a lo urgente, la primera tarea debe ser garantizar el cumplimiento de los objetivos presupuestarios, y convencer con ello a nuestros acreedores de que el proceso de consolidación fiscal en España es creíble y conducirá a unos niveles de deuda pública razonables, que se estabilizarán como máximo en 2015 en cotas inferiores al 80% del PIB. Este es un objetivo irrenunciable, que constituye la piedra angular de la política económica, puesto que (junto con las otras reformas y la solución de los problemas de la zona euro), ayudará a la reducción de la prima de riesgo. Esta es la variable clave cuyo descenso ha de permitir a nuestra economía refinanciarse y continuar el prolongado y gradual proceso de desapalancamiento, sin asfixiar la recuperación económica. El ajuste fiscal, por otro lado, debe conseguirse fundamentalmente a través del recorte del gasto improductivo y, en segundo término, de la imposición indirecta.

La segunda tarea urgente es la reforma del mercado de trabajo. Las altas tasas de paro, especialmente entre la juventud, son una lacra económica y social que exige, de una vez por todas, cambios radicales y amplios en el marco de relaciones laborales que ha regido en España desde la transición. Ésta es una cuestión que atañe a toda la sociedad, que tiene componentes de equidad (en lo que respecta al acceso discriminatorio al mercado laboral), y de eficiencia (puesto que el actual sistema es uno de los factores que explican el escaso crecimiento de la productividad en España). La reforma debe abordarse en beneficio de todos los ciudadanos, conduciendo a un nuevo esquema de relaciones que combine mejor la flexibilidad, para poder adaptar el sistema económico a las cambiantes exigencias de la demanda, y la seguridad, que debe basarse no en la garantía de un puesto de trabajo concreto sino en la empleabilidad, es decir la capacidad de encontrar una nueva ocupación cuando se pierde la que se tenía.

El tercer bloque de reformas afecta al sector financiero. La actual crisis se ha caracterizado, como es bien sabido, por el excesivo endeudamiento de los agentes económicos y entre ellos, naturalmente, del propio sector financiero. El ajuste a la nueva realidad solo ha tenido lugar parcialmente y debe completarse, para que de este modo las cargas del desendeudamiento y el reconocimiento de pérdidas no dificulten los flujos de nueva financiación hacia las iniciativas empresariales. Es preciso continuar con una sostenida política de provisiones por parte de las entidades financieras. Si se ejecuta con diligencia, ha de

comportar la racionalización del sector, primando la eficiencia y consiguiendo una necesaria reducción de la capacidad instalada.

Finalmente, la cuarta reforma que debería iniciarse con prontitud, aunque es muy compleja, es la de los mercados energéticos. Abordar esta cuestión es imprescindible, puesto que los problemas en estos mercados repercuten negativamente de manera global, tanto a través de la deficitaria posición exterior de la economía, como en términos de endeudamiento público, al no trasladarse a los usuarios finales los elevados costes energéticos. La reforma tendría que plantearse como objetivos estratégicos la reducción de la dependencia energética del exterior; la eficiencia en el consumo y en la producción y la distribución de energía, y la transferencia de los verdaderos costes de la energía, de modo que se reflejen en los precios finales, para tratar de adecuar las pautas de consumo y especialización productiva a la realidad de la escasez relativa e impacto medioambiental de las diversas fuentes energéticas.

En definitiva, como ya he avanzado antes, las políticas que exige la pertenencia a la eurozona son aquellas que serían las mejores para un país incluso si dispusiera de autonomía monetaria y presupuestaria. Es una lástima, sin embargo, que la construcción institucional de Europa no haya facilitado su adopción y que, de hecho, haya generado los desequilibrios que ahora obligan a su apresurada puesta en marcha.

Sea como fuere, la agenda tiene que estar muy clara. El manual del ministro de Economía moderno apunta, además, como parte esencial de dicha agenda y en una muestra irrenunciable de madurez social y democrática, que es fundamental que las medidas que hay que tomar se expliquen a los ciudadanos como lo que verdaderamente son: una apuesta para la modernización definitiva de España. Que no se utilice a Europa, una vez más, de excusa o chivo expiatorio.



# Un incentivo eficaz

## Lluís Torrens

Gerente del Public-Private Sector Research Center del IESE.

## Xavier Vives

Profesor de Economía y Dirección Financiera y Director Académico del Public-Private Sector Research Center del IESE.

Este artículo fue publicado el 23 de enero de 2012 en *El Periódico de Catalunya*.

- *En cada servicio hay que encontrar el punto adecuado que equilibre calidad y coste de la prestación.*
- *Suecia y Catalunya tienen en Europa el tipo marginal máximo de imposición sobre la renta.*

El túnel de la crisis es largo. La crisis financiera que aceleró la explosión de la burbuja inmobiliaria y ha destruido más de dos millones de puestos de trabajo en España se ha convertido en una crisis fiscal de doble filo. Por un lado, se necesita atajar el déficit público lo antes posible para poder seguir refinanciando la deuda existente y la nueva que aún se crea, y, por otro, se pide que la amarga medicina a tomar en forma de subidas de impuestos y recortes de gasto de las administraciones no empeore aún más la situación macroeconómica, por la vía de la contracción de la actividad económica y la consiguiente reducción de la recaudación fiscal. Los ingresos públicos en España están por debajo de los del 2006, pero gastamos el 25% más que aquel año; hoy nuestras administraciones recaudan menos del 80% de lo que gastan. Por otro lado, a pesar de la recuperación de las exportaciones a los valores precrisis, seguimos siendo una economía con un fuerte déficit en nuestras cuentas exteriores, cercano al 4% del PIB anual. Nuestra deuda exterior neta es más elevada que nunca (a punto de franquear el billón de euros), por lo que seguimos necesitando apelar a la confianza de los inversores exteriores para financiar nuestros desequilibrios; y todo sin poder recurrir a la antigua poción mágica de la devaluación.

Entre la espada y la pared, pues, ¿hay margen para la reactivación, existe alguna estrategia de efecto múltiple que consolide fiscalmente, que anime la actividad, que mejore o al menos no empeore nuestros desequilibrios exteriores y no perjudique las prestaciones públicas esenciales? En el actual entorno en el que se mueve nuestra economía, la tradicional receta keynesiana de hacer agujeros en el suelo para volverlos a tapar y así recuperar la actividad (recordemos los efectos del plan E) no parece que sea una opción ni razonable ni fácilmente vendible a nuestros financiadores externos. Si hay que gastar, que sea para algo que nos haga más fuertes, más competitivos, o bien hay que reducir ineficiencias, hacer lo mismo con menos. No hay poción mágica, pero la colaboración del sector privado en la gestión eficiente de los servicios públicos se presenta como imprescindible para mantener el nivel de la oferta pública.

Podemos debatir como sociedad qué alcance deben tener las políticas redistributivas por la vía de los impuestos, y los economistas podemos debatir hasta qué punto poca o mucha redistribución perjudica o favorece la competitividad y el crecimiento económico, pero en lo que todos podemos estar de acuerdo es en que no debemos prestar servicios públicos a un coste mayor que el que permiten el actual desarrollo de la tecnología y de las formas organizativas modernas.

Los países nórdicos son considerados, de acuerdo con los *rankings* internacionales, modelos de la sociedad del bienestar y de la competitividad económica. Estos países ya llevan años estudiando cómo poder hacer sostenible su modelo social y económico, teniendo en cuenta la presión creciente derivada del incremento constante de la esperanza de vida y, por tanto, del envejecimiento de su población y de los mayores gastos sanitarios y de atención a la dependencia que acarrearán. Estos países son también punteros en cuanto al estudio de cómo hacer más eficiente su gasto público para que no drene más recursos del sector privado y comprometa su supervivencia. Los países nórdicos tienen niveles de presión fiscal y de participación del gasto público sobre el PIB elevados a la vez que son de los más activos en confiar en el sector privado, y de manera creciente, para la prestación de buena parte de sus servicios financiados públicamente. Aquí cabe recordar que Suecia y Catalunya encabezan ahora el tipo marginal máximo de imposición sobre la renta en Europa. De mantenerse estos niveles impositivos, los ciudadanos exigirán que el nivel de los servicios públicos en Catalunya se equipare con el de Suecia.

Se están difuminando las fronteras entre lo público y lo privado y aparece un continuo de posibilidades entre ambos extremos desde la prestación puramente pública hasta la provisión privada de un servicio. Hay que encontrar para cada servicio el punto adecuado en este continuo que equilibre la calidad y el coste en su prestación. Cabe destacar que en muchas ocasiones la existencia de un mercado en donde las empresas (públicas o privadas, con ánimo o sin ánimo de lucro) compitan entre ellas por ofrecer el servicio público en las mejores condiciones de calidad y precio, y en donde la Administración adjudique objetivamente los contratos, y controle y evalúe de manera efectiva el cumplimiento de las obligaciones contraídas, es el mayor y más eficaz de los incentivos existentes para alcanzar la calidad y la eficiencia en costes. A su vez, la competencia es el mejor garante en el que se alcanza la frontera tecnológica y organizativa de las mejores prácticas, y que se innova para reducir costes y mejorar prestaciones, con el consiguiente beneficio para toda la sociedad.

# The financial crisis and regulation

## Xavier Vives

Profesor de Economía y Dirección Financiera y Director Académico del Public-Private Sector Research Center del IESE.

Este artículo fue publicado en febrero 2012 en *Catalan International View*.

- *Every human civilization, with its technological wonders and its artistic and intellectual advances, has depended on a non-human invention: the ability of certain cells to use sunlight to produce organic matter and release oxygen. From this biological miracle comes the oxygen we breathe, the food we eat and most of the energy we consume (wood obviously, but also coal, natural gas and oil). We can also follow the trail to many other materials: everything which is made from organic products or oil (textiles, plastics, drugs and so on).*

How and why have regulatory mechanisms failed? Have there been new deficiencies in the functioning of the market and institutions or are there similarities to previous crises? What can be learnt from the current crisis? The answer to such questions will clearly show the key issues to be taken into account when designing adequate regulation and will determine if a radical reformulation of the regulatory framework is needed.

All of the typical market failures are present in the financial sector: Firstly, there are the important negative externalities caused by the bankruptcy of a banking institution, especially if it is systemic, to the rest of the financial sector and to the real economy. Fragility, contagion and investors' coordination problems are ubiquitous in the financial system. Secondly, information asymmetries in financial markets leave the small investor unprotected and may lead to market collapse out of a fear that counterparties in a transaction will trade with advantage. Moral hazard and adverse selection are recurrent phenomena in the sector. Thirdly, the entities' market power is an issue, since many banking sectors tend to be concentrated and there are barriers to entry.

Regulation has attempted to alleviate market deficiencies with measures such as deposit insurance, the central bank acting as a lender of last resort, and prudential and supervision requirements. Regulation has side effects: the conflict of interest between shareholders and depositors leading to excessive risk taking is worsened by insurance and aid mechanisms aimed at avoiding the bankruptcy of systemic entities. The banking sector's liberalization process has been accompanied by prudential requirements allowing banks to trust their own internal models for assessing and controlling risk and demanding public disclosure of information on the part of financial institutions to encourage transparency and foster market discipline. This flexible view of prudential requirements, supervision and discipline is a pillar of the Basel II regulation. The whole regulatory framework has been called into question following the crisis.

The originate-to-distribute model and the inverted pyramid of complex derivatives based on subprime mortgages were at the heart of the problems. What past crises and the current one have in common is excessive maturity transformation in highly leveraged institutions, contagion due to interbank exposure, and coordination problems among investors. Market channels deepened the crisis and contagion: participants in the

interbank market and in the commercial paper market did not renew their credit lines out of fear that others might not do so either. The outcome was the collapse of the asset-backed commercial paper market (securitization). Wholesale funding worsened the fragility.

The globalization of financial markets potentially entails greater diversification, but also more chances of contagion with domino effects between entities and contagion due to information problems. It is here where the opacity of the new financial instruments of derivatives plays a crucial role: it leads to an underestimate of the huge systemic risk accumulated in the system, and it also brings about a very severe problem of adverse selection because there is no clear knowledge of the magnitude or the distribution of the exposures to the toxic products derived from the subprime mortgages. This problem of asymmetric information paralyzes interbank markets and renders them illiquid.

Regulation lagged behind the process of liberalization and globalization of the financial sector which started in the United States in the 1970's. Financial innovation in instruments such as derivatives and securitization, fuelled by a lax monetary policy, resulted in a credit and housing bubble. Historically, technological breakthroughs, such as the railway, the automobile or the internet, have been associated with speculative bubbles in a context of large information asymmetry. Financial innovation in derivatives has been no exception. At the same time, financial innovation has been accused of destabilizing the banking sector and financial markets and of helping traders bypass regulatory requirements.

Inadequate regulation is at the heart of the crisis. First of all, dual regulation allowed regulatory arbitrage between the regulated sector of depository institutions and the parallel banking system of structured vehicles and investment banks. Secondly, insufficient levels of capital requirements in terms of quantity and quality and a disregard for liquidity needs resulted in a greater fragility of the system. Capital requirements have been pro-cyclical. Regulation has not considered systemic risk and the opacity of the parallel banking system and the over-the-counter derivatives market has contributed to conceal systemic risk. Finally, even though credit rating agencies play a key role in regulation (when determining capital needs, for example) they competed with each other to lower rating standards without the adequate supervision of the regulator. In general, regulation has not paid the necessary attention to conflicts of interest and has excessively relied on mechanisms of self-regulation and corporate governance. The influence of the financial sector and of investment banks in particular is not foreign to lax regulations.

### **Regulatory reform should be based on the following key principles:**

First, central banks should have a mandate to maintain financial stability. In some cases, this mandate exists formally, but the current crisis makes it necessary to reconsider the role that quantities play in the financial sector's balance sheets in order to head off potential speculative bubbles. Therefore, it is necessary to consider specific macro prudential measures which take into account capital and liquidity needs throughout the economic cycle. The Bank of Spain's dynamic provisions are an example.

Second, any institution which fulfils the tasks of a bank is by its very nature fragile; it is subject to the potential panic of investors and needs the coverage of a safety net. Therefore, it cannot avoid supervision. Regulation and supervision should encompass all entities which carry out banking activities.

Third, expected losses of liabilities guaranteed by the government should be covered by a risk premium dependent on the risk assumed by the entity. At the same time, the fact that banks which act under the protection of the safety net are subject to moral hazard makes it necessary to limit their range of activities (in particular, the riskiest ones, such as proprietary trading).

Fourth, institutions that play a key role in the financial system, where the TBTF (too-big-to-fail) doctrine is applied, should be regulated so that they are able to internalize the potential widespread effects of their bankruptcy. This should be possible by means of taxes levied on institutions according to their contribution to systemic risk. Thanks to the presence of these institutions in global markets, regulatory standards should be uniform and accompanied by internationally coordinated supervision.

Fifth, a fragmentary approach to financial regulation does not work; it is necessary to consider both capital and liquidity needs and the degree of market liberalization combined; an alignment of incentives should be encouraged at all levels of the system, from the Board of Directors to the client, including executives, analysts, traders and credit rating agencies.

Finally, it is necessary to establish mechanisms to prevent delays in the supervisor's intervention while the balance sheets of financial institutions deteriorate and capital declines. This has been a typical problem in financial crises, which only makes them last longer and increases the damage to the real economy.

The proposed international measures to reform regulations (Basel III, the Dodd-Frank Act in the US, EU directives and reform of the financial architecture, the Vickers commission in the UK, ...) generally agree with the stated reform principles. However, several issues can be identified.

The first is whether the proposed reforms will go far enough. For example, it is yet to be seen if the Basel III proposals will end up setting sufficient capital and liquidity requirements without distorting them or how the parallel banking sector will be regulated. As regards reforms in the US, the Dodd-Frank Act leaves the implementation of regulation completely at the discretion of the regulator. This great freedom granted to the regulator may turn out to be problematic, if the experience of past crises is anything to go by.

The second is whether they will prevent implicit and explicit insurance mechanisms, together with limited liability from leading to excessive risk taking by banks. 'Living wills' and improvements in balance sheet transparency are palliative elements, but the problem may persist. A question is whether the separation of activities proposed in the modified Volcker rule in the US will be enough. It may also be questioned whether corporate governance reforms can be effective without addressing the fundamental problem of shareholder incentives to take excessive risks from a social point of view.

A third issue is how to deal with systemic entities. In general, taxes that aim to correct the potential damage that may be caused by systemic institutions are superior to restrictions in the size of the entities since what matters are interconnections within the system more than its sheer size. However, governments favour taxes and levies as a source of revenue (and to recover the cost of bank bailouts) rather than to correct externalities. Another question is whether enough mechanisms to monitor conflicts of interests inherent in financial conglomerates have been put in place.

Finally, regulatory reform may have a substantial impact on the degree of internationalization of the banking sector. For example, the tendency to isolate the problems of entities in the countries where they arise may help the development of supranational entities as a collection of independently capitalized, regulated and supervised subsidiaries. In the EU, for example, replacing branch offices with national subsidiaries may act as a brake on European financial integration. This is over and above the need in the EU and the Eurozone in particular, to have mechanisms to resolve crises in pan-European entities which establish ex ante burden sharing and which include deposit insurance at a European level.

The crisis has exposed major weaknesses in the regulation and supervision of the financial system and it leaves many issues unresolved. Financial innovation has played a controversial role by encouraging regulatory arbitrage (such as securitization abuse to avoid capital requirements). However, the real problem is inadequate regulation rather than innovation itself. Securitization is basically an innovation which allows risk transfer and diversification, hence in principle it increases the credit supply in the economy. Problems result from a chain of incorrect incentives associated with deficient regulation. In this case, the challenge is to set a regulation of the financial system which allows for the development of securitization with adequate incentives (in terms of capital requirements, for example).

Regulation faces the challenge of making the financial system more resistant and stable without hindering economic growth, while protecting the public interest, innovation and globalization. The financial system plays a key role in economic growth and there should be no contradiction between stability of the financial system and economic growth. The financial sector is faced with the need to recover confidence and reputation, and to adapt to a new and stricter regulatory environment. The challenges ahead for both regulators and financial institutions are formidable.

# Más allá del copago sanitario: La salud de nuestro sistema

**Núria Mas**

Research Fellow del Public-Private Sector Research Center y Profesora de Economía del IESE.

Este artículo fue publicado el 19 de febrero de 2012 en *La Vanguardia*.

- *Necesitamos un sistema más integrado con una atención continuada, más centrado en el paciente y menos en la enfermedad.*

Catalunya habla del ticket moderador, en Madrid Esperanza Aguirre ha propuesto ajustar el pago de fármacos a la renta del paciente, Baleares está considerando si cobrar para renovar la tarjeta sanitaria, Galicia se plantea penalizar el mal uso de los servicios sanitarios... Últimamente parece que quien más quien menos está intentando encontrar su versión de copago. ¿Sin embargo, sabemos algo realmente de qué impacto puede tener el copago sobre la salud de la población, que al fin y al cabo es la variable más importante de un sistema de salud?

Es la pregunta que intentamos responder en un estudio donde revisamos los resultados del impacto sobre la salud y la utilización de los servicios de los diferentes tipos de copago implantados a las economías europeas y norteamericanas.

Estas son las principales conclusiones: primero, en todos los casos considerados el copago disminuye la utilización de los servicios. Segundo –un resultado clásico desde el Rand Health Insurance Experiment en los años 70– los pacientes no son expertos y, por lo tanto, cometen errores. Así el copago desincentiva la utilización tanto de servicios muy valiosos como de servicios poco valiosos para la salud. Tercero, la reacción de los pacientes al pago varía según el tipo de servicio. Por ejemplo, un mismo copago implicaría una reducción más elevada por visitas preventivas –donde nada duele– que por dolencias más agudas. Cuarto, de promedio, los copagos analizados no se traducen en una peor salud de la población, pero hay dos excepciones importantes: el caso de los enfermos más frágiles, sobre todo crónicos, y el caso de las rentas más bajas.

Así, en caso de optar por el copago, este no tendría que ser indiscriminado, sino que habría que diferenciar entre pacientes y entre servicios. Tendría que tener en cuenta la fragilidad de los pacientes y la renta de la población, con exenciones por las rentas más bajas (¡no por edad de jubilación!) y con un límite máximo de gasto anual. Además, dado que los pacientes podemos cometer errores en nuestras decisiones, tendríamos que poner el copago allí donde tenga el menor impacto sobre la salud de la población. Entre la opción de un copago en la primaria o en urgencias, la experiencia de los países que lo han probado parece indicar que cuando un paciente tiene un problema realmente grave, el copago no desincentiva el acceso a urgencias siempre que haya una exoneración adecuada por renta. Si se aplica a la atención primaria parece claro que se tendrían que tomar medidas con el fin de que no repercuta en las actuaciones preventivas.

Pero no podemos olvidar que el copago es sólo una herramienta más para ayudar a racionalizar el gasto en sanidad pero en ningún caso tendría que sustituir un debate más profundo sobre una reforma estructural del sistema. Si alguna cosa hemos aprendido los que estudiamos los sistemas de salud es que los impactos más importantes sobre la salud de la población no acostumbran a venir tanto por actuaciones que afectan a las decisiones de unos pacientes con demanda inducida, sino por cambios en la manera como se organiza y se coordina la provisión del sistema sanitario.

Nuestro sistema –que ha alcanzado niveles de excelencia de reputación mundial– se está volviendo obsoleto poco apoco. Se diseñó hace unas décadas, cuando la mayoría de problemas de salud de la población eran enfermedades agudas. Hoy el gasto de pacientes con al menos una condición crónica supone ya el 70-80% del total. Necesitamos un sistema más integrado con una atención continuada, más centrado en el paciente y menos en la enfermedad. Un sistema que utilice de la mejor manera posible los recursos disponibles alejándonos de un simple debate sobre la contención de costes y cambiándolo por una mayor exigencia sobre la eficiencia y asegurándonos que cualquier gasto adicional esté justificado por su valor terapéutico.

Es imprescindible entender qué funciona y por qué. Aquí los profesionales tienen un papel fundamental ya que ellos son los expertos. Pero no nos engañamos, todos estamos implicados: desde el paciente con el uso que hace de los servicios y su comportamiento saludable, a los políticos que pueden facilitar el proceso, pasando por la industria, las farmacias y todos los proveedores. Y es precisamente por eso que ahora más que nunca es el momento de coordinar esfuerzos, de compartir experiencias, de evaluar resultados y desarrollar indicadores que nos permitan entender, por ejemplo, cómo es que un hospital de EE.UU. ha conseguido un aumento espectacular en la adherencia al tratamiento de los crónicos o qué ha estado haciendo Catalunya para tener mucho mejores resultados con la gestión de diabéticos que la mayoría de los países europeos y EE.UU. La buena noticia es que en la mayoría de los casos de éxito que tenemos a nuestro alrededor –¡y hay muchos!–, lo que han hecho no ha sido reinventar la rueda sino encontrar fórmulas imaginativas que los han facilitado hacer bien lo que ya sabemos por la evidencia médica que funciona.



# Pacto fiscal y estabilidad presupuestaria

## Xavier Vives

Profesor de Economía y Dirección Financiera y Director Académico del Public-Private Sector Research Center del IESE.

Este artículo fue publicado el 11 de marzo de 2012 en *La Vanguardia*.

- *Sería mejor que, siguiendo el ejemplo de Suecia, un Consejo de Política Fiscal independiente estableciera los componentes cíclico y tendencial del PIB y del déficit, los niveles de deuda y apreciara dichas circunstancias.*
- *Ante el marco de disciplina fiscal definido por Europa, cabe preguntarse si tiene sentido limitar el déficit.*
- *La estabilidad fiscal es sólo un pilar de la necesaria reforma de la zona euro, pero no el único.*

El reciente pacto fiscal europeo quiere reforzar la disciplina presupuestaria en la zona euro. Requiere un déficit estructural, es decir, corregido por el ciclo económico, como máximo del 0,5% del PIB, a menos que la ratio de deuda sobre el PIB sea sustancialmente inferior al 60%. El límite de déficit podrá relajarse en circunstancias excepcionales o recesiones severas.

Las reglas fiscales tendrán que ser ley, y preferiblemente tener rango constitucional. Si el déficit se considera excesivo, y una mayoría cualificada de países no se opone, entonces el país tiene que seguir las recomendaciones de la Comisión Europea y seguir un programa de reformas. Si no lo cumple, la Corte Europea de Justicia puede imponer una sanción de hasta el 0,1% del PIB.

Ante el marco de disciplina fiscal definido por Europa cabe preguntarse si tiene sentido limitar el déficit estructural y, en cualquier caso, si será efectivo.

Las democracias modernas tienen tendencia al déficit excesivo debido al ciclo político-económico: que fomenta la expansión antes de las elecciones, la tendencia del partido en el Gobierno a incurrir en déficit para dejar las manos atadas al próximo gobierno si hay alternancia, la presión de lobbies en gobiernos de coalición, o bien la inconsistencia temporal en la política fiscal.

No obstante, el déficit estructural se puede justificar por inversiones que dan un rendimiento a lo largo de muchos años que corresponde a su coste financiero. Entonces, por razones de equidad intergeneracional, y/o suavización de la senda de la carga impositiva, puede convenir endeudarse para invertir. En este sentido, puede cuestionarse la uniformidad del límite de déficit estructural en el 0,5% para todos los países cuando de hecho tienen estadios de desarrollo diferentes.

Por otro lado, medir el déficit estructural no es una tarea fácil, pues hay que descomponer tendencia y ciclo en los cambios en el PIB. Además, la consideración de que el límite de déficit se puede sobrepasar en caso de recesión es contradictorio con la propia definición de déficit estructural y abre la puerta a que el presupuesto límite sea ficticio.

Está por ver si el pacto fiscal traerá la estabilidad a la zona euro, ya que la disciplina fiscal no ha funcionado en el pasado. El fallido pacto de Estabilidad y Crecimiento fue violado 68 veces (por Francia y Alemania en particular) sin que ningún país fuera sancionado por ello. También ha fallado la cláusula de no rescate de países fiscalmente irresponsables. De manera redundante, tanto el pacto de estabilidad como la cláusula de no rescate se encaminaban a prevenir la monetización del déficit por parte del Banco Central Europeo.

La cuestión es que la estabilidad fiscal es sólo un pilar de la necesaria reforma de la zona euro, pero no es el único. Limitar la deuda pública puede ser inútil cuando es posible acumular una gran deuda privada que se acaba transformando en pública, como en España. Los otros dos son un mecanismo efectivo de estabilidad financiera –que incluya tanto ayudas de liquidez en países solventes que lo necesiten como un control de máxima prudencia de los sistemas financieros nacionales que evite la formación de burbujas especulativas– y reformas que hagan que las diferencias de competitividad entre países no sean demasiado grandes.

Además, el formalismo de las normas no es suficiente si no se tienen en cuenta los incentivos del Gobierno y de los agentes económicos y el crecimiento económico. Suecia, en el 2009, tuvo el déficit fiscal más bajo de todos los países de la UE (0,9% del PIB) y en el 2011 tuvo superávit. La lección del caso sueco es que hay que tener objetivos fiscales claros y transparentes junto con medidas que potencien el crecimiento económico. Suecia tiene un enfoque top-down en dos etapas para adoptar el presupuesto en el Parlamento, existe un objetivo de superávit estructural, y un sistema de supervisión del proceso presupuestario para instancias independientes. Entre ellas, el Consejo de Política Fiscal, formado por expertos, que controla los objetivos fiscales a largo plazo y en relación al ciclo.

Suecia no fue un ejemplo de una consolidación fiscal expansiva, ya que al principio de los 90 impulsó el crecimiento devaluando la moneda y haciendo reformas a la vez (introduciendo competencia en sectores regulados, reformando la negociación colectiva, potenciando la inversión en I+D y reformando el sistema impositivo).

Las propuestas de ley en España y Catalunya derivan de la exigencia europea. España ha reformado la Constitución según los requisitos europeos y ya existe un proyecto de ley de estabilidad presupuestaria que fija, en relación con el PIB, el 0,4% como déficit estructural máximo para el conjunto de administraciones (que se puede permitir para hacer reformas estructurales con efectos a largo plazo) y el 13% como límite de deuda máxima para las comunidades autónomas para el 2020. El anteproyecto establece mecanismos de control y sanciones para las comunidades autónomas, pero no hay mecanismos de disciplina similares para la administración central.

El proyecto de ley en Catalunya sitúa el máximo de déficit estructural en el 0,14% del PIB. Aun así, como la ratio deuda/PIB se acerca al 20% en el 2011, en Catalunya habrá que hacer un esfuerzo suplementario muy fuerte para rebajar deuda en el horizonte del 2020. Para Catalunya la consolidación fiscal es requisito para preservar la autonomía financiera y poder acceder a los mercados de capitales.

Según la propuesta de ley, el componente cíclico y estructural del saldo presupuestario de la Generalitat serán determinados por el Departamento de Economía y Finanzas y el Instituto de Estadística de Catalunya. Las circunstancias catastróficas o de recesión económica que pueden hacer revisar los límites de déficit y deuda serán apreciadas por el Parlament.

Sería mejor que, siguiendo el ejemplo de Suecia y otros países europeos, un Consejo de Política Fiscal independiente estableciera los componentes cíclico y tendencial del PIB y del déficit, y los niveles de deuda, y apreciara, en informe público, dichas circunstancias. Este Consejo debería estar formado por profesionales reconocidos e independientes y debería ser transparente en relación a su funcionamiento y metodología de trabajo. Esta puede ser una buena oportunidad para dotar a Catalunya de instituciones de supervisión fiscal modernas.

# Better Banking Regulation: Seven Principles

## Xavier Vives

Profesor de Economía y Dirección Financiera y Director Académico del Public-Private Sector Research Center del IESE.

Este artículo fue publicado el 21 de marzo de 2012 en *VoxEU.com* y el 21 de marzo de 2012 en *Global Economic Intersection*.

- *Editors Note: The global crisis has raised many questions. High on any list would be how regulators and supervisors missed the warning signs so spectacularly, particularly those responsible for overseeing the dangerously exposed financial system. This column, by one of CESifo's European Economic Advisory Group, provides a diagnosis of the problem and outlines what can be done about it.*

The financial crisis that originated with subprime-loan problems in 2007 and the burst of the real-estate bubbles in the United States and other countries has uncovered severe weaknesses in the regulation and supervision of financial entities. The magnitude of the crisis, the worst since that of the 1930s, was amplified by channels in a globalised market and has thrown a spotlight on financial regulatory reform. Indeed, the failure of Lehman Brothers in September 2008 endangered the stability of the international financial system. The sovereign debt crisis, which started in 2010 with problems in Greece, Ireland, and Portugal and has recently spread to Italy and Spain, has provoked another wave of systemic problems centred on banks in the Eurozone.

Follow up:

Why and how have regulatory mechanisms failed? Have there been new market failures? What can be learned from the crisis? Does it have specific implications for the financial architecture of the European Union and the Eurozone? The answers to such questions will reveal the key issues to be taken into account when designing adequate regulation and will determine whether a radical reformulation of the regulatory framework is needed.

The whole regulatory framework has been called into question by the crisis.

- First, dual regulation allows regulatory arbitrage between the regulated sector of depository institutions and the parallel banking system of structured vehicles and investment banks.
- Second, capital requirements in terms of quantity and quality were insufficient, while liquidity needs were disregarded.

In the 2008 crisis there was a double failure of the banks' ability to bear losses (they did not have enough equity capital to cover the risks taken) and of bank debt, which proved poor at absorbing losses when the layer of equity capital was eroded. To make matters worse, capital requirements and market value accounting have procyclical characteristics and have been criticised on the grounds that they induce more instability and because asset prices in crisis situations may not reflect fundamental values due to coordination problems, information and liquidity frictions (see Adrian and Shin 2010, Allen et al 2009, Plantin et al 2008).

- Third, regulation does not give sufficient consideration to systemic risk. The opacity of the parallel banking system and of over-the-counter derivatives markets has helped conceal systemic risk.
- Finally, even though credit rating agencies play a very important role in regulation (for example, when determining capital needs), they competed with each other via lower rating standards without the adequate supervision of the regulator. In general, regulation has not paid sufficient attention to conflicts of interest and has relied excessively on mechanisms of self-regulation and corporate governance.

Regulation faces the challenge of making the financial system more robust without hindering development, while also protecting public interest and innovation and preserving globalisation.

Together with the other members of the European Economic Advisory Group, I see no contradiction between the stability of the financial system and economic growth, which is a crucial issue given the key role played by the financial system in economic growth. The financial sector needs to restore investor confidence, rebuild its reputation, and adapt to the new and stricter regulatory atmosphere created as a result of the impression that the sector enjoyed excessive returns from taking excessive risks in the past.

Seven principles for better banking regulation

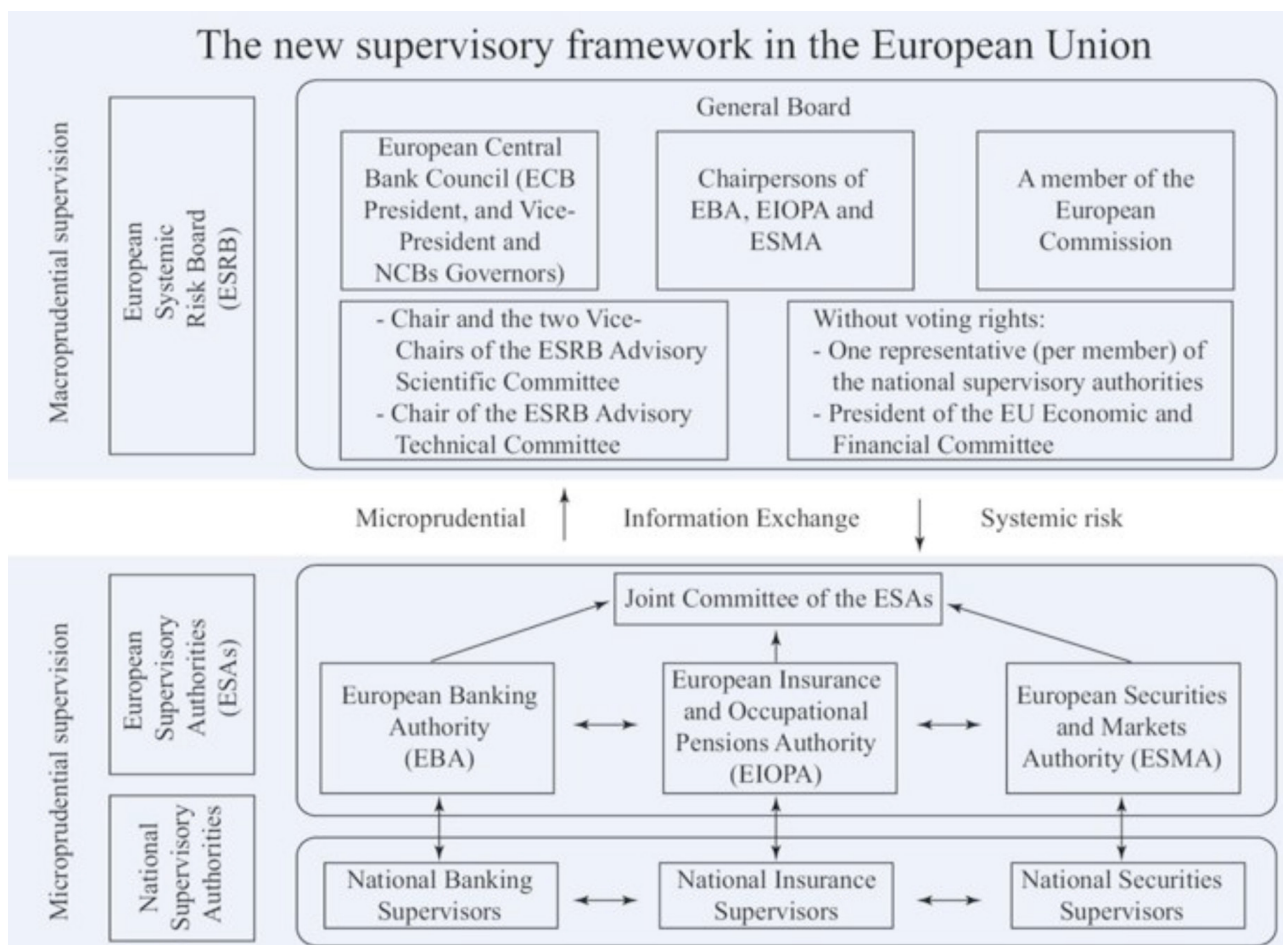
We think that regulatory reform should be based on a few basic principles:

- 1.** A central regulatory body (such as the central bank) should have a mandate to maintain financial stability and be in charge of macroprudential supervision.
- 2.** Monetary policy is not the appropriate tool with which to recapitalise banks.
- 3.** Regulation and supervision should encompass all entities that carry out banking activities.
- 4.** Expected losses of liabilities guaranteed by the government should be covered by a risk premium determined by the market dependent on the risk assumed by the entity. Banks under the protection of the safety net need to limit their range of activities because of market hazard (see Matutes and Vives 2000).
- 5.** Institutions that play a key role in the financial system (where the too-big-to-fail doctrine is applied) should be regulated so that they internalise the external effects of their potential bankruptcy (see for example Acharya et al 2010). Regulatory standards should be uniform and accompanied by internationally coordinated supervision.
- 6.** A fragmentary approach to financial regulation does not work. Competition policy should be coordinated also with financial regulation (see Vives 2011 for an analysis of the necessary links between capital, liquidity, and competition regulation). It is necessary to consider together capital and liquidity needs as well as the degree of market liberalisation of the different market segments. Higher prudential requirements are needed in more competitive environments.
- 7.** It is necessary to establish mechanisms to prevent delay of the supervisor's intervention (regulatory forbearance) while the balance sheets of financial institutions deteriorate and capital declines.

Governments have responded to the crisis with initiatives carried out by the Financial Stability Board and the Bank for International Settlements, as well as through proposals and legislative changes in the US, the UK, and the EU. On balance, the reform process seems to be on the right track, with increased capital and liquidity requirements as well as more centralised trading arrangements for derivatives markets, although we will have to await its full implementation to assess its effectiveness. In the Eurozone, with its single currency and many sovereigns however, the wisdom of giving sovereign debt a zero weighting when calculating a bank’s risk exposure is questionable. Proper risk weights for sovereign debt should be used to improve the reliability of such calculations.

A new European supervisory framework, the European System of Financial Supervision, was introduced in January 2011 in the EU (see Figure 1). Its aim is to strengthen financial supervision by empowering regulatory bodies and replacing existing ones (that could only issue non-binding guidelines and recommendations), and to ensure the effectiveness of the decisions taken in an emergency situation.

Figure 1.



In EEAG (2003), Chapter 4, we argued that there were at least three basic problems with the Eurozone’s financial architecture.

- First, we argued that the existing arrangements might not be adequate for financial stability.
- Second, the arrangements to a large extent hindered European financial market integration; and

- Third, they weakened the competitiveness of EU financial markets and institutions.

We stated that “[t]he present gradualist approach may yield more costs than benefits in the long term and may end up proving ineffective. It would be better not to wait for a major crisis to strike in order to put the house in order.”

Now that a major crisis has indeed occurred, where does this leave us? In our 2003 Report we highlighted the need for clear procedures in the case of crisis lending and crisis management led by the European Central Bank, and for establishing clear principles guiding fiscal help by a transnational institution. We advocated more centralised supervisory arrangements in banking, insurance, and securities in both the mid- and the long term.

The new supervisory framework is a step in the right direction, particularly in terms of crisis prevention, but it still lags behind the reality of financial integration and the possibilities of banking problem contagion in the European Union, particularly in the Eurozone. In the EU crisis, management has proven a source of instability. The EU has tried to achieve compatible financial integration and cross-border banking with national authorities in charge of supervision. Financial stability has suffered as a result. The options now are either to go back on integration or to diminish the role of national authorities. To go forward with integration, burden-sharing agreements for bank resolution are needed, as well as a European resolution and supervisory authority. The present reform of the EU financial architecture takes a middle path, preserving the role of national authorities with the convergence of national regimes, crisis concordats, and expanded coordinating roles for European financial authorities, but no burden-sharing agreements in case of a solvency crisis.

Due to persistent banking problems related to the sovereign debt crisis, the need to reform the European Union’s financial architecture is now pressing. The Eurozone should be stabilised with a credible liquidity facility for solvent sovereigns facing speculative attacks, and with a restructuring facility for insolvent countries. Furthermore, its financial architecture must be completed. The ECB should explicitly assume the function of guarantor of the system (in terms of liquidity provision to banks) and wield sufficient supervisory powers over systemic institutions and exert macroprudential control. It would also be advisable to forge closer links between the European prudential authority and the European System of Central Banks. A formal crisis resolution framework should be established, and the chain of command in a crisis situation needs to be clearly identified, with the ECB at its centre. Furthermore, burden-sharing agreements for bank resolution have to be put in place together with a European resolution authority, and accompanied by a European deposit-insurance fund for cross-border institutions.

Author’s Note: This column is based on EEAG (2012), The EEAG Report on the European Economy, “Banking Regulation”, CESifo, Munich 2012, pp. 83-97 (<http://www.cesifo.org/eeag>). The EEAG members are Jan-Egbert Sturm (KOF Swiss Economic Institute, ETH Zurich; Chairman), Lars Calmfors (Stockholm University), Giancarlo Corsetti (Cambridge University), John Hassler (Stockholm University), Gilles Saint-Paul (University of Toulouse), Hans-Werner Sinn (Ifo Institute and LMU University of Munich), Akos Valentinyi (Cardiff Business School) and Xavier Vives (IESE Business School). They are collectively responsible for each chapter in the Report. They participate on a personal basis and do not necessarily represent the views of the organisations they are affiliated with.

# ¿Callejón sin salida?

## Jordi Gual

Research Fellow del Public-Private Sector Research Center, Profesor de Economía del IESE y Economista Jefe de “la Caixa”.

Este artículo fue publicado el 29 de marzo de 2012 en *La Vanguardia*.

- *Tras el respiro por la financiación del BCE y las primeras reformas, los mercados dan alertas.*

La desconfianza sobre la economía española ha vuelto a acentuarse estos últimos días. Tras el respiro otorgado por las operaciones de financiación a largo plazo del Banco Central Europeo (BCE) y las primeras reformas (financiera y laboral) impulsadas por el Gobierno, la impaciencia vuelve a evidenciarse en los mercados y nos previene de la fragilidad de la situación.

La economía del país parece encontrarse en un callejón sin salida, en el que todas las alternativas son fútiles. Si el Gobierno adopta decisiones drásticas de recorte del gasto o subida de impuestos con el objetivo de alcanzar el objetivo del 5,3% de déficit público este año, los inversores creen que ello conducirá a una recesión peor de la que ya se anticipa. Y, además, la propia recesión dificultaría cumplir los objetivos presupuestarios. Si esa política de austeridad se acompaña de las reformas estructurales tanto tiempo postergadas, tampoco parece que ello sea suficiente. Esas reformas son necesarias, según los mercados, pero de efecto a medio plazo y poco útiles para paliar la recaída en la recesión.

Si, por el contrario, el Gobierno ralentiza los ajustes y las reformas exigidas, los acreedores tampoco parecen aceptarlo, con el argumento de que ello conlleva un aumento del endeudamiento público y un enquistamiento de otros desequilibrios, como el exceso de deuda privada o el déficit exterior.

El predicamento de los actuales gestores de la política económica puede entonces ser desesperante: condenados a hacer un esfuerzo de consolidación fiscal y reformas estructurales que no recibe el placet de los mercados, y que corre el riesgo de fracasar por esa misma razón. Si no convence a los mercados, la prima de riesgo permanece elevada (salvo intervención del BCE) y ello postra a la economía española en la crisis de liquidez y el estancamiento. Se convierte así en una profecía autocumplida, puesto que una dura recaída de la economía podría convertir lo que es un problema de desapalancamiento y liquidez en un problema de solvencia.

Este diabólico dilema de la economía española es de difícil solución. En otras circunstancias, las políticas de consolidación fiscal y reformas estructurales, acompañadas de una política monetaria laxa o de una devaluación serían aceptadas por los mercados y podrían conducir a la economía española a una reducción de la prima de riesgo, restableciendo el flujo de financiación externa de la economía para permitir un desapalancamiento gradual y ordenado, ayudado por el crecimiento económico.

Pero esta no es una vía al alcance discrecional de España y las otras economías endeudadas de la Eurozona, y cuando los mercados colocan a España en un callejón sin salida como el actual, es de hecho porque



consideran que, en ausencia de un apoyo del BCE, el camino del ajuste español en el seno del euro es excepcionalmente exigente. Debe basarse, primero, en una devaluación interna y reformas estructurales que mejoren la competitividad, para que sea el sector exterior el que impulse el crecimiento económico. Y segundo, en la generación de un entorno de confianza que, junto a la depreciación de los activos internos, anime la inversión extranjera y restablezca el flujo exterior de financiación que ha de impulsar la recuperación. Un despalancamiento sin apoyo monetario suscita escepticismo entre los inversores internacionales, por lo prolongado que es y por su elevado coste político y social, y mientras esta sea la percepción, el imprescindible esfuerzo de la economía española para corregir sus desequilibrios debería estar acompañado por la acción del BCE, para que no sea un esfuerzo en vano, que puede acabar poniendo en tela de juicio el destino no sólo de la economía de España sino del conjunto de la eurozona.

# Un primer paso en la buena dirección

## Núria Mas

Research Fellow del Public-Private Sector Research Center y Profesora de Economía del IESE.

Este artículo fue publicado el 19 de abril de 2012 en *Expansión*.

- *El recorte de 7.000 millones no se conseguirá sin copago y sin tocar retribuciones.*

El incremento del gasto sanitario en España, la deuda en medicamentos y material hospitalario y la presión de los mercados obligan a afrontar el debate del copago con urgencia. El recorte de 7.000 millones de euros no se conseguirá sin copago y sin tocar los sueldos de los profesionales. De esta forma, la implantación del copago farmacéutico según el nivel de renta que ha anunciado el Gobierno y el avance de que se van a estudiar las retribuciones parecen dos medidas que van en la buena dirección.

En lo relativo al copago de medicamentos según renta, creo que se ha diseñado de forma acertada porque se han tenido en cuenta las dos líneas rojas: los pacientes de rentas más bajas y los más vulnerables o de alto riesgo, como los crónicos. Aunque se ha incluido a los pensionistas y a los crónicos, se hace desde el criterio de la renta.

Éste parece un buen paso, ya que España es el país de la UE que tiene más recorrido para aplicar el copago, pero esta fórmula no debe aplicarse de forma indiscriminada y debe complementarse con otras medidas, entre las que destacaría la definición de la cartera de servicios desde el criterio de la eficiencia.

En todos los casos que hemos estudiado, el copago ha conllevado una reducción en la utilización de los servicios sanitarios. Además, supone un reto importante ya que impacta en la toma de decisiones de utilización de servicios por parte del paciente, que no es experto en sanidad y puede cometer errores, y puede reducir el consumo sanitario tanto de tratamientos valiosos como poco valiosos para su salud. Se trata de encontrar el diseño donde los servicios que se dejen de consumir sean los menos beneficiosos.

Así, comparando las experiencias internacionales de copago en primaria y en urgencias, encontramos, por un lado, que un copago únicamente en primaria puede llevar al paciente a utilizar más los servicios de urgencias por querer ahorrarse el coste, pudiendo aumentar así el gasto para el sistema. Por otro, el copago en atención primaria puede conllevar una reducción en el uso de medidas preventivas (revisiones periódicas, etc.), mientras que el copago en general no reduce el uso de las urgencias. Sólo España, Grecia, Dinamarca y Reino Unido no han extendido el copago a los servicios sanitarios.

El copago sanitario es una herramienta poderosa y eficiente para que el paciente tome las decisiones adecuadas, y si realmente debe acudir a urgencias acudirá aunque tenga un coste, y si puede esperar a acudir a su centro de Atención Primaria el día siguiente, esperará.

Siempre bajo la tutela del sistema y del médico, el copago es útil para poner fin a la barra libre de los servicios sanitarios percibidos como algo gratuito y sin límites. El copago debe ir acompañado por un cambio de modelo del sistema.

# La difícil tarea del banco

## Xavier Vives

Profesor de Economía y Dirección Financiera y Director Académico del Public-Private Sector Research Center del IESE.

Este artículo fue publicado el 3 de mayo de 2012 en *La Vanguardia*.

- *La tensión entre centro y periferia está servida; harán falta dosis de imaginación para superarla.*

El Banco Central Europeo (BCE) es una institución joven con una reputación impecable en el control de la inflación como digno heredero del Bundesbank. Tal como manifestaba Jean-Claude Trichet, en los diez primeros años del euro la inflación ha estado, tal como se quería, en promedio justo por debajo del objetivo del 2%. Los retos a los que se enfrenta ahora el BCE son formidables, con la misma moneda única en cuestión. El principal problema del BCE es que es un banco central de una unión monetaria de países sin integración fiscal y con muy limitada movilidad del trabajo. ¿Dónde está el Tesoro europeo que respalda al BCE tal como sucede con la Reserva Federal en EE.UU.?

El euro se lanzó sin las instituciones europeas necesarias para mantener la disciplina fiscal, alinear la competitividad entre países y mantener la estabilidad financiera. Una unión monetaria necesita un proveedor de liquidez para prevenir ataques especulativos a países solventes, una regulación prudencial de los riesgos macroeconómicos en manos del banco central, y una autoridad central de resolución de crisis bancarias y de seguro de depósito para bancos. Se ha avanzado en los mecanismos de estabilidad financiera en el área euro, pero la arquitectura sigue siendo incompleta y la realidad sigue yendo por delante de las reformas introducidas.

Ser banquero central en estas circunstancias no es fácil y requiere mucha imaginación, tal como ha demostrado Mario Draghi. El BCE tiene la restricción de no financiar a los estados y no tiene un mandato explícito de mantener la estabilidad financiera. Tiene la complicación adicional de que en la zona euro, formada por múltiples países soberanos, no existe el activo seguro que pueden suponer las letras del Tesoro en Estados Unidos. El espejismo de que la deuda griega era tan segura como la alemana se ha volatilizado con la crisis. A pesar de las restricciones legales, el BCE ha comprado de manera limitada bonos de países periféricos y ha realizado dos operaciones extraordinarias para proveer liquidez a largo plazo a las instituciones financieras, e indirectamente ayudar también a los países que sufren ventas masivas de su deuda.

Estas operaciones han evitado el éxito de ataques especulativos a la deuda de algunos países, así como una mayor contracción del crédito a la economía, pero no representan una solución a medio y largo plazo. Sin una acción decidida de los gobiernos para completar las instituciones europeas, la tarea del BCE se hará más y más difícil. Además, en el corto plazo, existe una fuerte tensión entre una Alemania que no tolera la inflación y una periferia en peligro de caer en una depresión. Un euro más débil y algo de inflación en Alemania, junto con reducciones de precios y costes en la periferia mejorarían la posición competitiva de estay ayudarían a romper el círculo infernal de reducción de la actividad económica y aumento del riesgo soberano en que está sumida. El Bundesbank se opone firmemente a esta estrategia

y sospecha de las medidas no convencionales tomadas por el Banco Central Europeo. La tensión centro-periferia está servida y serán necesarias fuertes dosis de imaginación para superarla. Esperemos que la reunión en Barcelona acabe por ser provechosa.

# El rescate

## Xavier Vives

Profesor de Economía y Dirección Financiera y Director Académico del Public-Private Sector Research Center del IESE.

Este artículo fue publicado el 14 de junio de 2012 en *La Vanguardia*.

La línea de crédito europea al FROB por 100.000 millones de euros para capitalizar a un segmento de la banca española es una noticia mixta. Es buena porque indica que el área euro intenta frenar el aumento de la fragilidad en la banca española en un contexto en que el mismo euro está en cuestión. España no podía levantar el capital necesario para limpiar los balances comprometidos en el sector bancario dañado por la eclosión de la burbuja inmobiliaria. Ahora se paga la cadena de errores en el tratamiento de la crisis financiera: negación, dilación y creencia en la fórmula milagrosa de fusionar entidades con problemas para que de allí surgiera una entidad saneada. Tampoco fue acertado requerir más y más capital a las entidades, como acicate para que se fusionasen, cuando lo necesario era limpiar de activos tóxicos los balances problemáticos para que el crédito volviera a fluir. Cuando se lanzó el FROB, en el 2009, España estaba en disposición de levantar el capital necesario (con un máximo cercano a 100.000 millones de euros) para sanear el sistema. No se hizo, pese a las advertencias desde el exterior.

El rescate, sin embargo, se ha planteado mal, puesto que se ha dado un préstamo a España y no se ha proporcionado directamente a las entidades con problemas. El préstamo a España incrementará el nivel de deuda pública en diez puntos del PIB y complicará los objetivos de déficit porque se tendrán que pagar intereses. Es decir, el préstamo da robustez a la banca pero se la quita al soberano. De hecho, el préstamo refuerza el vínculo entre riesgo soberano y riesgo bancario, ya de por sí muy elevado. Este vínculo ha aumentado con los préstamos de liquidez extraordinarios del BCE usados en parte por la banca para adquirir deuda pública española mientras las entidades extranjeras deshacen posiciones.

El rescate fragmenta el sector bancario en Europa mientras se habla de “unión bancaria” para salvar al euro. El capital debería haber ido directamente a los bancos con problemas bajo supervisión europea. Así se rompería el círculo vicioso entre riesgo soberano y riesgo bancario, mejorando la posición de España, y se contribuiría a integrar el mercado financiero europeo. El control pasaría a manos europeas y el contribuyente recuperaría la inversión cuando la economía y la banca se recuperen. Este sí habría sido un principio de unión bancaria europea, consistente en un regulador integrado y un sistema de seguro depósito y de resolución de entidades europeas que cubriera al menos a las entidades sistémicas y a las que tuvieran operaciones transfronterizas.

El rescate a los bancos en España ha sido una ocasión perdida para avanzar hacia la unión bancaria y muy probablemente aumentará la fragilidad del soberano. Mal negocio para la eurozona.

# Europa no nos entiende

## Xavier Vives

Profesor de Economía y Dirección Financiera y Director Académico del Public-Private Sector Research Center del IESE.

Este artículo fue publicado el 16 de junio de 2012 en *La Vanguardia*.

- *En España, la obsesión por no poner dinero público al principio de la crisis nos ha llevado a este deterioro.*

Esta es la conclusión que se saca si escuchamos las críticas en España a la falta de actuación del Banco Central Europeo (BCE) por no comprar deuda soberana o bien al vicepresidente de la Comisión Europea (CE), Joaquín Almunia, por mantenerse en la tesis de que si ayudar a una entidad financiera no sistémica quebrada sale más caro que liquidarla, hay que hacerlo. ¿Hay una conspiración de las autoridades europeas contra España?

La explicación es más sencilla. Tanto el Banco Central Europeo como la Comisión Europa están cumpliendo con la normativa europea y con los estatutos de sus respectivas instituciones. El BCE no puede comprar deuda soberana de manera ilimitada y repetida porque tiene prohibido financiar el déficit de los distintos países.

Aun así, ha interpretado de manera amplia su mandato de proteger la estabilidad monetaria y ha comprado bonos soberanos de forma limitada en ocasiones. Sin embargo, Mario Draghi ha dejado muy claro que el BCE no puede hacer más sin el respaldo de un acuerdo de los gobiernos del área euro para establecer las bases de una unión fiscal y bancaria.

Actuar de otra manera iría abiertamente en contra del estatuto del BCE y se podría exigir responsabilidades a su presidente. El BCE no puede ser la coartada para que los gobiernos no actúen. La pelota está en el campo de los gobiernos, no en el del BCE.

En relación con la CE, resulta que Almunia es el comisario de Competencia y que las reglas de competencia indican, con buen criterio, que si salvar a una entidad que no es sistémica sale más caro que liquidarla, manteniendo en todo caso los depósitos asegurados, hay que hacerlo. El objetivo es que el rescate tenga el menor coste para el contribuyente sin poner en peligro la estabilidad del sistema.

En Estados Unidos, por ejemplo, en las crisis de las *saving and loans* de los años ochenta, muchas de las cajas fueron liquidadas tal como ha sucedido en la actual crisis con los bancos no sistémicos. Este enfoque no se ha seguido en España y, sin lugar a dudas, este hecho ha elevado y elevará la factura para el contribuyente, ya sea español o europeo. No todos los métodos de resolución de crisis financieras suponen el mismo coste para el erario. En España, la obsesión por no poner dinero público cuando era el momento, al principio de la crisis, nos ha llevado a la deteriorada situación actual, donde el coste es inasumible para el Estado.

La situación en Europa es crítica por la incapacidad de los gobiernos a la hora de ponerse de acuerdo en un plan creíble que ponga los pilares necesarios para que el euro sea viable. Aquí está la responsabilidad última. Desde España hay que superar el tradicional “Europa no nos entiende”, y la idea de que los españoles están en las instituciones europeas, ya sea en el BCE o en la CE, únicamente para defender los intereses (del Gobierno) de España. Hay que reemplazarlo por un análisis riguroso, informado y realista de la situación, y una actuación de política económica consistente que proporcione credibilidad tanto dentro como fuera del país.

# Banking Disunion

## Xavier Vives

Profesor de Economía y Dirección Financiera y Director Académico del Public-Private Sector Research Center del IESE.

Este artículo fue publicado el 26 de junio de 2012 en *Project Syndicate*, *Il Sole 24 Ore* (Italia), *Business Times* (Singapur), *Financil Times Deutschland* (Alemania).

The line of credit to Spain from fellow eurozone governments may help to stabilize a fragile banking system, at least in the short term, but it is a missed opportunity. Spain's banking crisis provides a perfect opening to move towards a European banking union.

In the medium term, help to Spain will merely reinforce the link between the sovereign and the banks' problems, causing even greater fragmentation in the European banking market and pushing Spain closer to potential insolvency by increasing its debt burden. By contrast, a direct equity stake in Spanish banks taken by an appropriate eurozone investment vehicle would decouple bank and sovereign risk. It would represent a decisive step toward unified European banking supervision, which could imply easier liquidation of non-viable institutions.

Such a move would also contribute to banking integration if the equity stakes were eventually sold in an open EU-wide auction. The issue is whether such a vehicle, and the appropriate control mechanisms for assisted banks, can be established in a short time frame.

A banking union is a necessary condition for survival of a monetary union that is unable to implement a strict no-bailout policy for member countries. Such a union should be understood as a centralized bank supervisor, resolution authority (RA), and deposit insurance fund (DIF), at least for systemically important and cross-border institutions, as well as a unified rule book for prudential supervision. There are, however, four major issues that must be confronted in order to move ahead with such a banking union.

First, a significant degree of fiscal integration is required, since an effective European RA requires a burden-sharing agreement among countries. In the United States, the Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) resolves institutions up to a certain size and insures deposits for all banks. Failures of large banks must be addressed through intervention by the US Treasury.

In the eurozone, where there is no single Treasury, a DIF and RA should be financed with levies on banks, with a backstop agreed among the governments before a crisis strikes. Indeed, insurance cannot be arranged once a crisis has erupted, because solvent countries and banks will not, and should not, pay for insolvent ones. A European DIF would address the next crisis, but not this one, though a European RA could start functioning with funds from the European Stability Mechanism (ESM).

The second issue that must be resolved is the design of the DIF and RA. A case can be made that both functions should be integrated within a single agency, which should have three main characteristics:



- Levies or insurance premia on banks should be calibrated to the perceived risk positions of institutions according to market indicators such as credit-default spreads. Flat premia would merely induce cross-subsidization of risky banks by safe ones.
- Following the FDIC model, the agency should be bound by a prompt corrective-action procedure to avoid the regulatory forbearance that we have witnessed so many times in banking crises, from the Savings and Loan crisis in the US in the 1980's to Japan in the 1990's. Spain is the latest example.
- The agency should limit taxpayers' exposure by wiping out shareholders and subordinated debt holders if needed in a restructuring procedure. The idea that no bank can fail, and that no losses for bank investors are to be permitted, implies an unbearable burden on public budgets, as the case of Ireland demonstrates.

The third issue concerns whether the scope of a banking union should be the European Union or the eurozone. A banking union is not strictly necessary for a high degree of financial-market integration. Countries that want to participate in the banking union but not in the eurozone face a dilemma, because they will have to move toward fiscal union (via burden-sharing) even if they do not wish to join the euro. This dilemma is particularly stark for the United Kingdom.

Finally, a banking union is not sufficient for the monetary union to survive. Indeed, there is no European deposit insurance fund that could sustain a run on deposits in Italy. To cope with this type of sovereign risk, a high degree of political and fiscal integration is needed.

Europe's financial crisis has led to a re-nationalization of banking systems across the EU, with bailout policies in countries like Ireland, Belgium, the Netherlands, the UK, and now Spain contributing to the trend. The ECB's massive refinancing operations to provide liquidity to the financial system have also strengthened the link between sovereign and bank risk.

The naive belief that integrated European regulation and supervision would follow financial integration has proven to be false. There are now only two options: integrate ahead of markets – that is, give the ECB supervisory powers for systemically important and cross-border institutions, unify prudential rules, and create an RA with money from the ESM – or permit the current disintegration process to continue and await the euro's relatively quick demise.

# Inevitable 'rescate' del actual sistema

**Joan-Ramon Borrell**

Research Fellow del Public-Private Sector Research Center, Secretario técnico del Cercle d'Economia y Profesor de Economía de la Universitat de Barcelona.

Este artículo fue publicado el 26 de junio de 2012 en *El Periódico de Catalunya*.

- *Nos encontramos ante el reto de 'rescatar' un sistema disfuncional y que no da respuesta a los retos de hoy en día. Las fuerzas catalanas, que ya han rehuido la negación del problema y la parálisis, deben consensuar una propuesta en torno a lo que se ha denominado el pacto fiscal y, tras negociarla con las Cortes Generales y el Gobierno central, decidir si aceptan o no lo que finalmente se ofrece a Catalunya. Si lo rechazan, entramos en terreno desconocido.*
- *Si no hay acuerdo con el Gobierno sobre el pacto fiscal, ¿adelantará Mas las elecciones o armará una verdadera Agencia Tributaria Catalana?*

El sistema de financiación autonómica en España está de nuevo en crisis. Cada cinco años hemos renovado los detalles de un sistema que no responde a los retos que tenemos, que son, hoy en día, inmensos: prestar servicios públicos de calidad a un coste soportable por los contribuyentes.

Atul Gawande, médico y escritor, describía hace unos días en la revista *The New Yorker* que las personas y las sociedades se enfrentan a peligros, crisis y riesgos que en muchas ocasiones no podemos prevenir ni evitar. En medicina, los hospitales no son mejores porque sepan cómo controlar todos los riesgos inherentes a la cirugía. Los hospitales no son mejores porque consigan tener un menor número de complicaciones después de las operaciones quirúrgicas. Son mejores cuando consiguen rescatar las personas que sufren complicaciones posoperatorias.

En el debate público sobre nuestro sistema de reparto de los ingresos y gastos públicos a lo largo y ancho de España estamos consternados por los resultados. Pese a los esfuerzos por reformar tanto el sistema de financiación autonómica, como las reglas relativas a las inversiones del Estado en los distintos territorios, las complicaciones posteriores a cada renegociación han sido dramáticas.

Por un lado, el sistema genera comportamientos perversos porque se descentraliza la gestión de un gasto prefijado según el coste de los servicios pero no se permite ni la toma de decisiones para ahorrar en la prestación de servicios, ni modificaciones efectivas sobre los ingresos. Las autonomías quedan completamente al albur de las arbitrarias decisiones que adopta el Ministerio de Hacienda, mientras organismos públicos estatales (AENA, Adif, etc.) toman decisiones de inversión y gasto que ponen en riesgo la solvencia de las finanzas públicas.

## Ni corresponsabilidad ni equidad

Las decisiones de gasto de las autonomías han seguido los desafortunados avatares de los avances de tesorería, tan sobredimensionados al inicio de esta última crisis, y de las expectativas de renegociación de las transferencias y créditos desde Hacienda. No hay una verdadera corresponsabilidad por la vía de los

ingresos, ya que la mayor parte de la recaudación de los impuestos cedidos es un ingreso a cuenta de las transferencias que llegan desde el centro. El resultado es un incrementalismo y rigidez atroz en los gastos que está haciendo muy difícil el ajuste a la dramática caída de los ingresos públicos durante la crisis.

Además, el sistema adolece de un severo problema de inequidad vertical y horizontal. Inequidad vertical porque nada en el sistema permite reevaluar las verdaderas necesidades de gasto del Estado respecto a las autonomías. La coyuntura lleva hacia el exceso de financiación de unas Administraciones respecto a las otras sin que el sistema sea capaz de reajustarse automáticamente según las necesidades relativas de gasto de cada una de ellas.

Inequidad horizontal porque el sistema tampoco asegura que se reasignen los ingresos entre autonomías para asegurar la igualdad efectiva de acceso a los servicios públicos en los distintos territorios. Así, paradójicamente, territorios que son contribuyentes netos del sistema acaban con una financiación de los servicios autonómicos y con unas inversiones estatales por persona por debajo de la media, y muy por debajo de su contribución neta al sistema.

Nos encontramos pues ante el reto de rescatar un sistema completamente disfuncional. Las opciones que están sobre la mesa son las siguientes:

- 1.** Algunos creen que no hace falta hacer nada. Que el sistema puede continuar generando inequidad entre niveles de administración, y entre territorios, y que España puede permitirse el lujo de la ineficiencia y la injusticia. Esta forma de ver el problema es la negación y la parálisis.
- 2.** Otros creen que una reforma en profundidad del sistema no es necesaria ni conveniente. Como en negociaciones anteriores, se trata solo de ajustar algunos parámetros del modelo relativos al reparto del montante total de los ingresos públicos entre el Estado y las autonomías, y a la distribución de recursos entre autonomías.
- 3.** Aunque muy poco formulada, otra opción de reforma sería repartir de una vez los impuestos, o algunos de sus tramos, por Administraciones. El Estado y cada autonomía debería ajustar sus gastos al rendimiento del impuesto que le fuera asignado, y arbitrar un mecanismo de garantía o suelo de manera que ni el Estado ni ninguna comunidad autónoma no pudiera quedar subfinanciada para atender los servicios garantizados que debe prestar. Esta opción requiere una reforma en profundidad de la LOFCA (ley orgánica de financiación de las comunidades autónomas) ya que la última sentencia del Tribunal Constitucional la ha colocado en el bloque de constitucionalidad en sustitución de los Estatutos de Autonomía.
- 4.** Finalmente, la opción del concierto fiscal implica la asignación de todos los ingresos impositivos a las autonomías, y el establecimiento de una aportación al Estado por los servicios comunes prestados (diplomacia, Ejército, etc.) y por las transferencias de garantía o solidaridad a aquellas autonomías que cuenten con unos ingresos menores al gasto prefijado en servicios públicos garantizados. Actualmente, las aportaciones del País Vasco y Navarra no alcanzan ni para cubrir la parte que les correspondería por los servicios comunes prestados a estas comunidades por el Estado. Esta opción requiere establecer una relación bilateral entre las Cortes Generales y el Parlament de Catalunya que determine la aportación catalana a la hacienda común.

El Govern de la Generalitat ha iniciado el proceso de debate en Catalunya, y de momento todos los partidos políticos han rehuído la negación del problema y la parálisis. Corresponde ahora a las fuerzas políticas consensuar una propuesta en torno a lo que se ha denominado el pacto fiscal, que podría revestir la forma de un perfeccionamiento del modelo actual, una reforma que implique asignar a cada Administración la gestión y recaudación de una cesta de impuestos, o establecer algún sistema parecido al del concierto.

Concretada una propuesta catalana, corresponderá entonces a las Cortes Generales decidir si la acepta y en qué términos. Y, tras esta negociación, serán los partidos catalanes los que deberán decidir si aceptan o no el pacto fiscal que ofrezca el Gobierno de España. Si no se acepta, en palabras del presidente de la Generalitat, Artur Mas, entramos en territorio desconocido.

Y como es desconocido, solo podemos elucubrar en este momento: ¿convocará el president elecciones anticipadas para aunar un movimiento de apoyo de la ciudadanía al pacto fiscal o más allá? ¿O, armará el Govern de la Generalitat una verdadera agencia tributaria catalana y animará a los catalanes a liquidar todos sus impuestos (autonómicos y estatales) en esta nueva agencia? Es decir, ¿votaremos con papeletas o con nuestra liquidación de impuestos sobre el pacto fiscal?

Y si se opta por esta nueva agencia recaudadora, ¿se transferirán todos los recursos obtenidos a la Agencia estatal de inmediato, o se propondrá al Gobierno de España llevar a cabo una liquidación a cuenta de las transferencias ya reconocidas o pendientes de reconocer? ¿y si, los catalanes votasen con sus impuestos de forma mayoritaria a favor de la Hacienda catalana, irá el Govern de la Generalitat incluso más allá proponiendo el concierto fiscal y la aportación catalana a la Hacienda española de forma unilateral?

Muchas cuestiones que en el próximo futuro la sociedad catalana se verá abocada a debatir de forma serena y desapasionada, y a explicar de forma transparente y convincente al resto de la sociedad española, ya que el rescate del actual sistema de financiación autonómica es inevitable.

# Los desafíos del rescate

## Xavier Vives

Profesor de Economía y Dirección Financiera y Director Académico del Public-Private Sector Research Center del IESE.

Este artículo fue publicado el 29 de junio de 2012 en *El País*.

- *El castigo a la deuda española será mayor si el crédito europeo tiene prioridad sobre otros acreedores.*
- *El avance hacia la unión bancaria es importante pero no será inmediato e implica un alto grado de cesión de soberanía.*

El rescate de la parte de la banca con problemas mediante una línea de crédito a España pone sobre el tapete cómo la fragilidad del sistema financiero amenaza el proyecto del euro. En efecto, la ayuda contribuye a la estabilidad de la banca a costa de hacer más frágil al soberano puesto que el crédito aumentará de forma importante la deuda pública así como el déficit cuando haya que pagar intereses. El castigo a la deuda será mayor si el crédito europeo tiene prioridad sobre otros acreedores (así será con el nuevo Mecanismo de Estabilidad Europeo (MEDE) que se aprobará en julio). El problema es que el vínculo entre el riesgo soberano y el riesgo bancario se profundiza. De hecho, las operaciones extraordinarias de liquidez del Banco Central Europeo (BCE) han contribuido en el mismo sentido puesto que la banca ha destinado en parte los fondos conseguidos a aumentar sus posiciones de deuda pública al tiempo que los inversores extranjeros se desprendían de ellas. Por otra parte, el soberano es el que garantiza en última instancia la estabilidad del sistema bancario, y el círculo se cierra. La crisis financiera, y las actuaciones públicas para salvar los sistemas bancarios en Irlanda, Bélgica, Holanda o el Reino Unido, han empujado a su renacionalización.

La evolución de la prima de riesgo de la deuda española después del anuncio del rescate ha reflejado el aumento de la fragilidad. Esta se ha contenido por el momento con una expectativa (o quizás mejor dicho esperanza) de compras por parte de los fondos de estabilidad europeos de deuda periférica así como el anuncio de que el BCE aceptaría garantías de peor calidad para los préstamos que hace a los bancos españoles. Sin embargo, estos diques de contención no solucionan el problema de fondo sino que solamente se gana (un poco de) tiempo. Máxime cuando el anuncio la semana pasada de los resultados agregados de las pruebas de estrés a la banca por parte de los dos consultores externos no despeja totalmente las incertidumbres hasta la conclusión definitiva del ejercicio en el próximo septiembre.

Una manera relativamente simple de romper el vínculo entre el riesgo soberano y el bancario es que el MEDE estableciera un vehículo de inversión para tomar posiciones directas en los bancos problemáticos. Sin embargo, Angela Merkel ha recordado en Roma la dificultad de esta inversión directa puesto que no puede haber ayuda sin control. A un gobierno se le pueden poner condiciones, pero ¿quién pone condiciones y controla a los bancos que han recibido inyecciones de capital? El problema es que no existe una autoridad europea de resolución bancaria.

La integración financiera europea se ha basado en una falsa premisa. A saber, que las instituciones reguladoras europeas se formarían cuando el mercado estuviera más integrado. Recordemos que esta era

la versión oficial de las autoridades comunitarias. El problema es que el freno a una mayor integración era precisamente la falta de instituciones adecuadas en la UE. El establecimiento de la moneda única ha destapado de forma violenta la falsedad de la premisa con la amenaza de una crisis sistémica que se lleve por delante el proyecto del euro. Se plantea ahora la necesidad de avanzar hacia una unión bancaria que cuente con cuatro pilares: un supervisor único, un fondo de seguro de depósitos, una autoridad de resolución de crisis, y unas normas prudenciales homogéneas en la zona euro. Se puede discutir si la supervisión, el fondo de seguro y la autoridad de resolución deben abarcar a todas las entidades o solo a las sistémicas y a las que tienen operaciones transfronterizas importantes; si el supervisor centralizado debe ser el BCE o una entidad independiente; si la unión bancaria debe abarcar solo a los países de la eurozona o a la misma UE; y si el fondo de seguro de depósitos y la autoridad de resolución de crisis deben ser una misma institución como la FDIC en Estados Unidos o no. Lo que no se debería discutir es la necesidad de empezar con el proceso de unión bancaria ya.

Hay elementos en los que se podría avanzar rápidamente: el supervisor europeo para entidades sistémicas y transfronterizas (con preferencia el BCE), unas reglas prudenciales unificadas (para evitar, por ejemplo, el espectáculo de sucesivas pruebas de estrés que son rápidamente negadas por la realidad), y el establecimiento de una autoridad de resolución bancaria con fondos de los mecanismos de estabilidad europeos. Hay otros elementos, como el fondo de seguro de depósito europeo que solamente se puede postular a futuro puesto que este mecanismo debe ser establecido antes de la crisis y no una vez la crisis ha estallado. Al mismo tiempo, hay que reconocer que la unión bancaria en su plenitud requiere un grado de integración fiscal importante puesto que el capital necesario para resolver una crisis puede ser elevado (superando con creces la disponibilidad en los fondos de seguro de depósito), y debe ser acordado también entre los países antes del episodio crítico. En resumen, el avance hacia la unión bancaria puede ser un paso importante pero no será inmediato e implica un alto grado de cesión de soberanía.

# Un paso adelante

## Xavier Vives

Profesor de Economía y Dirección Financiera y Director Académico del Public-Private Sector Research Center del IESE.

Este artículo fue publicado el 1 de julio de 2012 en *La Vanguardia*.

- *Falta mucho, y difícil, camino por recorrer de la mano de una mayor integración política y fiscal.*

En la cumbre del Eurogrupo se han tomado decisiones que ayudarán a consolidar la moneda única. En primer lugar, la asunción de capacidad supervisora de entidades financieras por el Banco Central Europeo (BCE) es uno de los pilares de una mayor integración financiera en la zona euro. Esto deja claro que la dinámica de la moneda única implica una cesión de soberanía importante y no una simple integración de mercados, tal como está descubriendo un cada vez más preocupado Reino Unido. Angela Merkel dijo en Roma que no se podía ayudar directamente a la banca desde los fondos europeos puesto que no había un procedimiento de control y supervisión común. No ha de sorprender, pues, que Alemania acceda ahora a la capitalización directa de las entidades financieras que lo necesiten una vez el BCE haya asumido la función supervisora. Así el Banco de España y los bancos centrales nacionales quedan cada vez más en una posición residual, toda vez que la política monetaria ya se dicta en Frankfurt. Sin embargo, el edificio de la unión bancaria no está completo. Necesita una agencia de resolución de bancos en crisis que gestione su capitalización, reestructuración y liquidación si ello es necesario. El futuro fondo de estabilidad MEDE no es una agencia de reestructuración. Un buen modelo puede ser la agencia FDIC de EE.UU. que ha gestionado con éxito muchas crisis, entre ellas la de las cajas americanas en los años ochenta y la crisis actual. De hecho esta agencia proporciona también seguro de depósito. En la zona euro, sin embargo, el seguro de depósito debe constituirse a partir de las contribuciones de los bancos, y no se puede instaurar por decreto un seguro unificado una vez la crisis ha estallado puesto que entonces es simplemente una transferencia de los bancos y sistemas nacionales más solventes a los menos.

La cumbre ha tomado dos decisiones importantes más. Primero, que para el caso de ayuda al sector bancario español el MEDE no tendrá preferencia en caso de que el país no pueda devolver su deuda. Esto ayudará a la estabilidad de la deuda pública pero hará más reticentes a los financiadores principales del fondo. Segundo, que los fondos de estabilidad europeos podrán comprar deuda en los mercados secundarios, liberando al BCE de esta ingrata tarea, con una condicionalidad más suave que en un programa de ayuda formal. Las condiciones tendrán en cuenta los compromisos adquiridos por el país y se deberán reflejar en un memorando. Esta decisión abre la puerta a que países solventes reciban ayuda temporal para que la prima de riesgo de su deuda no supere umbrales peligrosos. Aquí entramos en terreno resbaladizo puesto que la especulación solamente se puede contener con promesas de intervención ilimitada, que necesita del respaldo completo del BCE. Lo difícil es distinguir un problema de liquidez de uno de solvencia, y una ayuda a un país que acaba siendo insolvente, como demuestra el caso griego, acaba saliendo muy caro.

En resumen, se ha dado un paso adelante en la arquitectura necesaria para que el euro sobreviva. Falta mucho, y difícil, camino por recorrer de la mano de una mayor integración política y fiscal.

# La España dual y la salida de la crisis

## Xavier Vives

Profesor de Economía y Dirección Financiera y Director Académico del Public-Private Sector Research Center del IESE.

Este artículo fue publicado el 26 de julio de 2012 en *El País*.

- *Hay un sector que mira al mundo y ya ha hecho los deberes mientras otro todavía no se ha dado cuenta de la situación. El Gobierno debe decidir entre mantenernos en la Eurozona o huir hacia delante.*
- *Hay que imitar a Suecia, que en respuesta a su crisis financiera potenció la productividad.*
- *Las medidas tomadas han oscilado entre la táctica del avestruz y el arrastrar los pies.*

Todos los indicadores económicos apuntan a la existencia de una Europa dual, la del Norte o central con Alemania al frente, y la del Sur o periférica en la que nos encontramos. La dualidad se refleja en términos de perspectivas de crecimiento, tasas de desempleo, evolución de la productividad, de los precios y costes laborales unitarios, así como niveles de endeudamiento privado y de inversión en investigación y desarrollo, por no hablar de las primas de riesgo para financiar la deuda pública. El gran problema de la periferia es que tiene unos niveles de productividad bajos y que necesita al mismo tiempo rebajar sus niveles de deuda –en España, sobre todo, privada y contraída con el exterior– y bajar precios y costes para ser más competitiva.

Esta dualidad entre países en Europa esconde otra dualidad interna en España. En efecto, la cuota mundial de las exportaciones de bienes y servicios de España desde que se creó el euro ha resistido bien el proceso de globalización y el ímpetu de los países emergentes. De hecho, los dos únicos países grandes de Europa que la han mantenido son Alemania y... España, mientras que Francia, Italia, e incluso EE UU, pierden posiciones. En exportaciones de servicios, España mejora cuota por encima de Alemania. Esto indica que el sector exportador español es fuerte y, según el anglicismo de moda, resiliente. De hecho, es sorprendente que el sector haya podido mantener cuota cuando el país en conjunto perdía competitividad a marchas forzadas. La razón está en que las empresas de sectores exportadores han aumentado su productividad mucho más que las que están en sectores de bienes no comerciables y que hay un sector de empresas medianas y grandes cuya productividad está en la frontera de las mejores empresas internacionales.

Asimismo, las empresas que se han abierto al mundo también tienden a innovar más y, por ende, a mejorar todavía más su productividad. El éxito internacional en el sector textil, en la gestión de infraestructuras, en banca, en energía y telecomunicaciones, por mencionar solo algunos casos, son evidentes. En resumen, tenemos un sector exportador tremendamente competitivo. Es cierto que todavía hay elementos que mejorar como el marketing de los productos de consumo. En esto deberíamos aprender de Italia, donde, por ejemplo, la marca Italia en alimentación (¡incluido el aceite!) arrasa.

El sector de empresas que exportan está mucho más abierto al mercado internacional en términos de importaciones e intercambios de tecnología y, lo que quizás es más importante, en términos de cultura empresarial. Este sector tiene personal cualificado y que habla idiomas extranjeros, tiene la excelencia



como meta y, por tanto, es meritocrático. Es decir, tiende a colocar a cada persona dentro de la empresa según sus méritos profesionales y capacidad, más que por razones de amistad o conexiones y afinidades personales. Al mismo tiempo, es un sector que intenta solucionar sus problemas sin recurso sistemático a la intervención o subvenciones públicas. Esta, desafortunadamente, no es la regla en España. En efecto, hay otra España que mira hacia dentro, que tiene problemas para comunicarse en otras lenguas, que mira hacia el sector público para solucionar sus problemas, que confía en el amiguismo para conseguir negocios y subvenciones. Esta es una España donde la gente piensa más en defender derechos adquiridos que en cómo generar la riqueza necesaria para hacer efectivos estos derechos. En esta España también hay un segmento productivo muy importante de pequeñas y medianas empresas que sufre tremendamente la crisis y que no sobrevivirá si no se transforma y aumenta su eficiencia. Podemos decir que la España que mira al mundo ya ha hecho buena parte de los deberes necesarios para estar en una unión monetaria como el área euro, mientras que la otra todavía no se ha dado cuenta de la situación. Y aquí llegamos al núcleo de la cuestión: la sociedad española tiene que decidir si quiere hacer lo necesario para estar integrada en la moneda única o no. No basta con las declaraciones de los Gobiernos sucesivos, máxime cuando tienden a oscurecer la alternativa a la que nos enfrentamos. La batalla está entre mirar hacia fuera, ser competitivos y mantenernos en la zona euro o mirar hacia adentro, reclamar nuestros derechos nominales heredados y, o bien retroceder al modelo tradicional espasmódico de desarrollo español de sucesivas devaluaciones de la peseta donde la restricción exterior dicta nuestra suerte; o bien lograr mantenernos en el euro en un estancamiento de largo recorrido.

España necesita unas reformas en profundidad y que salgan de la misma sociedad y no impuestas desde fuera. España necesita hacer lo que Suecia hizo en los años noventa en respuesta a su crisis financiera. Necesita implementar un conjunto muy profundo de reformas que potencien la productividad. En Suecia se abordó la crisis bancaria de manera exitosa minimizando el coste para el contribuyente, se impulsó la productividad con inversiones en investigación y desarrollo (I+D) y la introducción de un mayor grado de competencia en los mercados de productos y de servicios, se reformó el mercado laboral y el sector público de manera radical. Se crearon agencias públicas con misiones bien definidas, cuyo rendimiento se puede controlar, y se eliminó el funcionariado excepto en algunos casos como la judicatura. Además se introdujeron agencias independientes para controlar el gasto público y la ejecución del presupuesto al mismo tiempo que se reducía el déficit. El resultado fue espectacular en términos de crecimiento y consolidación fiscal.

Ahora bien, Suecia devaluó su moneda al mismo tiempo, y eso impulsó las exportaciones. En España lo podemos hacer todo menos devaluar, a menos que nos salgamos de la zona euro. Por tanto hay que insistir más en las mejoras de productividad y en mecanismos de devaluación interna como la rebaja de las cotizaciones sociales, compensadas con aumentos del IVA y con una reforma de la negociación colectiva para que deje de ser inflacionista. La limpieza de los balances bancarios está en marcha con ayuda de los fondos europeos. Hay que esperar que la reestructuración del sector bancario, tutelada por Europa, reduzca de manera drástica el exceso de capacidad del sector y restaure la disciplina de mercado.

Las medidas que los Gobiernos de España han tomado para hacer frente a la crisis han oscilado entre la táctica del avestruz y el arrastrar los pies frente a cualquier reforma significativa. De hecho, algunas medidas, como el aumento de la imposición de la renta y la rebaja drástica en inversión en I+D, atacan la línea de flotación del sector abierto al mundo. Sería desastroso que la respuesta a la crisis debilitara

al sector que debe ser nuestro futuro. El tiempo se ha acabado hace mucho ya. Hay que recuperar la credibilidad perdida tomando la iniciativa en las reformas pendientes, que son casi todas, incluyendo la culminación de la reforma laboral para acabar con la lacra de la dualidad de nuestro mercado de trabajo. Piedras de toque serán la nunca abordada reforma de la Administración, estabilizar nuestro Estado de bienestar en una senda sostenible, y un plan de mejora de la productividad que, a la vez que consolide a las empresas que ya están en la frontera internacional de buenas prácticas, ayude a transformar a las que no lo están. La inversión en capital humano y la excelencia en la investigación han de formar parte integral de este plan para ensanchar la proyección exterior de nuestra economía.

El Gobierno debería dirigirse al país planteando la alternativa que tenemos: reforma en profundidad para mantenernos en la zona euro o huida hacia adelante con el espejismo del mantenimiento nominal de nuestro nivel de vida. La primera opción implica un revulsivo y transformar una parte importante del país con la complicidad de la sociedad, y es el único camino para recuperar la credibilidad externa que hemos perdido. La segunda significa retroceder a la inestabilidad de tiempos pasados previos a nuestra entrada en el mercado común europeo.

# El futuro del euro y el BCE

## Xavier Vives

Profesor de Economía y Dirección Financiera y Director Académico del Public-Private Sector Research Center del IESE.

Este artículo fue publicado el 13 de agosto de 2012 en *El País*.

- *El Banco Central Europeo no será creíble en sus declaraciones de ayuda ilimitada para salvar al euro sin una mayor unión fiscal que lo respalde y sin un claro compromiso de avanzar en las instituciones necesarias.*
- *El peligro de intentar consolidar la zona euro con parches es que descarrile el proyecto.*
- *El esquema propuesto por Draghi puede funcionar para España si el Gobierno decide pedirlo.*

Según diversos comentaristas la política anunciada por Mario Draghi el pasado 2 de agosto fue fallida por su falta de concreción y acción inmediata. El presidente del Banco Central Europeo (BCE) había creado grandes expectativas con su anuncio previo de que haría todo lo posible para salvar al euro sin salirse de su mandato y apostilló "...créanme, será suficiente". En su comunicación de agosto Draghi puso condiciones para que el BCE compre bonos soberanos de un país en el mercado secundario: este debería pedir previamente ayuda a los mecanismos europeos de estabilidad (FEEF/MEDE) y estar sujeto a medidas estrictas de condicionalidad. En este contexto Draghi manifestó que las operaciones de mercado abierto del BCE tendrían el tamaño adecuado a los objetivos en cuestión, que el esfuerzo se concentraría en la deuda a corto plazo, que las operaciones no serían esterilizadas (neutralizadas para que no generen inflación) necesariamente, y que los problemas que implica que el estatus como acreedor preferente del BCE en relación a otros acreedores se abordarían. El objetivo es restaurar el funcionamiento de la transmisión de la política monetaria en la zona euro y para ello se contemplarán también medidas no estándar, como las grandes inyecciones de liquidez a los bancos (LTRO) si son necesarias.

En mi opinión la guía para la acción de Draghi es el máximo al que se puede comprometer para estabilizar la zona euro dadas las restricciones de su mandato. De hecho, es un esquema muy afinado para poder actuar con contundencia en el mercado secundario con un banco central que no tiene el respaldo de un Tesoro tal como la Reserva Federal de Estados Unidos o el Banco de Inglaterra. El BCE se enfrenta a dos retos cuando compra bonos soberanos de países que tienen dificultades para refinanciar su deuda, como España o Italia. El primero es que los problemas de liquidez se pueden transformar en problemas de solvencia y, por tanto el BCE puede incurrir en pérdidas. El segundo es que facilitar la refinanciación de estos países puede hacer que las reformas necesarias no se implementen, tal como sucedió con las compras de bonos italianos durante el Gobierno de Berlusconi. Es la situación de riesgo moral. Es precisamente por esta razón que la compra de bonos por parte del BCE solamente se reanudará cuando el país en cuestión esté bajo las condiciones de un programa de ayuda de los fondos de estabilidad. El primer reto es más difícil de abordar y, en la práctica, pone límites a la posible intervención del BCE. También es una de las razones de fondo de la resistencia alemana a proporcionar una licencia bancaria al fondo MEDE. De hecho, es una de las razones por las cuales es muy difícil que una unión monetaria funcione sin una unión fiscal. Para dominar la especulación es necesario comprometerse a actuar de manera ilimitada, pero en este caso si el problema no es de liquidez sino de solvencia el BCE tendrá pérdidas importantes Sin el respaldo de un Tesoro un banco central no asumirá este riesgo.

El esquema según el cual los fondos de estabilidad compran deuda en el mercado primario de deuda soberana –una vez un país pide ayuda– y después el BCE actúa potencialmente ilimitadamente en el mercado secundario es muy potente, y puede funcionar bien para España. De hecho, tiene capacidad potencial para fijar un límite máximo a la prima de riesgo. Y si funciona para España puede que la deuda italiana se estabilice sin necesidad de grandes intervenciones dado que Italia está en situación de excedente primario. Además, el hecho de que las compras de bonos se centren en la deuda a corto plazo tiene la ventaja de una conexión más directa con la política monetaria, que minimiza posibles pérdidas, y que alivia el problema de riesgo moral asociado a toda ayuda. En efecto, si el país ayudado no cumple con las condiciones impuestas entonces la refinanciación de la deuda a corto se puede interrumpir. Este mecanismo se ha mostrado eficaz al proporcionar los incentivos adecuados a los deudores a esforzarse en cumplir sus compromisos.

La actuación de Draghi se ha coordinado implícitamente con la ronda de contactos políticos europeos de Mario Monti. La decisión del BCE, a pesar de la reticencia del Bundesbank, prueba el éxito de la iniciativa en la mejor tradición de la astucia política de las repúblicas italianas del Renacimiento. La pareja italiana se configura como una fuerza en Europa con una visión de largo plazo. Sin embargo, quedan muchos problemas a resolver. La política monetaria en la zona euro necesita un activo seguro. La unión bancaria, con la regulación integrada en la zona euro, anunciada en la cumbre de finales de junio, debe ser puesta en marcha, y la imprescindible autoridad de resolución bancaria necesita también un compromiso fiscal entre los distintos países. El BCE es el candidato natural para ejercer de supervisor de las entidades financieras en la zona euro y, en particular, para controlar la regulación prudencial de los riesgos macroeconómicos. Sin embargo el BCE no debería encargarse de la resolución de entidades en crisis dado que los problemas de solvencia deben ser resueltos por una institución separada y financiada por los gobiernos y, en su caso, las contribuciones de las mismas entidades. Esta autoridad de resolución también podría encargarse del seguro de depósito en el ámbito de la zona euro. Asimismo se necesitan mecanismos para alinear la competitividad entre países. Finalmente, pero no menos importante, hay que romper el círculo vicioso entre la austeridad necesaria para reducir la carga de la deuda y el agravamiento de la recesión en la periferia de Europa. Una vía de escape del círculo infernal de reducción de la actividad económica y aumento del riesgo soberano es facilitar un euro más débil y más inflación en Alemania, junto con reducciones de precios y costes en la periferia. Así se mejoraría la posición competitiva de ésta.

A los retos de medio plazo se unen los de corto plazo en un otoño que promete ser caliente. No me refiero al espectáculo esperpéntico de líderes políticos incitando al asalto de supermercados que hemos visto en España, como si el eslogan *Spain is different* siguiera vigente. Me refiero al futuro inmediato de Grecia y su permanencia en el euro, la decisión del Tribunal Constitucional alemán sobre el fondo MEDE, los efectos del rescate inminente de España, y la reticencia de los países del Norte a dar crédito a los del Sur. La guía de acción del BCE y las filigranas políticas italianas proporcionan más tiempo para que los países centrales den un impulso decisivo a las instituciones necesarias para la supervivencia de la moneda única. No se puede pedir más al BCE, se puede, y se debe, pedir más a la política europea.

En resumen, el esquema propuesto por Draghi puede funcionar para España, una vez el gobierno se decida a pedirlo, pero habrá que ver si ayuda a que Italia modere su prima de riesgo. El problema de fondo persiste, el BCE no será creíble en sus declaraciones de ayuda ilimitada para salvar al euro sin una mayor unión fiscal que lo respalde y sin un claro compromiso de avanzar en las instituciones necesarias. El peligro de intentar consolidar la zona euro mediante una secuencia de parches es que un accidente puede hacer descarrilar el proyecto. El otoño promete ser complejo y tal vez decisivo.

# Banking union and the financial architecture of the Eurozone: A retrospective

## Xavier Vives

Profesor de Economía y Dirección Financiera y Director Académico del Public-Private Sector Research Center del IESE.

Este artículo fue publicado el 20 de agosto de 2012 en *VoxEU.org*.

- *Does Europe need a banking union? This column argues that banking union is necessary but not sufficient for monetary union to survive. To cope with sovereign risk more political and fiscal integration is needed.*

The Eurozone crisis has brutally exposed the inadequacy of institutional financial arrangements in the Eurozone. Modalities of banking union are being discussed now and the late June 2012 Eurozone summit agreed to give the ECB supervisory powers and, once this common supervisor is in place, it will allow direct capital injections into banks using the European Stability Mechanism. The European Commission will release a more concrete proposal on 11 September.

Other necessary elements of a banking union are a common Resolution Agency (RA) of troubled banks and a common Deposit Insurance Fund (DIF). Indeed, the central bank is the liquidity authority but it cannot be at the same time the solvency authority since bank restructuring may have fiscal consequences. The fact that a monetary union needed common stability and regulatory facilities is not news. This was pointed out, for example, by Folkerts-Landau and Garber (1994) as well as in an early CEPR report (Chiappori et al. 1991), and several authors, academic networks, and think tanks have insisted overtime on the issue. Twenty years ago I proposed the following architecture:

1. The ESCB (European System of Central Banks) should perform a Lender of Last Resort function if the stability of the European financial and payment system is to be preserved.
2. The Lender of Last Resort function of the ESCB needs to have associated supervisory powers, although, perhaps, the ESCB need not have them in the exclusive.
3. The concern for a potential misuse of the Lender of Last Resort facility by a ESCB with supervisory powers is legitimate but not overwhelming. Indeed:
4. A potentially optimal structure could be for the ECB to have authority in liquidity matters while another European agency has authority over solvency matters (and perhaps deposit insurance). In this arrangement both agencies would have supervisory powers but the ECB would have the primacy." (Vives 1992)

Ten years later, after essentially no progress had been made, I concluded that "Financial regulation has traditionally been changed and developed in response to crisis. The examples of the great depression

of the 1930s, the S&L's crisis, or the recent international financial crisis come to mind. The question is whether the EU will wait for a major crisis to develop an adequate stability and supervisory frame, or whether it will be able to overcome the political obstacles to relinquish national control and move ahead with the needed reforms." (Vives 2001b)

After 20 years regulation seems to be moving now in the indicated direction after, or better in the mist, of a major crisis when sovereign default looms large.

The optimal financial architecture design is the outcome of a delicate balance between the trade-offs arising when assigning regulatory functions to different institutions. The academic literature can contribute to clarify the issues at hand. Monetary policy may conflict with the Lender of Last Resort function, with the latter function abused with inflationary consequences, while at the same time it may show informational synergies. More seriously, the Lender of Last Resort function may display informational synergies with macroprudential supervision as well as conflict. For example, with an ECB without supervisory powers a national government can pressure the central bank to provide help for ailing national institutions based on information privy to this national authority. On the other hand, the so-called Bernanke's put was perceived as provoking asset inflation with its deleterious macroprudential consequences. Furthermore, concern for the reputation of the central bank as supervisor may encourage a lax attitude, using excessively the Lender of Last Resort facility so that bank crises will not put its supervisory capacity in question. Other trade-offs may be present between supervision functions. For example, the authority responsible for the authorisation and supervision of an entity may be reluctant to accept that the entity must be closed since closure would reflect unfavourably on the regulator's capacity. The reasons for separation of powers in regulation range from providing appropriate incentives to regulators, improving the measurability of tasks and focus of the regulatory agency, introducing competition between agencies to generate information, to making capture and collusion between regulator and industry more difficult. (See e.g. Goodhart and Schoenmaker 1995 and Vives 2001a and the references therein.)

The UK attempted to resolve the trade-offs with the now failed FSA model. In this model the central bank is weakly responsible for the stability of the financial system and has some (weak) monitoring capacity; while the FSA authorises and supervises financial institutions, is responsible for supervision of banking, insurance and securities, and for solvency problems of individual institutions. A MOU between the UK Treasury, the Bank of England (BOE) and the FSA was supposed to regulate what to do in a crisis but the process failed miserably in the Northern Rock case. Competition policy was left the province of the general competition authorities. The UK is now moving to a 'twin peaks' structure where the BOE is in charge of both macro- and micro-prudential supervision and a new agency (FCA) will deal with conduct regulation including competition, market integrity, and consumer protection. This new framework seems to strike a reasonable compromise and provides insights into a desirable Eurozone architecture.

In the Eurozone the ECB has taken up in practice in the current crisis the Lender of Last Resort function of helping solvent but illiquid banks. A corollary of this function is that the ECB should have also supervisory powers but that those need not be exclusive. A possible design building on the received academic literature could be the following. The ECB should be responsible for the systemic stability of the financial system and macroprudential regulation and supervision. It could also authorise financial institutions. A RA with supervisory powers should be in charge of solvency matters, closure decisions, and also deposit insurance

for individual institutions. This would correspond to a model close to the successful US FDIC except that the RA should be closely coordinated with the EU competition authority in charge of controlling state aid.

However, there are several further issues that need to be resolved. Should the ECB supervise all banks in the Eurozone or only the systemic and cross-border ones? How should banks outside the Eurozone be supervised? How to structure the financing and the ex ante burden sharing agreements backing up the RA? Who should regulate markets?

In the long term it would be better for the ECB and the FDIC to supervise all banks in the Eurozone in order not to create two tiers of institutions. Recall that if many small banks correlate their strategy they may become a systemic problem. Banks outside the Eurozone could be supervised by the current supra-regulator EBA with general remit to preserve and deepen the single financial market. To this the market-wide regulator in the EU could be added to build a European Financial Services Authority. In the Eurozone, where there is no single treasury, the RA/DIF should be financed with levies on banks, with a backstop agreed among the governments before a crisis strikes. Levies or insurance premia on banks should be calibrated to the perceived risk positions of institutions according to market indicators such as credit-default spreads. Flat premia would merely induce cross-subsidisation of risky banks by safe ones. Following the FDIC model, the agency should be bound by a prompt corrective-action procedure to avoid the regulatory forbearance that we have witnessed so many times in banking crises, from the savings and loan crisis in the US in the 1980s to Japan in the 1990s, with Spain as the latest example. The agency should limit taxpayers' exposure by wiping out shareholders and subordinated debt holders if needed in a restructuring procedure.

The banking union project is a long-term one and it cannot imply the ex post mutualisation of banks debts. Indeed, insurance cannot be arranged once a crisis is ongoing, because solvent countries and banks should not pay for insolvent ones except in so far this is needed to preserve systemic stability. A European DIF would address the next crisis, but not this one, while a European RA could start functioning with funds from the European Stability Mechanism (ESM).

Banking union is necessary but not sufficient for monetary union to survive. There is no European deposit insurance fund that could sustain a run on deposits in Italy if it was feared that this country would leave the Eurozone. Indeed, to cope with sovereign risk a high degree of political and fiscal integration is needed.

El Public-Private Sector Research Center nace en octubre de 2001 con la finalidad de fomentar la investigación en el ámbito de las relaciones entre el sector privado y las administraciones públicas. Su misión es contribuir en el avance de las fronteras del conocimiento, aportando investigación de primer nivel dentro de sus campos de especialización.

La investigación es el eje principal de su actividad y se centra en las siguientes áreas de actuación: regulación y competencia, innovación, economía regional y política industrial, y economía del estado del bienestar. Los resultados de la investigación se difunden a través de conferencias académicas, seminarios de investigación, publicaciones, foros y coloquios. Con todo ello, se desea abrir una puerta a la cooperación y al intercambio de ideas e iniciativas, fomentando el diálogo entre la academia, la empresa y la Administración.

El Centro forma parte del IESE, la escuela de negocios de la universidad de Navarra.

Puede consultar más información en: [www.iese.edu/ppsrc](http://www.iese.edu/ppsrc).

- Ajuntament de Barcelona
- Departament d'Economia i Coneixement de la Generalitat de Catalunya
- Departament d'Empresa i Ocupació de la Generalitat de Catalunya
- Diputació de Barcelona
- Endesa
- Fundació AGBAR
- Institut Català de les Empreses Culturals
- Mediapro
- PricewaterhouseCoopers
- Sanofi
- ATM, FGC y TMB

Con la colaboración de: Cátedra Abertis de Regulación, Competencia y Políticas Públicas.











Av. Pearson, 21  
08034 Barcelona  
Tel.: +34 93 253 42 00

Camino del Cerro del Águila, 3  
(Ctra. de Castilla, km 5,180)  
28023 Madrid  
Tel.: +34 91 211 30 00

165 W. 57<sup>th</sup> Street  
New York, NY 10019-2201  
USA  
Tel.: +1 646 346 8850

**DEVELOPING LEADERS  
YOU CAN TRUST**  
[www.iese.edu](http://www.iese.edu)