1. Gobernanza financiera de la Unión: marco, diseño y antecedentes

La Unión Bancaria se sitúa en el conjunto de la gobernanza financiera de la Unión, con su concepto y fundamento, el diseño actual y el debate del que nació.

1.1. La Unión Bancaria: concepto, objetivos y fundamento jurídico

Definición: la **Unión Bancaria** es el marco común de regulación, supervisión y resolución bancarias de los Estados de la zona del euro, al que los demás pueden sumarse de forma voluntaria. Descansa en el **código normativo único** y en tres pilares: el Mecanismo Único de Supervisión (MUS, operativo desde 2014), el Mecanismo Único de Resolución (MUR, pleno desde 2016) y un sistema europeo de garantía de depósitos (SEGD), todavía pendiente.

Objetivos: ante todo, romper el **círculo vicioso entre riesgo bancario y riesgo soberano** de la crisis de deuda. Para ello, que las quiebras se gestionen con un coste mínimo para el contribuyente y la economía real, que la supervisión sea homogénea en la zona del euro, que se alineen los incentivos de los supervisores y que desaparezca la fragmentación regulatoria.

Justificación:

- *Histórica*: la crisis financiera global y la de deuda soberana (2010-2014) mostraron que una supervisión solo nacional era inadecuada en un mercado bancario muy interconectado, sobre todo en la zona del euro, donde la moneda única había acelerado la integración.
- *Teórica*: la información asimétrica, con selección adversa y riesgo moral; las externalidades negativas de los problemas bancarios, como las sequías de crédito, y la estabilidad financiera como bien público, que el sector privado proveería de forma ineficiente.

Base jurídica: el pilar supervisor se apoya en el art. 127.6 TFUE, que permite atribuir al BCE funciones de supervisión prudencial; el MUR, en el art. 114 TFUE, de aproximación de legislaciones del mercado interior.

1.2. Diseño actual

La gobernanza financiera descansa en cuatro elementos: la Unión Bancaria, la Unión de los Mercados de Capitales, hoy Unión de Ahorros e Inversiones, la regulación de otros ámbitos y la red de supervisores.

1.2.1. Otros ámbitos de la regulación financiera

Seguros y pensiones: la Directiva **Solvencia II** (aplicable desde 2016), homóloga de Basilea para los seguros, fija requisitos de capital basados en el riesgo, con un capital de solvencia obligatorio y otro mínimo, valoración a mercado y exigencias de gobernanza. Su revisión de 2024 y la directiva de recuperación y resolución de aseguradoras (IRRD) extienden al sector la resolución ordenada. En pensiones, la UE ha armonizado los fondos de empleo (IORP II) y creado el producto paneuropeo de pensiones individuales (PEPP), de adopción todavía marginal.

Criptoactivos: el Reglamento **MiCA** (2023), plenamente aplicable desde finales de 2024, hizo de la UE la primera gran jurisdicción con un marco integral: regula la emisión de *stablecoins*, fichas referenciadas a activos y de dinero electrónico, con requisitos reforzados de reservas y autorización; somete a los proveedores a autorización y pasaporte europeo y fija normas de transparencia y abuso de mercado. Lo completan el régimen piloto de infraestructuras de registro distribuido (DLT) y el proyecto de euro digital, propuesto por la Comisión en 2023.

Otras políticas:

- *Resiliencia digital*: el Reglamento **DORA** (2022), aplicable desde enero de 2025, uniforma la gestión del riesgo tecnológico y somete a supervisión europea directa a los proveedores tecnológicos críticos, como los servicios en la nube.
- *Finanzas sostenibles*: la taxonomía de actividades sostenibles, las obligaciones de divulgación SFDR y CSRD y el estándar europeo de bonos verdes (2023).
- *Blanqueo de capitales*: el punto débil de la arquitectura. El paquete de 2024 creó un código normativo único y la **AMLA**, operativa desde 2025 en Fráncfort.

1.2.2. El Sistema Europeo de Supervisión Financiera

Definición: el **SESF**, operativo desde 2011, une a las autoridades nacionales con la Junta Europea de Riesgo Sistémico (ESRB), encargada de la supervisión macroprudencial y presidida por el presidente del BCE, y tres **autoridades europeas de supervisión** microprudenciales: la EBA, para la banca; la ESMA, para valores y mercados, y la EIOPA, para seguros y pensiones, además del Comité Mixto de las tres.

Facultades de las AES: preparan las normas técnicas del código y tienen instrumentos de intensidad creciente:

- Directrices y recomendaciones, sujetas a "cumplir o explicar".
- Decisiones dirigidas a las entidades si la autoridad nacional no corrige una infracción del Derecho de la Unión.
- Mediación vinculante en desacuerdos transfronterizos entre autoridades nacionales.
- Medidas exigibles en situaciones de emergencia declaradas por el Consejo.
- Intervención de productos, como la de la ESMA en 2018 sobre opciones binarias y contratos por diferencias.

Supervisión directa: es excepcional y recae sobre todo en la ESMA, con más de 50 entidades, como agencias de calificación o entidades de contrapartida central de terceros países sistémicas.

ESRB: carece de facultades vinculantes. Emite avisos y recomendaciones, y sus destinatarios deben "actuar o explicar". En 2019, por ejemplo, dirigió cinco avisos y seis recomendaciones a países con vulnerabilidades en su mercado inmobiliario residencial.

Evolución: la revisión de 2019 reforzó la convergencia, con exámenes entre pares y preguntas y respuestas, extendió la supervisión de la ESMA a los índices críticos y a los proveedores de datos y encargó a la EBA la coordinación contra el blanqueo, aunque no restó peso a las autoridades nacionales en el gobierno de las AES. Esa coordinación pasó a la AMLA a finales de 2025, y la AMLA supervisará directamente desde 2028 unas 40 entidades.

1.3. Evolución: Larosière y los Presidentes

1.3.1. El trilema financiero

Origen: ya en 1999, Padoa-Schioppa, padre del *cuarteto inconsistente* (1982), advertía del riesgo de que la jurisdicción de la política monetaria única no coincidiera con la de la supervisión, que seguía siendo nacional.

Idea: el **trilema financiero** de Schoenmaker (2011) formaliza esa intuición: la estabilidad financiera, la integración financiera y las políticas financieras nacionales son incompatibles. Solo pueden escogerse dos. Para preservar la estabilidad en un mercado integrado, la supervisión y la gestión de crisis deben ser supranacionales.

Razonamiento: recapitalizar un banco en dificultades es un bien público cuyos beneficios desbordan las fronteras. Cada país aporta según la parte de los beneficios que recae en él, así que, si el banco opera sobre todo fuera de su país de origen, nadie cubre el coste y se cierra aunque rescatarlo fuera eficiente. Las políticas nacionales solo son eficientes si la actividad se concentra en el país de origen, como en los grandes bancos estadounidenses y asiáticos, no en los europeos. La alternativa, exigir filiales con capital propio en cada país, preserva la estabilidad a costa de la integración.

Fragmentación: en la zona del euro, además, las primas de riesgo soberano difieren entre países, y el coste de la deuda pública actúa como **suelo** del coste de la deuda corporativa y bancaria, de modo que la transmisión monetaria se fragmenta.

Conclusiones: el trilema explica con una regla sencilla por qué un mercado bancario integrado necesita supervisión y gestión de crisis comunes, y anticipó la lógica de la Unión Bancaria. Pero solo examina la decisión de recapitalizar, sin precisar qué funciones centralizar, y plantea dos polos cuando la Unión ha optado por soluciones intermedias, como el MUS.

1.3.2. Crisis de deuda soberana

La crisis de 2010-2014 evidenció el círculo vicioso. El deterioro de las cuentas públicas debilitaba a los bancos que las sostenían, y rescatar a la banca deterioraba las cuentas públicas. La dinámica reapareció con la COVID-19, que encareció más la financiación de los países más endeudados, como Italia o Grecia.

1.3.3. Reacción e informes

1. **Informe Larosière** (2009): encargado por la Comisión en 2008, condujo al SESF en 2011, cuyas autoridades sucedieron a los comités de supervisores con más rango y competencias.
2. **Informe de los Cuatro Presidentes** (2012): hoja de ruta de la Unión Bancaria, como parte de un marco financiero integrado, uno de los cuatro elementos de una auténtica UEM, junto con los marcos presupuestario y económico integrados y la legitimidad democrática. Proponía un mecanismo único de supervisión, otro de resolución, la recapitalización directa de bancos por el MEDE y culminar el código normativo.
3. **Informe de los Cinco Presidentes** (2015): recomendó el SEGD como tercer pilar.

En suma, la arquitectura nació del desajuste entre una política monetaria única y una supervisión nacional, y la crisis mostró el coste de no elevarla al nivel supranacional.

2. Gobernanza bancaria: la Unión Bancaria

La Unión Bancaria descansa en el código normativo único y en tres pilares: el MUS, el MUR y el SEGD, este todavía en fase de propuesta.

2.1. Código normativo único (*single rulebook*)

Origen: lo impulsó el Consejo Europeo de junio de 2009, al constatarse que las divergencias nacionales habían permitido acumular riesgos de forma desigual, el arbitraje regulatorio y una supervisión difícil de las entidades transfronterizas.

Definición: el **código normativo único** es la base regulatoria de la Unión Bancaria y de todo el sector financiero de la UE. Destacan tres actos:

- *CRR y CRD*: el reglamento y la directiva de requisitos de capital

incorporan Basilea III, con requisitos de capital, liquidez y apalancamiento.
- *BRRD*: la directiva de reestructuración y resolución introduce la **recapitalización interna** (*bail-in*) frente al rescate público (*bail-out*). El concurso ordinario es lento y no atiende a la estabilidad financiera, de ahí un procedimiento a cargo de una autoridad administrativa de resolución y no de un juez.
- *DGSD*: armoniza los fondos nacionales de garantía, con una cobertura de 100.000 euros por depositante y entidad.

Pila de requisitos: sobre los activos ponderados por riesgo (APR), cuatro tramos de gravedad decreciente, cada uno con su consecuencia si se incumple:

- Pilar 1, con CET1 de al menos el 4,5 %, nivel 1 del 6 % y capital total del 8 %, y requerimiento de pilar 2 (P2R), específico de cada entidad. Su incumplimiento puede llevar a la revocación de la autorización o a la resolución.
- Colchones en CET1, como el de conservación del 2,5 %, el anticíclico o los sistémicos. Su consumo restringe dividendos, recompras y retribución variable.
- Recomendación de pilar 2 (P2G), por las pérdidas del escenario adverso. No alcanzarla abre un diálogo supervisor.

A ellos se suman tres restricciones paralelas: la ratio de apalancamiento, con nivel 1 de al menos el 3 % de la exposición sin ponderar; las ratios de liquidez LCR y NSFR, de al menos el 100 %, y el MREL, fijado por la autoridad de resolución.

Funcionamiento: se aplica en los 27 Estados y lo elaboran el Parlamento y el Consejo, a propuesta de la Comisión y con el asesoramiento de la EBA, cuyas normas técnicas se adoptan como reglamentos de la Comisión. El CRR se aplica directamente, mientras que las directivas se transponen y admiten diferencias nacionales. Ambos dejan, además, **opciones y facultades nacionales**. Como el BCE aplica también las leyes nacionales de transposición, esas diferencias llegan a la supervisión única, aunque el BCE las redujo en 2016 al ejercer de modo uniforme, para las entidades significativas, buena parte de esas opciones.

La EBA dispone, además, de tres instrumentos no vinculantes: las directrices, sujetas a "cumplir o explicar"; las preguntas y respuestas, que interpretan el código en casos concretos, y el manual de supervisión, para una cultura supervisora común.

Evolución: en 2013-2014, el CRR y la CRD IV incorporaron Basilea III, y la BRRD y la DGSD completaron el marco de crisis. En 2019, el paquete de reducción de riesgos hizo vinculantes el apalancamiento y la NSFR y alineó el MREL con el estándar de capacidad total de absorción de pérdidas (TLAC) del Consejo de Estabilidad Financiera. En 2024, el CRR III y la CRD VI, aplicables desde 2025 y 2026, respectivamente, culminaron Basilea III con el suelo a los resultados de los modelos internos (*output floor*). Por último, en 2026, la reforma CMDI extiende la resolución a las entidades medianas.

Conclusiones: el código da una base común a la supervisión y la resolución y traslada el coste de las crisis a accionistas y acreedores. Pero la armonización es incompleta por la transposición y las opciones nacionales, y su complejidad eleva los costes de cumplimiento de las entidades pequeñas.

2.2. Mecanismo Único de Supervisión (2014)

Origen: creado en 2013, empezó a funcionar en noviembre de 2014, tras una **evaluación global** de unas 130 entidades significativas, con revisión de la calidad de los activos y pruebas de resistencia.

Definición: el **MUS** es el sistema de supervisión prudencial de la Unión Bancaria, que atribuye al BCE la supervisión de las entidades de crédito de la zona del euro. Los Estados de fuera pueden adherirse por **cooperación estrecha**, como Bulgaria y Croacia en 2020, antes de adoptar el euro.

Objetivo: garantizar la seguridad y solidez del sistema bancario europeo, reforzar la integración financiera y asegurar una supervisión coherente y de alta calidad.

Funcionamiento: supervisión a dos niveles.

- *Directa*: el BCE supervisa las entidades significativas, más del 80 % de los activos bancarios, mediante equipos conjuntos de supervisión, con personal del BCE y de las autoridades nacionales. Son significativas por tamaño, más de 30.000 millones en activos; por importancia económica, más del 20 % del PIB nacional o ser una de las tres mayores del país; por actividad transfronteriza o por recibir asistencia pública.
- *Indirecta*: unas 2000 entidades menos significativas, delegadas en las autoridades nacionales bajo la vigilancia del BCE, que puede asumirlas en cualquier momento.

El BCE separa estrictamente supervisión y política monetaria, y los supervisores nacionales conservan el blanqueo, la protección del consumidor y los servicios de pago.

Gobernanza: el **Consejo de Supervisión** prepara los proyectos de decisión y el Consejo de Gobierno los adopta por **no objeción**, en un máximo de diez días hábiles, sin poder modificarlos. Lo completan la Comisión de Mediación, que resuelve las discrepancias de las autoridades nacionales con una objeción del Consejo de Gobierno, y el Comité Administrativo de Revisión, de cinco miembros independientes, que revisa a petición del afectado las decisiones y emite un dictamen no vinculante.

PRES: cada año evalúa el modelo de negocio, el gobierno interno y la gestión de riesgos, los riesgos para el capital y los de liquidez, con notas de uno a cuatro, y fija el P2R, la P2G y medidas cualitativas. En el PRES de 2025, que abarcó 105 entidades, los requerimientos y la recomendación de capital total para 2026 sumaron de media el 15,6 % de los APR, y la P2G en CET1 bajó del 1,3 % al 1,1 %.

Otros instrumentos: pruebas de resistencia bienales coordinadas por la EBA, cuyos resultados orientan la P2G; inspecciones in situ, y procedimientos comunes, por los que el BCE autoriza y revoca a todas las entidades y aprueba la adquisición de participaciones cualificadas.

Facultades macroprudenciales: los colchones anticíclico y sistémicos siguen en manos nacionales. Las autoridades deben notificarlos al BCE diez días hábiles antes, y este puede objetar en cinco, pero la autoridad nacional solo debe tener en cuenta sus motivos. El BCE puede aplicar medidas más estrictas que las nacionales, nunca más laxas (art. 5 del Reglamento del MUS).

Conclusiones: el MUS ha homogeneizado la supervisión y restaurado la confianza, como mostró el escaso contagio de las turbulencias de marzo de 2023. Persisten las asimetrías entre supervisión directa e indirecta, la exclusión del blanqueo, visible en ABLV y Danske Bank (2018), y la tensión con la política monetaria en las crisis.

2.3. Mecanismo Único de Resolución (2014-2016)

Origen: los rescates de Irlanda (2010), España (2012) y Chipre (2013) mostraron que faltaban herramientas comunes para la quiebra ordenada. Se creó en 2014 y es pleno desde 2016.

Definición: el **MUR** resuelve las entidades en dificultades una vez declaradas **inviables o previsiblemente inviables**, declaración que corresponde al BCE o, subsidiariamente, a la Junta Única de Resolución (JUR). La JUR decide resolver si hay interés público, salvo oposición de la Comisión o el Consejo. Si no, la entidad se liquida por la vía nacional.

Objetivo: gestionar las quiebras con un impacto mínimo sobre la economía real y las finanzas públicas, sin rescates con fondos de los contribuyentes.

Funcionamiento: tres elementos.

- *JUR*: autoridad independiente con sede en Bruselas, con un presidente, un vicepresidente, cuatro miembros permanentes y representantes nacionales, para las entidades significativas y transfronterizas. Las demás quedan en manos de las autoridades nacionales bajo su coordinación. Aplica la venta del negocio, la entidad puente, la segregación de activos y el *bail-in*, con el principio de que ningún acreedor quede peor que en una liquidación (*no creditor worse off*).
- **Fondo Único de Resolución** (FUR): financiado por el sector con contribuciones *ex ante*, con un nivel objetivo de al menos el 1 % de los depósitos cubiertos, unos 78.000 millones alcanzados a finales de 2023, tras ocho años de constitución. Solo se accede tras un *bail-in* de al menos el 8 % de pasivos y fondos propios, y su aportación no supera el 5 %, así que primero pierden accionistas y acreedores.
- *Respaldo común*: línea de crédito renovable del MEDE al FUR de hasta 68.000 millones, red de seguridad de último recurso y fiscalmente neutra a medio plazo, porque se recuperaría con contribuciones extraordinarias del sector. Está pendiente de la ratificación italiana del Tratado revisado.

Conclusiones: el MUR superó su primera prueba con el **Banco Popular** (2017), resuelto en una noche, con la amortización del capital y la deuda subordinada, y vendido al Santander por un euro, sin coste para el contribuyente ni perturbación de la estabilidad. La única resolución posterior, en 2022, afectó a las filiales croata y eslovena de Sberbank Europe. Sus límites son la suficiencia del fondo ante grandes entidades, la falta de **liquidez en resolución**, cuyas necesidades pueden superar con mucho a las de solvencia, sin equivalente al Tesoro y la Reserva Federal, y las entidades medianas y pequeñas, que siguen en los concursos nacionales. A esto último responde la reforma **CMDI**, propuesta en 2023 y adoptada en 2026, aplicable desde mayo de 2028, que amplía la resolución a las medianas, aclara el test de interés público y facilita usar los fondos de garantía de depósitos.

2.4. Garantía de depósitos (SEGD, 2015)

Origen: la Comisión propuso el SEGD (EDIS) en noviembre de 2015, tras el Informe de los Cinco Presidentes. Está bloqueado: Francia, Italia y España defienden el *risk sharing*, y Alemania y los Países Bajos, el *risk reduction*, con convergencia previa en préstamos dudosos y exposición soberana de los bancos.

Definición: el **SEGD** sería un marco centralizado de garantía con un fondo común financiado por el sector, que complementaría y acabaría sustituyendo a los nacionales.

Objetivo: que la confianza en un depósito no dependa del país de la entidad y evitar retiradas masivas en los países con dificultades fiscales.

Situación: solo se ha armonizado el marco con la DGSD (2014): 100.000 euros por depositante y entidad, reembolso en siete días laborables y fondos nacionales con un objetivo del 0,8 % de los depósitos cubiertos. Sin fondo único, la protección depende del fondo nacional y, tras él, de la capacidad fiscal del Estado.

Conclusiones: la falta del tercer pilar es la principal laguna de la Unión Bancaria, porque el círculo vicioso no se rompe del todo. Una crisis bancaria grave en un país con finanzas frágiles podría agotar el fondo nacional y forzar un rescate público. La CMDI avanza por una vía más pragmática mientras el SEGD sigue bloqueado. En noviembre de 2026, la Comisión anunció la retirada de la propuesta de 2015, que sustituirá por las propuestas sobre competitividad bancaria previstas para 2027.

Balance: la Unión Bancaria ha centralizado la supervisión de las significativas y la resolución, con financiación del sector, y el sector es más sólido, con el capital duplicado desde 2008. Sigue incompleta, sin SEGD, sin respaldo del MEDE ratificado y sin liquidez en resolución, por la división entre *risk sharing* y *risk reduction*. El mercado sigue fragmentado por el *ring-fencing*, y la integración favorece entidades *too big to fail* y más concentración.

3. De la UMC a la Unión de Ahorros e Inversiones

El segundo proyecto, la Unión de los Mercados de Capitales, avanzó con planes de acción hasta refundirse en la Unión de Ahorros e Inversiones.

3.1. Unión de los Mercados de Capitales

Definición: lanzada por la Comisión Juncker en 2015, la **UMC** es el conjunto de iniciativas para integrar los mercados de capitales nacionales en un mercado único. Se ocupa de la financiación no bancaria y abarca a los Veintisiete, no solo a la zona del euro.

Objetivo: más profundidad y liquidez sin merma de la estabilidad, con cuatro fines: diversificar la financiación de las empresas, sobre todo pymes; fomentar la inversión minorista a largo plazo; integrar los mercados, eliminando barreras concursales, fiscales y supervisoras, y, desde 2020, financiar las transiciones verde y digital.

Justificación: la fragmentación de los mercados por países y la dependencia de la banca. En torno al 70 % de la financiación empresarial de la UE es bancaria, frente a cerca del 30 % en Estados Unidos, así que la contracción del crédito dejó sin financiación a empresas sin alternativas.

Base jurídica: la libre circulación de capitales (art. 63 TFUE) y el art. 114 TFUE, sin reglamento fundacional único.

Diseño: avanza por acumulación, sobre una base normativa común, MiFID II/MiFIR, el Reglamento de folletos y la titulización simple, transparente y normalizada (STS). Pero la **supervisión sigue siendo nacional**, asimetría decisiva respecto a la Unión Bancaria, con la ESMA limitada a coordinar, salvo en su acotada supervisión directa.

Evolución: el plan de acción de 2015, con 33 acciones, como la titulización STS o el capital riesgo EuVECA, revisado en 2017; el de 2020, con 16 medidas para la recuperación y el ahorro a largo plazo, y en paralelo las finanzas digitales, con MiCA y DORA.

Conclusiones: dotó a la UE de un marco homologable, pionero en criptoactivos y resiliencia digital. Pero no hubo integración efectiva. La capitalización bursátil sobre el PIB siguió muy por debajo de la de Estados Unidos y la brecha se amplió. Los **informes Letta y Draghi** (2024) lo atribuyeron a la fragmentación supervisora y fiscal y a la falta de demanda minorista. En suma, la UMC careció del pilar supervisor que sí tuvo la Unión Bancaria.

3.2. Unión de Ahorros e Inversiones (2025)

Definición: con el diagnóstico de Letta y Draghi, la Comisión adoptó en marzo de 2025 la estrategia de la **Unión de Ahorros e Inversiones** (UAI), que refunde la UMC y la profundización de la Unión Bancaria para 2025-2029, con una revisión intermedia prevista para 2027.

Objetivo: el acento pasa de los *mercados* al *ahorro*. La UMC era una política de oferta de financiación, y la UAI parte del ahorrador. La Comisión cifra en unos **10 billones de euros** el ahorro de los hogares en depósitos poco remunerados. La UAI es, además, una política de competitividad, para financiar las transiciones verde, digital y de defensa.

Base jurídica: la misma que la de la UMC, así que avanza expediente por expediente, salvo la fiscalidad, que exige unanimidad.

Diseño: cuatro ejes.

1. *Ciudadanos*: cuentas europeas de ahorro e inversión, educación financiera y pensiones de capitalización.
2. *Empresas*: relanzar la titulización, simplificar la cotización (*Listing Act*, 2024), revisar EuVECA e impulsar los ELTIF.
3. *Integración de mercados*: derecho concursal, retención fiscal en origen (Directiva FASTER), cintas consolidadas e interoperabilidad de las infraestructuras.
4. *Supervisión*: el eje que marca la diferencia, porque aborda por primera vez la asimetría de la UMC.

Evolución: la propuesta de revisión de la titulización (junio de 2025) simplifica las obligaciones y recalibra los requerimientos prudenciales, con una nueva categoría de posiciones "resilientes". El Consejo fijó su posición en diciembre de 2025, el Parlamento en mayo de 2026, y ambos alcanzaron un acuerdo provisional el 21 de octubre de 2026. El paquete de diciembre de 2025 propone que la **ESMA supervise directamente** las infraestructuras de mercado significativas, como cámaras de contrapartida central, depositarios centrales y plataformas transfronterizas, y a todos los proveedores de criptoactivos, y crea un operador de mercado paneuropeo con licencia única. El paquete sería el salto que el MUS supuso para la banca.

Conclusiones: el diagnóstico se ha corregido, al poner la supervisión centralizada en el núcleo, con un respaldo político del que careció la UMC. Pero la fiscalidad del ahorro y el derecho concursal siguen siendo nacionales, la centralización afronta las resistencias que tuvo el MUS sin una emergencia que la empuje, y relanzar la titulización tensiona movilizar el ahorro y proteger al inversor, porque el papel de la titulización en la crisis *subprime* aconseja prudencia.

3.3. Integración y compartición de riesgos

Idea: con un presupuesto común pequeño, la unión monetaria depende del **aseguramiento privado**. Quien posee activos extranjeros tiene una renta menos ligada a la producción nacional.

Descomposición (Asdrubali et al., 1996): el producto de cada región i se descompone en cocientes, uno por canal, hasta el consumo C_i, y, si se regresan sobre $\Delta \ln \mathrm{PIB}_i$ la variación logarítmica de cada cociente y la del consumo, los coeficientes suman uno:

$$\mathrm{PIB}_i = \frac{\mathrm{PIB}_i}{\mathrm{RN}_i} \cdot \frac{\mathrm{RN}_i}{\mathrm{RD}_i} \cdot \frac{\mathrm{RD}_i}{C_i} \cdot C_i$$

$$\beta_K + \beta_F + \beta_C + \beta_U = 1$$

Como la renta RN_i incluye las rentas netas de activos del resto de la unión y la renta disponible RD_i descuenta impuestos y transferencias comunes, β_K, β_F y β_C miden qué parte del *shock* absorben el capital, la vía fiscal y el crédito, y β_U, la parte no absorbida.

Razonamiento: el capital asegura *ex ante*, porque quien posee acciones extranjeras cobra rentas ligadas a la producción ajena. El crédito, en cambio, solo suaviza *ex post*, ante *shocks* transitorios y mientras los acreedores sigan prestando. Por eso es procíclico, y en la crisis de deuda se retiró cuando más falta hacía.

Evidencia: en Estados Unidos (1963-1990), los mercados de capitales absorben el 39 % de los *shocks*, el crédito el 23 % y el presupuesto federal el 13 %. En la zona del euro (1997-2022), a dos años, se absorbe cerca del 40 %, unos 30 puntos por el crédito, unos 10 por el capital y casi nada por vía fiscal, y en la crisis financiera global el capital no repartió nada a los países en tensión. El BCE mide además la integración con indicadores de precios y de cantidades y con el **sesgo doméstico**. Según su informe de mayo de 2026, ambos indicadores han subido desde finales de 2022 hasta superar su media histórica, gracias a la deuda y al interbancario, mientras la integración en renta variable retrocede.

Conclusiones: el éxito de la UMC se mide por el peso del canal de capital, no por el número de normas, y la integración que más avanza, la de deuda, es la que reparte peor el riesgo. La descomposición es, eso sí, contable y dice cuánto absorbe cada canal, pero no por qué, y sus estimaciones dependen del periodo muestral y del horizonte de medida.