

Álvaro Anchuelo Crego*

CÓMO COMPLETAR LA UNIÓN MONETARIA EUROPEA

La zona del euro ha de consolidarse. La Unión Bancaria permanece incompleta: falta un Fondo de Garantía de Depósitos común; el Fondo de Resolución Único necesita el respaldo fiscal del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) y los bancos acumulan excesiva deuda pública doméstica. Es preciso completar también la Unión de los Mercados de Capitales. En el ámbito de la unión presupuestaria, las carencias son aún mayores para que la política fiscal desempeñe su papel de estabilización: coordinar las políticas nacionales, aumentar el margen de actuación en los países con mayores problemas y desarrollar una política fiscal común. En este artículo se analizan las más recientes propuestas de la Comisión Europea a la luz de las aportaciones de la literatura académica.

Palabras clave: euro, eurobonos, unión presupuestaria, Unión Bancaria europea.

Clasificación JEL: E52, E58, E62, H6.

1. Introducción

El euro es hoy la moneda común de 340.000.000 de personas en 19 países distintos. Esto convierte a la Unión Económica y Monetaria europea (UEM) en uno de los mejores ejemplos de integración económica internacional, tanto por tamaño como por profundidad. Sin embargo, la Gran Recesión ha puesto de manifiesto las graves deficiencias que lastraban la arquitectura de la UEM. En medio de la crisis, ésta ha sido reformada (un tanto improvisadamente) para evitar *in extremis* los escenarios más catastróficos. No obstante, el diseño global permanece incompleto.

El 1 de marzo de 2017, la Comisión Europea presentó el *Libro Blanco sobre el futuro de Europa*, que pretende ser el punto de partida de un amplio debate sobre el porvenir de la Unión Europea de 27 miembros (tras la salida de (Reino Unido)). Los Estados miembros reafirmaron su compromiso de completar la UEM con la firma, el 25 de marzo de 2017, de la Declaración de Roma. Con el fin de concretar los debates, la Comisión Europea ha ido elaborando una serie de documentos sectoriales de reflexión. El tercero de ellos, publicado el 31 de mayo de 2017, está dedicado a las formas de profundizar y completar la Unión Económica y Monetaria hasta el año 2025, basándose en el previo *Informe de los cinco presidentes*.

Este artículo estudia las recientes propuestas de la Comisión a la luz de la literatura académica sobre las tareas pendientes para completar la UEM. Para ello, el apartado 2 se centra en los pasos necesarios para

* Catedrático de Economía Aplicada, Universidad Rey Juan Carlos.

culminar la unión financiera; en el apartado 3 se agrupan las cuestiones relacionadas con la profundización de la unión económica y presupuestaria. En ambos apartados se plantea un mismo esquema: se señalan los problemas que la crisis ha puesto de manifiesto, se resumen las medidas parciales ya adoptadas para contenerlos, se revisan las carencias que subsisten y las posibles soluciones que propone la literatura académica, finalizando con el análisis de las recientes propuestas de la Comisión.

2. Hacia una auténtica unión financiera

Lecciones de la crisis

La grave crisis económica iniciada en Estados Unidos en el verano de 2007 y pronto extendida a Europa, puso de manifiesto graves deficiencias en el sistema bancario de la eurozona. Los bancos habían participado con entusiasmo en las diversas burbujas inmobiliarias, ayudados por fallos tanto en la regulación como en la supervisión nacional. La crisis inmobiliaria arrastró, en consecuencia, a numerosas entidades financieras, provocando problemas de liquidez y solvencia. La excesiva dependencia de las economías europeas de los bancos como fuente de financiación agravaron las dificultades, transmitiéndolas a la economía real.

A su vez, la crisis bancaria repercutió sobre las finanzas públicas, habida cuenta de los posibles costes de unos rescates públicos que pondrían en duda la sostenibilidad de la deuda. En consecuencia, diversos Estados miembros vieron cómo les resultaba cada vez más difícil financiarse (sufriendo aumentos de la prima de riesgo e incluso cierres de los mercados). Por otro lado, estas dudas sobre la deuda pública empeoraban aún más la situación de los bancos, que mantenían importantes cantidades de ella en sus balances.

Medidas adoptadas

Han sido muchas las lecciones que la zona del euro ha aprendido como consecuencia de la crisis descrita.

Las medidas adoptadas para evitar una repetición futura de estos problemas habrían sido impensables hace unos años.

El Banco Central Europeo ha desempeñado un papel protagonista para mitigar los efectos de la crisis. Ha extendido extraordinariamente la provisión de liquidez bancaria, ampliando los activos que acepta como colateral y proporcionando cantidades ilimitadas. Ha ampliado asimismo los plazos, gracias a la puesta en marcha (a finales de 2011) del programa LTRO, que permite una provisión ilimitada a plazos excepcionalmente largos de tres años. A mediados de 2014 le sucedió el programa TLTRO, que intentaba asegurar que el crédito concedido por los bancos gracias a la liquidez lograda se dirigiese hacia el sector privado no financiero, excluyendo la vivienda.

Respecto a la crisis de deuda soberana, los países de la zona del euro se encontraban en una situación históricamente excepcional. Al no disponer de una moneda propia, no tenían un Banco Central que pudiera responder ilimitadamente de la deuda pública en circulación, si fuera necesario. Se veían obligados a funcionar como si hubiesen emitido deuda soberana en una moneda ajena (De Grauwe, 2011). Solo el BCE podía proporcionar ese respaldo de última instancia a las deudas soberanas nacionales, pero el soporte legal era poco claro.

Afortunadamente, el BCE ha logrado establecer mecanismos que cumplen de hecho esa función en la práctica, disipando la desconfianza. El momento decisivo se produjo en el verano de 2012, cuando Draghi afirmó en un famoso discurso que el BCE haría «todo lo que fuese necesario» para resolver ese problema. El establecimiento de las *Outright Monetary Transactions* (OMT) permite al BCE comprar ilimitadamente en los mercados secundarios deuda pública de los países de la eurozona que tengan problemas de liquidez (no de solvencia), soliciten formalmente ayuda y cumplan las condiciones que ésta lleve aparejada. El simple anuncio cambió radicalmente las expectativas, de forma que ni siquiera ha sido necesario utilizar hasta el momento esa facilidad.

A principios de 2015, el BCE amplió sus actuaciones con la puesta en marcha de un potente programa de compra de activos (*Quantitative Easing* o QE) para expandir su balance, siguiendo la línea previamente marcada por la Reserva Federal norteamericana. El programa de QE, con el pretexto de devolver la inflación hacia valores del 2 por 100, según el mandato del BCE, busca simultáneamente impulsar la reactivación económica, en la medida en la que esto resulta posible en solitario para la política monetaria. En cualquier caso, las políticas del BCE han permitido reducir a mínimos las diferencias en las primas de riesgo de la deuda pública entre los países.

Otro importante avance en el proceso de integración financiera ha sido la creación de la Unión Bancaria europea. La regulación única establece unas reglas del juego armonizadas para todas las entidades financieras de la UE, de forma que compitan en igualdad de condiciones y sean más resistentes a las crisis de solvencia. Para ello, se establecen normas cautelares con unos mayores requisitos mínimos armonizados de capital, ponderados en función del riesgo de los activos.

El Mecanismo Único de Supervisión (MUS) se encarga de velar por la seguridad y solidez del sistema bancario de los países de la zona del euro. Lo lidera el Banco Central Europeo, con ayuda de los Bancos Centrales nacionales. El BCE supervisa directamente a unos 130 bancos, los mayores de la zona euro (en concreto, aquellos con un volumen de activos superior a los 30.000 millones, que controlan el 85 por 100 de los activos totales del sistema bancario). El resto de pequeñas entidades sigue bajo la supervisión de las autoridades nacionales.

El Mecanismo Único de Resolución (MUR) está encargado de reestructurar o liquidar de forma ordenada aquellos bancos en grave riesgo de quiebra. La puesta en común de esta tarea pretende romper el vínculo entre deuda pública y riesgo bancario. Se busca limitar el impacto de las quiebras bancarias sobre los contribuyentes: mediante el procedimiento de *bail in*, los accionistas, acreedores y depositantes no cubiertos (con

depósitos en exceso de 100.000 euros) asumirán pérdidas. El Fondo Único de Resolución (FUR) se dotará con aportaciones de los bancos durante ocho años, hasta alcanzar los 55.000 millones de euros.

El Fondo de Garantía de Depósitos (FGD) se ha diseñado como una red de fondos nacionales, aunque con un funcionamiento homogéneo: cada uno de ellos garantiza los depósitos hasta 100.000 euros. Cada fondo nacional se nutrirá de las aportaciones de los bancos del país, en función de su perfil de riesgo, hasta tener unos recursos equivalentes al 0,8 por 100 de los depósitos en un plazo de diez años.

Los avances en el proceso de integración europea que supone todo lo anterior son muy considerables y sus efectos se han hecho notar. En la actualidad, los riesgos en el sector financiero han disminuido notablemente. Los grandes bancos de la UE han aumentado sus reservas de liquidez y disponen por término medio de una ratio de capital básico del 13,2 por 100, frente al 8,9 por 100 de 2010 (Comisión Europea, 2017). Sin embargo, subsisten carencias que deben subsanarse en el futuro. La Unión Bancaria permanece incompleta.

Problemas que subsisten y posibles soluciones

La carencia más grave es la falta de un Fondo de garantía de depósitos común. Es cierto que las razones que avalan la centralización de este tipo de fondos son menores que para el caso de los Fondos de Resolución (Gros, 2015). Los primeros solo entran en acción en situaciones más extremas, cuando el banco quiebra y las pérdidas son tan grandes que ni siquiera los depositantes pueden recuperar su dinero. Por otro lado, mientras que en el caso de un banco que opera en varios países la resolución será necesaria para todo el grupo, un Fondo de Garantía nacional tendrá que ocuparse únicamente de los depositantes nacionales (si el grupo bancario está organizado en distintas sociedades).

No obstante, cuando los problemas no se ciñan a un solo banco, sino que afecten simultáneamente

a varias entidades del mismo país, el Fondo de Garantía nacional será insuficiente. De ahí la necesidad del respaldo de un fondo común. En realidad, los fondos ya existentes no suelen tener un gran tamaño: la suma de todos ellos en la zona del euro está en el entorno de los 80.000 millones de euros. Por eso, si una crisis bancaria afecta simultáneamente a varios países de la zona del euro, ni siquiera un fondo de garantía común bastará, lo que hace necesario algún tipo de respaldo fiscal último. El principal candidato para proporcionarlo en el futuro sería el MEDE.

Las propuestas de los expertos van en la línea de un sistema de reaseguro (Gros, 2013). Los fondos de garantía nacionales se encargarían de hacer frente en solitario a los fallos de bancos individuales. El fondo común entraría en acción solo en el caso de problemas nacionales graves, que afecten a varios bancos y superen las posibilidades del fondo nacional. El fondo común se articularía como un segundo tramo de los fondos nacionales y los recursos se dotarían en último término mediante aportaciones de las entidades financieras. Ante escenarios de crisis general bancaria en la zona del euro, sería preciso reformar las normas del MEDE para permitirle actuar en ese tipo de situaciones.

La falta de un Fondo de Garantía de Depósitos común es el principal defecto de diseño de la Unión Bancaria europea, pero no el único. Los analistas señalan también problemas en el Fondo de Resolución Único (Beck, 2016). Éste, aunque común, no tiene un tamaño suficiente para las tareas que tiene encomendadas. Si no es posible aumentarlo, al menos necesitaría tener un respaldo fiscal que lo suple. De nuevo el MEDE parece el candidato idóneo. Idealmente, éste a su vez debería contar con el respaldo del BCE. Además, el mecanismo de toma de decisiones para el uso del Fondo de Resolución es excesivamente lento y complejo. Por último, no está todavía claro (tras lo sucedido en Italia) cómo va a ser posible aplicar el mecanismo de *bail in* en la práctica, por las resistencias sociales que puede provocar.

Un tercer problema tiene que ver con que los bancos de la zona del euro todavía acumulan en sus

balances grandes cantidades de bonos de deuda pública de su país de origen. En algunos países, esta cifra equivale a más del 200 por 100 de la capitalización total bancaria. Esto hace que el potencial «círculo vicioso» entre los bancos y la deuda soberana de sus países siga existiendo. El problema no es tanto el volumen de deuda pública en los balances como su escasa diversificación. Alzas de la prima de riesgo nacional que provoquen fuertes caídas del precio de los bonos, o problemas de solvencia soberana, desencadenarían una nueva crisis bancaria pues, aunque a los bancos no se les exija valorar la deuda pública a precios de mercado, los mercados juzgan la situación real de las entidades, más allá de su balance oficial.

Las soluciones técnicas a este problema no son complejas, pero están plagadas de dificultades políticas, ya que implican poner en duda oficialmente la ausencia de riesgo en los títulos públicos y dificultar la financiación de las Administraciones Públicas. Los bancos, por su parte, se verían asimismo afectados, pues los intereses que cobran gracias a esos títulos domésticos de deuda pública constituyen una parte apreciable de sus ingresos.

Una primera opción (Gros, 2015; Beck, 2016) consistiría en limitar el porcentaje máximo de exposición de las entidades bancarias a un único deudor soberano, en línea con la regulación general que se aplica a otros activos.

La segunda posibilidad, aún más polémica y potencialmente desestabilizadora, consistiría en una modificación del tratamiento regulatorio privilegiado de que goza la deuda pública en lo que se refiere a las exigencias de capital, al considerarse un activo sin ningún riesgo. En esto, la legislación bancaria de la UE no se diferencia de la de otras economías avanzadas, de modo que sería deseable abordar los cambios a nivel mundial, para no perjudicar la capacidad competitiva del sector financiero europeo.

Una tercera propuesta se basa en la titulización de la deuda soberana creando, a partir de los diversos tipos de deuda nacional actuales, nuevos títulos

respaldados por una cesta de ellos (Beck *et al.*, 2011). Estos títulos respaldados por bonos soberanos facilitarían una mayor diversificación en los balances bancarios, sin necesidad de mutualizar la deuda de los Estados miembros.

En las versiones más sofisticadas de esta propuesta (Brunnermeier *et al.*, 2011 y 2016) el proceso de titulización se aprovecha para crear un activo más seguro, dividiendo los nuevos títulos en un tramo *senior* (el «activo seguro») y uno *junior* (subordinado, que sufra las primeras pérdidas en caso de impago). Tales activos seguros justificarían mejor un consumo de capital nulo, dado su menor riesgo.

El tercer enfoque tampoco está exento de inconvenientes: la titulización es costosa, sería difícil diseñar carteras homogéneas dadas las diferentes características de las deudas nacionales (por ejemplo, en plazos de amortización), la calificación dependería en último término de las agencias de *rating* (dándoles aún más poder) y el riesgo podría permanecer en los balances bancarios si el tramo *junior* se queda en ellos (como sucedió con las titulizaciones hipotecarias antes de la crisis).

El tema del riesgo bancario provocado por la tenencia de excesivas cantidades de deuda pública doméstica, está relacionado con los problemas potenciales de sostenibilidad de dicha deuda y, por tanto, con asuntos ligados a la política fiscal (que se discutirán en el apartado siguiente).

Más allá de completar la unión bancaria europea, otra tarea pendiente para culminar una auténtica unión financiera es realizar la unión de los mercados de capitales. Esto permitirá acceder a las empresas europeas a otras fuentes de financiación, reduciendo su actual dependencia de la financiación bancaria. Será, asimismo, una forma de compartir y diversificar riesgos entre países (y absorber pérdidas en caso de crisis financiera) a través del sector privado. El buen funcionamiento de la unión de los mercados de capitales puede requerir unos códigos legales más homogéneos entre los países participantes, por ejemplo en lo referente a las leyes de insolvencia.

Una vez completada la unión financiera, cabe esperar que favorezca el surgimiento de unas entidades financieras verdaderamente europeas, contrarrestado el proceso de repliegue nacional que la Gran Recesión ha provocado en el sistema bancario (Carbó, 2017).

Las propuestas de la Comisión Europea

Las propuestas recientemente realizadas por la Comisión Europea en su *Documento de reflexión sobre la profundización de la Unión Económica y Monetaria*, son bastante completas en lo que se refiere a la Unión Financiera. La Comisión intenta encontrar una difícil vía de compromiso entre las posturas lideradas por Alemania (reducir los riesgos, evitar el riesgo moral, aplicar la disciplina de los mercados...) y las defendidas por los países del Sur (mutualizar riesgos, mayor solidaridad...) haciendo propuestas en ambas direcciones a diferentes plazos. Para la Comisión «la responsabilidad y la solidaridad, la reducción y el reparto del riesgo van de la mano».

La Comisión propone acordar lo antes posible (preferiblemente antes de 2019) un Sistema Europeo de Garantía de Depósitos, que pueda estar totalmente operativo a más tardar en 2025. Sin embargo, aunque defiende el principio del Fondo de Garantía común, no entra en detalles sobre su diseño, normas de funcionamiento o cuantía.

Con los mismos plazos, se propone crear un mecanismo común de apoyo presupuestario para el Fondo Único de Resolución. Este mecanismo debería diseñarse respetando determinadas características: tener un tamaño suficiente para cumplir su función, que sea posible activarlo de forma rápida cuando se requiera su uso y la neutralidad presupuestaria (de forma que el sector bancario reintegre los posibles desembolsos).

Desde el punto de vista de la Comisión, la opción más eficaz consistiría en una línea de crédito abierta por el Mecanismo Europeo de Estabilidad a favor del Fondo Único de Resolución. Se aprovecharían así la

capacidad de préstamo, la experiencia en operaciones de mercado y la solvencia del MEDE. Los procedimientos de toma de decisiones del MEDE deberán ser flexibilizados, si se quiere que el mecanismo común de protección presupuestaria pueda activarse oportunamente.

Junto a estos pasos en la dirección de compartir riesgos, imprecisos en los detalles pero importantes por los principios que establecen, deberían producirse avances en la reducción del riesgo.

En este sentido, el ejecutivo comunitario enfatiza la necesidad de reducir los préstamos privados dudosos que aún lastran los balances bancarios, un aspecto menos tratado en la literatura académica. Para lograrlo, propone diseñar una estrategia europea, que debería incluir reformas de los marcos jurídicos nacionales en materia de insolvencia, reestructuración y segunda oportunidad, así como las medidas necesarias para promover el desarrollo de un mercado secundario de préstamos dudosos.

Respecto a una mayor diversificación de los balances bancarios que ayude a reducir la excesiva concentración en deuda pública doméstica, la Comisión se inclina a corto plazo por la solución políticamente más sencilla: el desarrollo de títulos respaldados por bonos soberanos, productos financieros titulizados que no necesitan mutualizar la deuda entre los Estados miembros.

Un posible cambio en el tratamiento reglamentario regulatorio de la deuda soberana, que termine con el principio general de ausencia de riesgo, podría provocar turbulencias financieras y dificultar la financiación de los déficit públicos, por lo que la Comisión solo se lo plantea cuando la Unión Bancaria esté más consolidada y mediante acuerdos internacionales que no vinculen únicamente a los bancos europeos.

Por último, el ejecutivo comunitario invita a acelerar al máximo la Unión de los Mercados de Capitales, como complemento de la Unión Bancaria para lograr una unión financiera, ya que ayudaría a lograr unas fuentes de financiación más diversificadas e

innovadoras para los hogares y las empresas (por ejemplo, a través de un mayor acceso al capital riesgo) y aumentaría el reparto del riesgo a través del sector privado.

3. Hacia una unión económica y presupuestaria

Lecciones de la crisis

La Gran Recesión también ha puesto de relieve problemas relacionados con la política presupuestaria (tanto de Estados miembros individuales como en el conjunto de la zona del euro). Diversos países se vieron forzados a tomar decisiones para rescatar a los bancos con dinero público, dado el carácter sistémico de la crisis bancaria y sus posibles repercusiones sobre el conjunto de la economía. El coste presupuestario (real o esperado) de tales rescates provocó fuertes aumentos de la prima de riesgo e incluso el cierre de los mercados a las emisiones de deuda soberana de los países más afectados. Lo anterior se sumó a los menores ingresos públicos y mayores gastos provocados por la recesión, de forma que los déficit públicos se dispararon y los niveles de deuda pública aumentaron considerablemente (pasando en el conjunto de la zona del euro de menos del 70 por 100 del PIB antes de la crisis al 89,5 por 100 a finales del primer trimestre de 2017).

La necesidad de reducir los déficit, para contener el aumento de la deuda pública y para cumplir las normas del Pacto de Estabilidad, obligaron a varios países a aplicar políticas fiscales procíclicas en mitad de la crisis, agravándola y dando lugar a una recaída en la recesión durante los años 2011-2013. No solo las políticas discrecionales se vieron limitadas, sino incluso la posibilidad de los sistemas de protección social de desempeñar su papel de «estabilizadores automáticos» para amortiguar las perturbaciones. En los peores momentos, la supervivencia del euro se llegó a poner en duda, resultando erosionada la popularidad del proyecto europeo.

El tono procíclico de la política fiscal ha caracterizado a la zona del euro en su conjunto, dejando así a la política monetaria toda la tarea de combatir la desaceleración, algo que puede superar sus fuerzas. Por otro lado, los altos niveles de deuda pública actuales, consecuencia y no causa de la crisis (Baldwin *et al.*, 2015), reducen la capacidad de tomar medidas expansivas de política fiscal en el caso de una nueva crisis.

Medidas adoptadas

Como consecuencia de las experiencias vividas durante la crisis, se han realizado numerosas reformas que fijan nuevas normas para las políticas presupuestarias y económicas, intentando mejorar la coordinación entre países. Las normas iniciales, recogidas en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, se han complementado por medio de nuevas disposiciones.

El «paquete de seis medidas» (*Six Pack*, 2011) amplía la vigilancia para prevenir la aparición de desequilibrios macroeconómicos, no limitándose ya a los presupuestarios e incorporando los desequilibrios del sector privado (mediante el «procedimiento de desequilibrios macroeconómicos»). El Semestre Europeo es un ciclo anual de toma de decisiones, que mejora la supervisión de las políticas fiscales nacionales por la Comisión Europea antes de aprobarse los presupuestos en los parlamentos nacionales, reforzando así los aspectos preventivos del Pacto; permite asimismo realizar recomendaciones de política económica más generales, que alineen las prioridades nacionales con las de la Unión. Además, se intenta dotar de mayor credibilidad al procedimiento sancionador, convirtiendo las multas en casi automáticas al invertir la mayoría reforzada (ahora necesaria no para que se sancione, sino para impedir las sanciones).

El «paquete de dos medidas» (*Two Pack*, 2013) permite supervisar más a fondo y formular recomendaciones más estrictas a los Estados miembros inmersos en procedimientos de déficit excesivo o que hayan tenido que recibir ayuda al ser rescatados.

Por último, el «pacto presupuestario» (*Fiscal Compact*, 2013), basado en un tratado intergubernamental, obliga a incorporar los objetivos de estabilidad presupuestaria (formulados en términos del déficit estructural) al derecho nacional de los Estados, mediante disposiciones que tengan fuerza vinculante y sean de carácter permanente, preferentemente de rango constitucional. Todo ello ha contribuido a una supervisión más detallada de los presupuestos nacionales y a prestar más atención a los niveles de deuda pública.

La otra gran novedad en el ámbito de la política fiscal ha sido la creación del Mecanismo Europeo de Estabilidad. Se trata de un fondo de rescate destinado a prestar apoyo financiero a los países con problemas de sostenibilidad de la deuda pública que tengan dificultades para captar fondos en los mercados financieros. Tiene carácter permanente, sustituyendo a otros esquemas temporales previos. Facilitará, en caso necesario, asistencia financiera en forma de préstamos a los Estados miembros de la zona del euro que la soliciten, sujeta a una estricta condicionalidad.

La capacidad de préstamo del MEDE es de 500.000 millones de euros. De ellos, solo 80.000 millones serán capital desembolsado, aportaciones directas de los Estados miembros. El resto será exigible en caso de necesidad y se podrá captar mediante la emisión de bonos de deuda emitidos por el propio MEDE con la garantía del conjunto de Estados. El Consejo de Gobernadores, que toma las decisiones, está formado por los ministros de Economía y Finanzas de los países de la zona del euro. Las decisiones se adoptan por unanimidad (o, en caso de urgencia, por una mayoría cualificada del 85 por 100). En algunos países, la decisión deberá ser aprobada previamente en los parlamentos nacionales. Los votos de cada país reflejan el capital desembolsado, proporcional al tamaño de las economías.

Problemas que subsisten y posibles soluciones

No obstante, el Pacto de Estabilidad (reformado y ampliado bajo el liderazgo alemán) sigue manteniendo

defectos importantes. Un grave error de diseño es su dependencia de las multas como elemento de disciplina. Resulta intrínsecamente contradictorio multar a un país cuyas finanzas públicas están en apuros y deben mejorarse. Por eso, las amenazas nunca llegan a concretarse y la credibilidad se resiente. Un sistema de incentivos positivos, premiando el cumplimiento (por ejemplo, permitiendo el acceso a mayores recursos del presupuesto común de la Unión, como los fondos estructurales) en vez de castigando el incumplimiento, tendría más lógica. Los castigos, de existir, no tienen porqué ser multas, podrían tener un carácter no económico (por ejemplo, reduciendo temporalmente el poder de voto del país incumplidor). La suma de normas ha convertido al sistema en demasiado complejo, necesita ser simplificado.

Aunque lo más preocupante del Pacto de Estabilidad es lo que deja sin abordar, los aspectos fundamentales para los que no está pensado y ni siquiera se plantea. El Pacto solo busca la disciplina fiscal, la limitación del déficit, evitar que los países abusen de la unión monetaria. Tiene un carácter fundamentalmente preventivo. No basta como mecanismo de coordinación de las políticas fiscales nacionales, ni permite desarrollar una política fiscal común. En el ámbito de la unión presupuestaria (a diferencia de la unión bancaria) es mucho más lo que falta por completar que lo construido.

En cuanto al MEDE, aunque constituya un gran avance en el proceso de integración, sufre importantes limitaciones. Únicamente está diseñado para rescatar a los países en casos extremos de insolvencia de la deuda pública. Complementa así al BCE, cuyo programa de OMT está pensado para resolver problemas de liquidez (aunque unos y otros no sean fáciles de distinguir en la práctica). Intervendrá, por tanto, solo en situaciones límite, para evitar el colapso cuando se está cerca de él. Las estrictas condiciones que la ayuda llevará aparejadas probablemente vayan en la línea de recortar el gasto público y lograr superávits primarios, no en la de reactivar la economía expandiendo la política fiscal. Además, la rigidez en el proceso

de toma de decisiones no facilitará los acuerdos, ni las actuaciones rápidas. Incluso su tamaño, a primera vista tan impresionante, puede resultar insuficiente, pues en términos relativos equivale a menos del 5 por 100 del PIB de la zona del euro.

En el diseño inicial de las políticas económicas en la eurozona, las políticas fiscales nacionales tenían asignada la tarea de hacer frente (actuando sobre la demanda agregada nacional) a las perturbaciones asimétricas, es decir, a los problemas recesivos o inflacionarios que afectasen solamente a algunos de los países de la UEM, sin llegar a tener un carácter generalizado. La experiencia ha demostrado que las limitaciones impuestas por los mercados pueden imposibilitar este papel, cuando los problemas son de gran envergadura. Esto resulta particularmente grave para países que han renunciado a tener sus propias políticas monetaria y cambiaria. La política monetaria común debe ocuparse de los problemas generales del conjunto de la zona del euro, de las perturbaciones simétricas. De nuevo, la experiencia ha demostrado que el poder de la política monetaria en solitario puede ser insuficiente, necesitándose un *policy mix* más equilibrado para el conjunto de la eurozona, en el que coopere la política fiscal.

El Pacto de Estabilidad no facilita la solución de los problemas anteriores. En consecuencia, el buen funcionamiento de la unión monetaria exige completar una serie de tareas pendientes, que faciliten a la política fiscal desempeñar su papel de estabilización de la demanda agregada.

La tarea más inmediata, en vista de que la política fiscal sigue hoy en manos esencialmente nacionales, consiste en mejorar la coordinación de esas políticas fiscales nacionales, de forma que tengan en cuenta la situación del conjunto de la eurozona. Hasta ahora tal coordinación no ha existido. Alemania, la mayor economía europea, ha dispuesto estos años de un considerable margen de actuación fiscal. Una política fiscal más expansiva habría sido compatible con su situación interna, a la vez que habría ayudado

indirectamente a las economías en peor situación a salir de la crisis. Sin embargo, se ha negado de forma insistente a aplicarla.

El marco del Semestre Europeo resulta el idóneo para que las políticas fiscales nacionales puedan prestar más atención a la situación de la zona del euro en su conjunto (Bofinger, 2016). Las recomendaciones de política económica dirigidas a cada país deberían promover los ajustes simétricos, en los que el esfuerzo sea compartido entre países con déficit y superávit, deudores y acreedores.

Aún así, esta no puede ser la única solución para los problemas de diseño que sufre la política fiscal en la eurozona. Por un lado, resulta difícil que países soberanos prioricen los problemas de otros Estados; por otro, con este enfoque el gasto público no se realizará en los países que más lo necesiten, que solo se beneficiarán de él de forma débil e indirecta.

Por ello, una segunda tarea ha de consistir en lograr que las economías individuales con mayores dificultades económicas y presupuestarias no se vean forzadas a aplicar políticas fiscales procíclicas en medio de las perturbaciones. Aumentar el margen de actuación de la política fiscal en los países que atraviesen mayores problemas ayudará a que su ciudadanía deje de ver a la UE como una parte de los problemas, para pasar a identificarla como fuente de soluciones.

Pese a todas sus limitaciones, el MEDE podría suponer un primer paso de futuros desarrollos. Un próximo paso lógico consistiría en ampliar el uso del MEDE, no limitando su utilización a casos límite: podría conceder préstamos con una condicionalidad más ligera para otros fines, como permitir a países en crisis seguir aplicando una política fiscal anticíclica. En ese fondo flexibilizado, que posibilitaría la intervención temprana (antes de perder el acceso a mercados) convendría mejorar la toma de decisiones, alejándola de la unanimidad hacia mayorías cualificadas no tan estrictas (Pisani-Ferry, 2016). De esta forma, el MEDE evolucionaría hasta convertirse en un fondo monetario europeo, sin necesidad de crear nuevos fondos comunes duplicados.

Otras propuestas, por el contrario, se decantan por lograr objetivos similares mediante la creación de nuevos fondos europeos que se especialicen en salvaguardar partidas de gasto público particularmente sensibles, como la inversión pública o un fondo de reaseguro que ayude a financiar el gasto nacional en desempleo (Italianer *et al.*, 1992; Dullien *et al.*, 2013; Enderlein, 2012; Gros, 2014; Alcidi *et al.*, 2015; Calmfors, 2015; Beblavý *et al.*, 2015).

En efecto, en situaciones de crisis económica, la inversión pública suele ser una de las primeras partidas sacrificadas, lo que amplifica los efectos de la crisis y conlleva consecuencias negativas sobre el crecimiento a largo plazo. Del mismo modo, las prestaciones por desempleo deben desempeñar un papel anticíclico, pero este puede verse dificultado por la falta de recursos o la necesidad de reducir el déficit presupuestario. En el caso de este segundo fondo, previamente a su creación sería deseable una mayor convergencia entre países en las características y políticas relacionadas con el mercado laboral.

Las propuestas anteriores suponen un avance en la dirección de crear una función de estabilización macroeconómica para el conjunto de la zona del euro, pero no bastan para garantizarla, pues se centran únicamente en dar un mayor margen de actuación a las políticas fiscales nacionales de los países con mayores dificultades. Sin embargo, tal política presupuestaria conjunta para la eurozona resulta necesaria, particularmente en aquellas circunstancias en que la política monetaria haya alcanzado sus límites (Bénassy-Quéré, 2015).

Buena parte de las proposiciones para desarrollarla tienen que ver con la emisión común de eurobonos, deuda pública mutualizada de la zona del euro, con una garantía conjunta. A partir de ese rasgo común, proliferan las versiones. Corsetti *et al.* (2015) definen emitir esos bonos de estabilidad para sustituir los niveles de deuda pública nacionales que superen el 60 por 100 del PIB. La deuda común estaría respaldada por ingresos impositivos nacionales futuros y el

señoreaje del BCE. Este enfoque pretende además reducir la deuda pública heredada de la crisis y beneficiaría más a los Gobiernos más endeudados; como serían ellos los que tendrían que respaldar más esa deuda, el *rating* podría verse perjudicado. Ubide (2015) tiene un enfoque parecido al anterior, pero emitiendo una cantidad similar de eurobonos en porcentaje del PIB para todos los países (por ejemplo, del 25 por 100); pone un mayor énfasis en permitir una política de estabilización común que en disminuir la deuda. Delpha y Von Weisacker (2010), más ambiciosos respecto a la cantidad de deuda común a emitir, proponen sustituir con ella hasta el valor de referencia del 60 por 100 del PIB en cada país.

Como puede verse, la emisión de eurobonos (además de facilitar la aplicación de una política fiscal de estabilización común para la zona del euro en su conjunto) permitiría lograr simultáneamente otros objetivos: reducir la deuda pública nacional heredada de la crisis, contribuir a la ruptura del círculo vicioso que liga los problemas de la banca con los de la deuda nacional y desarrollar un activo seguro (que podría tener el respaldo explícito del BCE y ser utilizado en las operaciones de política monetaria). Todo ello por una vía relativamente fácil, en cuanto no implica la necesidad de un presupuesto común de gran tamaño, impuestos comunes, ni partidas de gasto comunes, cosas todas que hoy se consideran políticamente inviables.

Una vez más, el MEDE puede ser el cimiento ya existente sobre el que seguir construyendo estas nuevas estructuras, pues la deuda que emite tiene el respaldo de todos los países que forman parte de él. Incluso puede ser el embrión de un futuro «gobierno económico europeo», que será necesario para dirigir las actividades de estabilización comunes. Sapir y Wolff (2015) consideran que, a imitación del BCE, el órgano de gobierno del MEDE (compuesto por los ministros nacionales de Economía) puede complementarse con un Comité más restringido (que fije la agenda), un presidente (que actúe como ministro europeo), un funcionariado de apoyo (el Tesoro europeo) y un

procedimiento de toma de decisiones por mayoría. Todo ello bajo la supervisión del Parlamento Europeo.

Las propuestas de la Comisión Europea

En este ámbito de la unión económica y presupuestaria son mucho más genéricas y a más largo plazo que las referidas a la unión financiera. Este enfoque, al menos, permite mantener abiertas las opciones al desarrollo futuro de buena parte de las ideas que la literatura académica ha ido perfilando. Hasta 2019, en el corto plazo, la Comisión prioriza la reforma del Semestre Europeo y, tal vez, del actual presupuesto común de la Unión.

El Semestre Europeo podría ser reforzado para prestar más atención a la situación de la zona del euro en su conjunto. Esto no solo se refiere a la coordinación de las políticas fiscales nacionales, sino también a fomentar la aplicación de reformas estructurales. El documento de la Comisión llega a plantear la vinculación entre la puesta en marcha de esas reformas y el uso de fondos de la UE (como los fondos estructurales).

El actual presupuesto común de la Unión tiene un tamaño mínimo (equivalente al 1 por 100 del PIB), lo que le impide desempeñar un papel estabilizador de la demanda agregada. Tampoco está diseñado para ello, pues la mayor parte del gasto (alrededor del 80 por 100) se concentra en las políticas agraria y regional, funcionando con la inercia que implica una elaboración basada en perspectivas financieras para períodos de siete años. Su objetivo consiste en fomentar la convergencia a largo plazo.

La Comisión plantea la posibilidad de incorporar mecanismos de estabilización al presupuesto, por ejemplo, modulando los tipos de cofinanciación con arreglo a las condiciones económicas de los Estados miembros. En cualquier caso, dado el limitado tamaño del presupuesto vigente, los efectos prácticos de esta propuesta serían muy limitados.

A más largo plazo, hasta 2025, la Comisión menciona otras reformas de más calado, pero fundamentalmente

con el propósito de iniciar el debate. Como se ha mencionado, ni se cierran puertas, ni se concreta. Básicamente se enumeran los asuntos pendientes.

En cuanto al desarrollo de un activo europeo seguro, se recuerdan las razones que lo hacen deseable, comparables a las ventajas que logra Estados Unidos gracias a sus bonos del Tesoro. El diseño concreto se deja en el aire: «La Comisión seguirá reflexionando sobre las diferentes opciones, a fin de fomentar un debate sobre el posible diseño de tal activo».

Algo similar sucede con la creación de una función de estabilización macroeconómica para el conjunto de la zona del euro. Podría adoptar diversas formas. Los dos ámbitos principales a explorar serían la protección de la inversión pública durante las recesiones y un régimen europeo de seguro de desempleo en caso de aumento pronunciado de este. Estas nuevas funciones podrían evolucionar a partir de los instrumentos ya existentes, como el MEDE, o diseñarse nuevos instrumentos para estos objetivos concretos. Los mecanismos de financiación tampoco se concretan. Podrían utilizarse fuentes de financiación específicas, como contribuciones nacionales basadas en un porcentaje del PIB o del IVA, o los ingresos procedentes de los impuestos sobre consumos específicos o los impuestos de sociedades. Las propiedades de estabilización macroeconómica dependerían, así mismo, de la capacidad de endeudamiento.

Algunas restricciones importantes, sin embargo, sí que se concretan: la nueva función no debería dar lugar a transferencias permanentes entre países, para minimizar el riesgo moral, y el acceso a ella debería supeditarse al cumplimiento de condiciones.

Al aceptar la limitación de que no haya transferencias permanentes entre países, la Comisión reduce considerablemente las posibilidades de desarrollo futuro de la Unión Presupuestaria. Lo mismo sucede al renunciar a mantener, ni siquiera como ideal último, una unión presupuestaria completa, con un presupuesto federal común de tamaño considerable, que se base en impuestos y partidas de gasto comunes.

Alemania, el principal país que bloquea estos desarrollos más ambiciosos, debería recordar las muchas ventajas que logra gracias a la Unión: la libre circulación de sus competitivos bienes industriales, enormes superávits, un tipo de cambio del euro menos sobrevalorado que el que tendría una moneda nacional alemana y el papel político que le otorga su liderazgo europeo. Pagar por todo ello un precio, en forma de transferencias permanentes, no sería desmesurado.

Referencias bibliográficas

- [1] ALCIDI, C. y THIRION, G. (2015). «Feasibility and Added Value of an European Unemployment Benefit Scheme». *CEPS Interim report*.
- [2] BALDWIN, R. y GIAVAZZI, F. (2015). *The Eurozone Crisis: A Consensus View of the Causes and a Few Possible Solutions*. CEPR Press.
- [3] BEBLAVÝ, M.; MARCONI, G. y MASELLI, I. (2015). «European Unemployment Benefits Scheme: The Rationale and the Challenges Ahead». *CEPS, Special Report*.
- [4] BECK, T.; UHLIG, H. y WAGNER, W. (2011). «Insulating the Financial Sector from the European Debt Crisis: Eurobonds without Public Guarantees», *VoxEU*.
- [5] BECK, T. (2016). «Safeguarding the Euro: Balancing Market Discipline with Certainty», en BALDWIN, R. y GIAVAZZI, F. *How to Fix Europe's Monetary Union*, CEPR Press.
- [6] BÉNASSY-QUÉRÉ, A. (2015). «Maastricht Flaws and Remedies», en BALDWIN, R. y GIAVAZZI, F. (2015). *The Eurozone Crisis: A Consensus View of the Causes and a Few Possible Solutions*, CEPR Press.
- [7] BOFINGER, P. (2016). «The Way Forward: Coping with the Insolvency Risks of Member States and Giving Teeth to the European Semester», en BALDWIN, R. y GIAVAZZI, F. *How to Fix Europe's Monetary Union*, CEPR Press.
- [8] BRUNNERMEIER, M.; GARICANO, L., LANE, P., PAGANO, P., REIS, R., SANTOS, T., THESMAR, D., VAN NIEUWERBURGH, S. y VAYANOS, D. (2011). «ESBies: A Realistic Reform of Europe's Financial Architecture». *VoxEU*.
- [9] BRUNNERMEIER, M., GARICANO, L., LANE, P., PAGANO, P., REIS, R., SANTOS, T., THESMAR, D., VAN NIEUWERBURGH, S. y VAYANOS, D. (2016). «The Sovereign-bank Diabolic Loop and ESBies». *American Economic Review Papers and Proceedings*, vol. 106, nº 5, pp. 508-512.
- [10] CALMFORS, L. (2015). «The Roles of Fiscal Rules, Fiscal Councils and Fiscal Union in EU Integration». *IFN Working Paper 1076*, Research Institute of Industrial Economics.

- [11] CARBÓ, S. (2017). «Estrenando Unión Bancaria: realidades adaptativas». *EuropeG Policy Brief* n° 11.
- [12] COMISIÓN EUROPEA (2017). *Documento de reflexión sobre la profundización de la Unión Económica y Monetaria*, Bruselas.
- [13] CORSETTI, G.; FELD, L.; LANE, P.; REICHLIN, L.; REY, H., VAYANOS, D. y WEDER, B. (2015). «A New Start for the Eurozone: Dealing with Debt». *CEPR, Monitoring the Eurozone*.
- [14] DE GRAUWE, P. (2011). «The Governance of a Fragile Eurozone». *CEPS Working Document* n° 346.
- [15] DELPHA, J. y VON WEISACKER, J. (2010). «The Blue Bond Proposal». *Bruegel Policy Brief 2010/03*.
- [16] DULLIEN, S. y FICHTNER, F. (2013). «A Common Unemployment Insurance System for the Euro Area», *DIW Economic Bulletin*.
- [17] ENDERLEIN, H. Coord. (2012). «Completing the Euro - A Road Map Towards Fiscal Union in Europe». *Report of the Tommaso Padoa-Schioppa Group*.
- [18] GROS, D. (2013). «Principles of a Two-Tier European Deposit (Re-) Insurance System». *CEPS Policy Brief*, n° 287.
- [19] GROS, D. (2014). «A Fiscal Shock Absorber for the Eurozone». *Intereconomics*.
- [20] GROS, D. (2015). «Completing the Banking Union: Deposit Insurance». *CEPS Policy Brief* n° 335.
- [21] ITALIANER, A. y VANHEUKELEN, M. (1992). «Proposals for Community Stabilization Mechanisms», en *The Economics of Community Public Finances, European Economy*.
- [22] PISANI-FERRY, J. (2016). «The Eurozone's Zeno Paradox and How to Solve it», en BALDWIN, R. y GIAVAZZI, F. *How to Fix Europe's Monetary Union*, CEPR Press.
- [23] SAPIR, A. y WOLFF, G. (2015). «Euro Area Governance: What to Reform and how to Do it». *Bruegel Policy Brief*, 2015/01.
- [24] UBIDE, A. (2015). «Stability Bonds for the Euro Area». *Policy Brief 15-19*, Peterson Institute for International Economics.