

Resumen

Los modelos de unión fiscal incorporan equilibrios entre mecanismos de compartición de riesgos y, para que sea políticamente aceptable, también reglas e instituciones orientadas a reducir dichos riesgos. Un exceso de hincapié en la atenuación de riesgos sin suficiente compartición, o viceversa, hace al sistema inestable. El modelo de unión fiscal elegido al lanzar la Unión Económica y Monetaria era coherente con una serie de supuestos sobre la capacidad de las políticas monetarias y del sector financiero para mitigar los *shocks*. Varias de esas premisas resultaron demasiado optimistas, en particular, a raíz de la crisis. Las reformas introducidas en el sistema han avanzado significativamente tanto en la atenuación como en el reparto de riesgos, pero más en la primera. La integración deberá avanzar todavía, en ambas direcciones, pero con mayor peso en la compartición, para conseguir un equilibrio estable. Una combinación de varias propuestas relativas a una mayor capacidad estabilizadora dentro o fuera del presupuesto de la Unión, la emisión conjunta de deuda y mayor coordinación permitirían alcanzar tal equilibrio.

Palabras clave: Unión Europea, unión fiscal, federalismo fiscal, economía política.

Abstract

Fiscal union models strike adequate equilibria between risk sharing and, to make these politically feasible, rules and institutions to mitigate risks to an acceptable level. Too much weight on mitigation without sufficient burden sharing, or vice versa, make the system unstable. The model of fiscal union at the initial stages of the Economic and Monetary Union was consistent with a series of assumptions about the capacity of monetary and fiscal policies and the financial sector to mitigate shocks. Several of those premises proved overoptimistic, particularly with the crisis. Reforms introduced thereafter have made significant progress on both mitigation and risk sharing but especially on the former. Integration will have to go further, again on both directions, but with a higher weight on risk sharing, so as to reach a stable equilibrium. A combination of several existing proposals concerning a stabilizing capacity, within or outside the EU budget, and joint debt issuance, together with stronger coordination, would make such equilibrium feasible.

Key words: European Union, fiscal union, fiscal federalism, political economy.

JEL classification: F55, F59, H12, H61, H77.

ELEMENTOS CLAVE DE LA INTEGRACIÓN FISCAL EN LA ZONA DEL EURO (*)

Antonio DE LECEA FLORES DE LEMUS

Nicholas DRAYSON

Delegación de la Unión Europea en Estados Unidos

I. INTRODUCCIÓN

La idea de una mayor integración fiscal de Europa no es ninguna novedad y puede remontarse a los informes MacDougall y Delors de finales de los setenta y los ochenta (Comisión Europea, 1977, 1989). La integración puede entrañar riesgos de negligencia, de ahí que los marcos institucionales sean cruciales para evitar políticas presupuestarias y estructurales poco oportunas. Sin embargo, en cada fase de la integración europea la balanza se ha inclinado del lado de evitar las políticas negligentes, sin crear mecanismos suficientes para compartir los efectos asociados a los *shocks* exógenos. A los ojos de los gobiernos, los costes políticos a corto plazo que conlleva la creación de esos mecanismos superan con creces los riesgos estimados de no disponer de ellos cuando se produce un *shock*, unos riesgos que se antojan demasiado remotos y pequeños. Ahora bien, la crisis reciente ha puesto de manifiesto que esos riesgos son reales y grandes. Ha quedado patente que las probabilidades de contagio de los *shocks* locales al conjunto de la zona del euro son más elevadas de lo inicialmente estimado. También hemos comprobado que una integración insuficiente entraña costes en sí misma, vinculados a la falta de credibilidad de la cláusula de «no rescate» cuando los mercados estiman

que los amortiguadores de los *shocks* son inadecuados para resistir envites mayores o que los costes inherentes al cumplimiento de las normas acordadas no han sido distribuidos uniformemente.

Las medidas que no incorporan un equilibrio adecuado entre compartición de cargas y atenuación de riesgos no logran infundir estabilidad ya que restan credibilidad. También generan desconfianza entre los participantes. Y esta desconfianza incrementa tanto los costes como los riesgos.

En este artículo se verá que, además de las importantes reformas acordadas tras la crisis, son necesarias medidas adicionales para construir una unión fiscal estable, que refuercen los mecanismos de absorción de *shocks* y de compartición del riesgo soberano, combinando algunas de las opciones ya sugeridas en la literatura. Un acuerdo sobre los elementos esenciales no puede aplazarse hasta la próxima crisis, si bien el desarrollo del proceso podría aún llevar algún tiempo y algunos parámetros pueden definirse o ajustarse más tarde.

En primer lugar se hará una breve presentación de varios conceptos de unión fiscal para demostrar que no existe un modelo definitivo único de unión fiscal y que los modelos existentes han evolucionado, a menudo a través de crisis. En la segunda parte del

artículo se pondrá de relieve por qué se produjo la crisis de la zona del euro, a pesar de las salvaguardias incorporadas a los tratados de la Unión Europea y del marco normativo. En el tercer apartado se mostrará cómo la zona del euro y la Unión Europea en su conjunto se han servido de la crisis para reducir las probabilidades de crisis similares en el futuro. En la sección final del documento presentaremos las opciones planteadas por las instituciones oficiales y académicas que actualmente se encuentran sobre, y alrededor de, la mesa.

En este trabajo se pone de manifiesto que cada fase de integración conlleva un equilibrio entre por una parte, compartición de cargas (o «solidaridad») entre Estados miembros y, por otra, mitigación de riesgos (a la que también se hace referencia a veces con los términos de «responsabilidad», «disciplina», «gobernanza» o «cumplimiento») para hacer frente a los riesgos morales. En este documento hacemos hincapié en que la mitigación es un requisito previo a la compartición de cargas pero que una insuficiente compartición genera riesgos por sí misma —y neutraliza así la mitigación— ya que resta credibilidad al sistema, tanto a ojos de los inversores como de los gobiernos. La literatura aporta opciones para lograr un equilibrio adecuado entre estos dos elementos necesarios. Los aspectos políticos e institucionales más detallados (unión política) solo se abordarán esporádicamente, pues merecen un análisis aparte.

II. LAS UNIONES FISCALES ADOPTAN MUCHAS FORMAS

El concepto de «unión fiscal» se usa con frecuencia en deba-

tes sobre el futuro de la Unión Económica y Monetaria (UEM) de la Unión Europea con diferentes significados. En algunos casos se considera que la unión fiscal de la UE debería evolucionar hacia alguno de los sistemas prevalentes en federaciones bien consolidadas (Estados Unidos, Brasil, Canadá o Alemania), lo que conllevaría no solo normas establecidas de mutuo acuerdo, sino también recursos a disposición de la federación. Ahora bien, estos sistemas difieren mucho unos de otros, y el concepto de unión fiscal es más amplio e incluye otras opciones como por ejemplo un conjunto de reglas y mecanismos fiscales establecido de mutuo acuerdo, sin necesidad de transferencias entre países.

La teoría y la literatura del federalismo fiscal se abstienen de propugnar un único modelo de distribución de funciones entre los distintos estratos de autoridad pública. El principio general establece, no obstante, que de las tres principales funciones de la política fiscal (asignación, redistribución y estabilización), las dos últimas se gestionan más adecuadamente en el estrato superior, es decir, el federal, mientras que la gestión de la asignación de bienes y servicios cuyo consumo está limitado a cada jurisdicción se hace mejor de forma descentralizada (Oates, 1999).

Por consiguiente, las uniones fiscales son organismos en continua evolución cuya forma viene determinada por preferencias culturales y equilibrios políticos. Cada unión fiscal avanza de manera diferente, ya que reacciona dentro de una arquitectura política única en función de un legado cultural en constante cambio (para una descripción de algunos modelos nacionales relevantes véanse Bordo y James, 2010;

Alland et al., 2013). Por ejemplo, el Congreso de Estados Unidos aprobó la Ley para la Protección del Paciente y una Asistencia Sanitaria Asequible en 2010, dotando al gobierno federal de nuevas competencias en materia tributaria, gasto y normativa para garantizar una asistencia sanitaria universal. Y el pleno desarrollo y puesta en marcha de esa Ley están sujetas a trabas políticas y presupuestarias. En cambio, en Canadá, el gobierno federal financia un servicio de asistencia sanitaria universal desde 1998; Suiza también subvenciona dicho servicio desde 1911; y el sistema alemán se remonta a la Ley del Seguro de Salud de 1883 (Carrin-James, 2005). El fuerte arraigo en Estados Unidos de la cultura de la responsabilidad personal (o «empecinado individualismo») y la singularidad de su proceso legislativo ayudan a explicar por qué no ha sido políticamente factible hasta ahora una cobertura sanitaria universal financiada con fondos federales como sucede en otras uniones fiscales, donde la asistencia sanitaria es considerada un derecho fundamental.

Las uniones fiscales evolucionan más rápidamente como consecuencia de las crisis, y generalmente en la dirección de una mayor centralización. Por ejemplo, cuando los gobiernos federales de todo el mundo buscaron respuestas a la Gran Depresión, la autoridad fiscal fue centralizándose cada vez más, y las responsabilidades centrales en materia de tributos y gasto fueron cambiando con frecuencia y gran rapidez. El gobierno canadiense puso en marcha el seguro de desempleo, se hizo con el control del impuesto sobre la renta de las personas físicas y del impuesto de sociedades, y comenzó a transferir recursos fiscales para equiparar rentas y servicios entre pro-

vincias; en Estados Unidos, el gasto federal pasó del 30 al 46 por 100 del gasto público total, y el gobierno federal por primera vez emitió deuda explícitamente como estímulo anticíclico (Bordo, Markiewicz y Jonung, 2011).

Y la manera en que las uniones fiscales responden a las crisis a menudo afecta a su estructura y efectividad durante décadas. Cuando el gobierno federal de Estados Unidos se negó a rescatar a estados insolventes entre 1820 y 1840, los estados despilfarradores fueron obligados a adoptar dolorosas medidas de ajuste. En la actualidad, casi todos los estados de Estados Unidos tienen una norma autoimpuesta de equilibrio presupuestario, sus decisiones tributarias y de gasto siguen siendo relativamente independientes del gobierno central (Henning y Kessler, 2012) y, a pesar de los abultados déficits del gobierno federal, en el ámbito estatal la cultura política de frugalidad fiscal goza de una aceptación generalizada (Bordo, Markiewicz y Jonung, 2011).

III. LA UNIÓN FISCAL DE LA UNIÓN EUROPEA ANTES DE LA CRISIS

Tras intensos debates (por ejemplo, Informe MacDougall de 1977; Informe Delors de 1989) el modelo efectivamente aplicado en la Unión Económica y Monetaria europea es una versión sencilla de unión fiscal. Consiste básicamente en un pequeño presupuesto de la Unión Europea, una cláusula de «no rescate» (Art. 122) y otra norma que excluye la función de prestamista de último recurso (Art. 125), consagradas en el Tratado, y un marco de carácter normativo —el Pacto de Estabilidad y Creci-

miento (PEC)— para coordinar políticas fiscales descentralizadas y evitar déficits excesivos que puedan generar presiones inflacionistas y desestabilizar a la moneda única. Los criterios del Tratado de Maastricht también establecen condiciones de adhesión para asegurar estabilidad y convergencia suficientes para los nuevos miembros de la UEM.

En aras del primer objetivo fiscal —la asignación eficiente de los recursos— el presupuesto de la UE financia proyectos transfronterizos y prevé la prestación de servicios en el conjunto de la Unión Europea. Por ejemplo: 1) la iniciativa de bonos para financiar el Proyecto Europa 2020 tiene como finalidad mejorar el acceso al crédito de las empresas que acometan proyectos de infraestructuras transfronterizas; 2) el Programa Horizonte 2020 y el de Competitividad e Innovación prevén cofinanciación para planes de colaboración transfronteriza en materia de I+D; y 3) el presupuesto de la UE financia el Servicio Europeo de Acción Externa, que vela por los intereses de la Unión Europea en todo el mundo. Ahora bien, el tamaño del presupuesto de la UE es muy reducido (en 2014, los compromisos de gasto apenas representarán el 1 por 100 de la RNB) y, aunque se incrementarán las actividades con un objetivo claro de estímulo del crecimiento, seguirán suponiendo menos del 15 por 100 del gasto total en el periodo 2014-2020.

El segundo objetivo —convergencia— es abordado principalmente por los fondos estructurales y de cohesión. En algunos países estos han financiado hasta el 90 por 100 de la inversión pública, si bien, en otros, la baja absorción y deficiencias en la selección de proyectos han impedido su

plena efectividad (Marzinotto, 2011).

El tercer objetivo fiscal —la estabilidad de la unión— fue encomendado al Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC), con el que se pretende mitigar el riesgo de políticas inadecuadas. A dicho efecto, en el presupuesto de la UE solo se pusieron en marcha mecanismos menores de compartición de cargas (por ejemplo el Fondo de Globalización, concebido para paliar los efectos de la deslocalización resultantes de la globalización). Fuera del presupuesto existe un mecanismo de crisis para miembros ajenos a la zona del euro —la Facilidad Balanza de Pagos— en virtud del cual la Comisión Europea puede endeudarse para conceder préstamos a países con problemas de balanza de pagos, con el aval del presupuesto de la UE. La Unión Europea cuenta igualmente con un mecanismo similar, la Facilidad de Asistencia Macrofinanciera, para ayudar a terceros países, usualmente vecinos de la Unión Europea, con dificultades de balanza de pagos que acuerden programas de asistencia con el FMI.

Este modelo de unión fiscal *sui generis* (Eichengreen, 2010; James, 2012: cap.1) es sin duda el resultado de compromisos políticos, pero también responde a premisas económicas que llevaron a concluir que no había una gran necesidad de establecer fondos de estabilización centralizados (Comisión Europea, 1990). La primera premisa —ampliamente mantenida por muchos economistas hasta la crisis— era que la política monetaria bastaría para hacer frente a *shocks* de demanda en el conjunto de la zona del euro. En periodos de baja demanda, el banco central rebajaría los tipos de interés, relajando así

el crédito e inyectando liquidez en la economía. Adicionalmente, los instrumentos de estabilización nacionales —en general a través de los estabilizadores automáticos y, ocasionalmente, de estímulos fiscales discrecionales y el rescate de entidades financieras en apuros— serían suficientes para amortiguar los *shocks* de demanda asimétricos y restaurar la confianza del mercado, reduciendo la posibilidad y el tamaño del efecto contagio entre países.

Además, la moneda única y una política de convergencia activa no solo profundizarían los vínculos comerciales y financieros entre los Estados miembros, sino que también les ayudarían a converger, previniendo desequilibrios estructurales. El Pacto de Estabilidad y Crecimiento, vía coordinación de políticas, vigilancia y cumplimiento, junto con el control que ejercen los mercados, impondrían adecuadamente la disciplina fiscal y frenarían la aplicación de políticas irresponsables por gobiernos nacionales, minimizando los *shocks* inducidos por políticas. El marco estadístico de la Unión Europea proporcionaría datos fiables para la vigilancia. Por último, unos mercados de capitales cada vez más integrados suministrarían crédito a los gobiernos para implementar medidas de estabilización financiadas con deuda, y amortiguarían también de forma automática las fluctuaciones asimétricas de la demanda privada, ya que los agentes de las regiones que sufrieran *shocks* podrían endeudarse para suavizar los *shocks* negativos. La posibilidad de una crisis de balanza de pagos provocada por un frenazo repentino no se consideraba un riesgo creíble.

Varias de estas premisas ya habían sido puestas en entredicho

incluso antes de la crisis financiera de 2008. En primer lugar, la aplicación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento resultó vulnerable a distorsiones políticas; la eficacia y credibilidad del PEC se vieron particularmente minadas cuando Alemania y Francia se negaron a dar cuentas de sus déficits excesivos en 2003 (James, 2012; Schunecht *et al.*, 2011). Los mercados tampoco controlaron adecuadamente el riesgo soberano —algunos porque consideraban inaplicable la «cláusula de no rescate» del Tratado—. Los mercados fueron raudos a la hora de descontar pequeñas diferencias en las economías estatales de Estados Unidos, pero valoraron de forma similar rendimientos soberanos de países de la zona del euro con estructuras económicas y saldos fiscales enormemente diferentes, inundando de crédito países con cuentas públicas insostenibles y evaluando incorrectamente a los deudores privados (Comisión Europea, 2008; Mody y Sandri, 2012; Frankel, 2013). Por último, la convergencia estructural de los Estados miembros resultó insuficiente, incrementando la vulnerabilidad de la zona del euro a *shocks* asimétricos (Darvas, 2010; Beim, 2011). Por ello, en 2005 se revisó el Pacto de Estabilidad y Crecimiento a fin de reflejar mejor las posiciones cíclicas y las condiciones específicas de los distintos países. Ahora bien, hasta la crisis pocos vieron la urgencia de contar con estabilizadores centralizados.

Con la crisis quebraron otras premisas que subyacían a esa limitada estabilización federal. Para empezar, la crisis probó cuán desacertada era la noción de que la política monetaria podía resolver la crisis por sí sola (G-20, 2009; Summers, 2008). A pesar de rebajar repetidamente los tipos de interés, el BCE, la Re-

serva Federal y otros bancos centrales no pudieron prevenir la recesión que siguió a la quiebra de Lehman Brothers en 2008. Para evitar una catástrofe financiera mundial, los gobiernos de todo el mundo, incluidos los de la Unión Europea, usaron fondos públicos para recapitalizar bancos y estimular la demanda en sus economías. Los Estados miembros emitieron 700.000 millones de euros en avales a sus bancos para restablecer el funcionamiento del mercado interbancario y de los mercados de capitales.

Igualmente falaz se reveló la premisa de que amortiguadores fiscales nacionales bastarían para estabilizar la UEM. En Irlanda, donde la burbuja inmobiliaria amenazaba con poner al sector financiero contra las cuerdas, el gobierno nacional garantizó los depósitos bancarios y rescató una entidad financiera con una deuda mayor que el conjunto de la economía irlandesa, lo que hizo que las cuentas públicas irlandesas pasaran de un superávit presupuestario a un déficit insostenible.

Hasta entonces, los agentes económicos públicos y privados habían asignado erróneamente los abundantes y asequibles recursos financieros resultantes de la integración, de modo que en el periodo previo a la crisis los Estados miembros convergieron poco y acumularon desequilibrios externos e internos (Pisani-Ferry, 2012). En los países donde no se había aprovechado la época de bonanza para construir un espacio fiscal —incluidos Estados miembros que estaban dentro de las directrices del PEC— la recesión disparó el endeudamiento, que en algunos casos creció hasta niveles alarmantes (Obstfeld, 2013). Aun cuando el PEC revisado contem-

plaba la posibilidad de desviaciones de los objetivos en circunstancias excepcionales, y tal era el caso, quedó patente que el Pacto no había sido diseñado para abordar crisis sistémicas (Pisani-Ferry y Sapir, 2009; Schuknecht *et al.*, 2011). Asimismo, cuando en 2009 se vio que los estados financieros públicos griegos estaban plagados de deficiencias e inexactitudes, también quedó en entredicho el supuesto de fiabilidad del sistema de cuentas públicas.

Y los mercados financieros no acudieron en ayuda de la UEM amortiguando el golpe, al contrario, amplificaron los *shocks* idiosincrásicos (Pisani-Ferry, 2012; FMI, 2013). En ausencia de amortiguadores de *shocks* centralizados, el mercado volvió a fragmentarse con rapidez, creando el explosivo y contagioso «círculo vicioso diabólico» entidades financieras-deuda pública, donde los bancos acudían en ayuda de sus gobiernos incrementando sus posiciones en deuda pública y los gobiernos apoyaban a los bancos con capital y avales, debilitándose mutuamente.

IV. LA UNIÓN REFORZADA SURGIDA DE LA CRISIS

En las fases iniciales de la crisis, la Unión Europea, en un esfuerzo coordinado con un G-20 renovado, mejoró el marco normativo del sector financiero y puso en marcha estímulos monetarios y fiscales. Luego, cuando Grecia tuvo que hacer frente a la imposibilidad de financiar su deuda en unas condiciones razonables, la desaceleración global se vio agravada por el problema de la deuda soberana de algunos países de la zona del euro con contagios sistémicos en la eurozona que requerían ayuda de emergencia.

Declaraciones desafortunadas de políticos tanto en los países acreedores como en los deudores crearon confusión y alimentaron una desconfianza que no hizo sino complicar y alargar el proceso para llegar a una solución. La desconfianza llevó a los acreedores a insistir en la adopción de medidas de mitigación de riesgos. La desconfianza de los países deudores les hizo intentar demorar la ejecución de las reformas con mayores costes políticos y negociar una compartición de cargas con los demás países miembros. Sostenían que ahora el problema escapaba a su control y que los contagios importantes hacían necesaria la aplicación del principio de solidaridad, que además redundaría en interés de los propios países acreedores. Los pronunciamientos opuestos también generaron desconfianza entre los partícipes del mercado acerca de la determinación y capacidad de los gobiernos de los Estados miembros, tanto acreedores como deudores, para aunar esfuerzos y superar la crisis.

Esto hizo que se sucediera una secuencia de soluciones parciales y temporales (cuadro n.º 1), con una mayor proporción de mitigación que de compartición de cargas. Los Estados miembros de la zona del euro al final acordaron conceder los préstamos bilaterales a Grecia a unos tipos relativamente elevados a cambio de un vasto programa de consolidación fiscal especialmente intenso en los primeros años y reformas estructurales encaminadas a potenciar el crecimiento. La participación del FMI en el programa incrementaría la eficacia de la condicionalidad y ampliaría la compartición de cargas más allá de las fronteras de la UEM, ya que la inestabilidad también se propagó al resto del mundo.

Aun cuando Grecia era realmente un caso único (Frankel, 2013), otros miembros como Irlanda y Portugal también tenían sus problemas. A la postre, estos llevaron a los países de la zona del euro a establecer dos líneas de crédito temporales disponibles para cualquier Estado miembro que lo necesitara, el Mecanismo Europeo de Estabilidad Financiera (préstamos garantizados por el presupuesto de la UE) y la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera (préstamos garantizados por los miembros de la eurozona) con unas condiciones similares a las de los préstamos bilaterales a Grecia y, a más tarde, a transformar e integrar ambos en el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE), de carácter permanente y con capital propio. También acordaron ampliar la dotación del FMI para incrementar su capacidad de préstamo en caso de que fuera necesario.

Además de la condicionalidad incorporada al MEDE, una primera serie de medidas legislativas (el «Paquete de Seis», el «Paquete de Dos» y el «Pacto Fiscal») y un nuevo marco de coordinación anual (el «Semestre Europeo») reforzaron permanentemente las vertientes preventiva y correctiva del PEC e integraron todos los aspectos de la vigilancia fiscal y macroeconómica. Conjuntamente, estas iniciativas aumentaron la atenuación de riesgos mediante: 1) una mayor transparencia, coherencia y fiabilidad de los marcos presupuestarios y de vigilancia nacionales; 2) normas fiscales más estrictas y una disciplina más rigurosa para los miembros que no respeten los principios acordados; 3) un proceso para identificar y combatir carencias de competitividad y desequilibrios macroeconómicos perjudiciales; 4) una mayor coordinación fiscal

CUADRO N.º 1

MEDIDAS ACORDADAS

Mitigación

- Paquete de Seis: Estandarización de las estadísticas y prácticas de previsión nacionales; supervisión y corrección de deficiencias de competitividad y desequilibrios macroeconómicos; requerimientos más firmes y tempranos de acciones correctivas e imposición de sanciones si el incumplimiento persiste.
- Paquete de Dos: Opiniones centrales no vinculantes sobre los proyectos de presupuestos nacionales; vigilancia frecuente y exhaustiva de los Estados miembros sometidos a programas de ajuste; alertas tempranas si se producen desviaciones de esos programas.
- Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza: Incorporación de normas fiscales comunes a los ordenamientos jurídicos nacionales, refuerzo adicional del PEC: norma del presupuesto equilibrado, un freno a la deuda, programas de acciones correctivas para países con desequilibrios excesivos,
- Semestre Europeo: Nuevo marco anual de coordinación fiscal
- Condicionalidad fiscal y estructural anexa a Facilidad de préstamos a Grecia, MEEF, FEEF, MEDE, programas de ajuste y OMT.
- Directiva de Rescate y Resolución: Rescate sistemático de inversores privados, orden de prelación de deudas, armonización de los mecanismos de resolución.
- Mecanismo de Supervisión Único y Mecanismo de Resolución Único: Supervisión y resolución más sistemáticas, mejora de la coordinación en la resolución de bancos internacionales y en la transparencia de los mercados.

Compartición de cargas (GLF)

- Línea de Crédito a Grecia: Préstamos bilaterales a Grecia, más tarde Mecanismo Europeo de Estabilidad Financiera (EFSM) —la Comisión Europea puede emitir y prestar a los Estados miembros hasta un importe de 60.000 millones de euros en deuda con la garantía del presupuesto de la UE y el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (EFSF)— fondo intergubernamental autorizado a emitir 440.000 millones de euros (luego 780.000 millones de euros) en deuda respaldada por avales de países de la zona euro, para conceder préstamos a Estados miembros, más tarde incorporado al Mecanismo Europeo de Estabilidad (ESM) —organización intergubernamental con una capacidad de préstamo de 500.000 millones de euros.
- Programa Mercado de Valores del BCE (SMP): El BCE puede comprar cantidades limitadas de deuda pública en el mercado secundario.
- OMT: El BCE puede comprar deuda pública en los mercados secundarios con vencimientos de hasta 3 años en cantidades ilimitadas de países sujetos a programas de ajuste.
- Pacto por el Crecimiento y el Empleo
- Marco Presupuestario de Financiación a Medio Plazo: 960.000 millones de euros a lo largo de 7 años, una parte del cual para financiar proyectos orientados a infraestructuras, crecimiento y cohesión.
- Directiva de Rescate y Resolución: Préstamos y repartos voluntarios entre fondos de resolución nacionales.
- Mecanismo de Resolución Único: Incorpora un fondo de resolución único que se nutre de las primas de seguro abonadas por los bancos de la UEM, posiblemente respaldado por una red de protección fiscal común (el ESM) hasta el límite disponible, y en caso de crisis sistémicas.

ex ante; y 5) la incorporación a los ordenamientos jurídicos nacionales de las reglas fiscales y de los controles y equilibrios institucionales comunes.

Aun así, los mercados siguieron percibiendo el tamaño de los recursos del MEDE como insuficiente en caso de que fuera uno de los miembros grandes de la UEM el que sufriera problemas de liquidez. Y no se calmaron hasta que el presidente del BCE manifestó el compromiso del Banco con el euro «costara lo que costara», y anunciara a continuación su disposición a realizar compras ilimitadas de deuda pública en los mercados secundarios —la facilidad de «operaciones monetarias directas» (Outright Monetary Transactions, OMT)— si su precio se desviaba de los fundamentales.

Paralelamente, el Consejo Europeo aprobó el Pacto por el Crecimiento y el Empleo, al igual que un marco fiscal plurianual de 960.000 millones de euros para el presupuesto de la UE, más centrado que su predecesor en partidas de gasto que fomentan el crecimiento.

El presidente del Consejo Europeo, junto con los del BCE y del Eurogrupo, elaboraron una hoja de ruta de tres fases para construir una UEM genuina y estable con iniciativas para integrar adicionalmente las vertientes bancaria, económica, fiscal y política de la Unión (Van Rompuy, 2012; Comisión Europea, 2012) como puente hacia un marco de política sostenible (Véron, 2013). Cabe destacar dos propuestas a corto plazo que in-

cluyen instrumentos de estabilización: los acuerdos contractuales para financiar las reformas estructurales, y el mecanismo de resolución único asociado a la unión bancaria.

Los acuerdos contractuales (Comisión Europea, 2012; Van Rompuy, 2012) serían acuerdos vinculantes con los países participantes para facilitar reformas (como cobertura financiera y prestaciones por desempleo) o infraestructuras, que si bien tienen costes fiscales inmediatos negativos mejoran la eficiencia fiscal y la convergencia económica.

La unión bancaria mitigaría los riesgos por cuanto entrañaría la creación de una normativa financiera única y la colocación de la mayoría de las entidades de

crédito bajo la tutela de un supervisor común. Los mecanismos armonizados de resolución y garantía financiera tal y como están contemplados en la Directiva de Rescate y Resolución, incluirán medidas voluntarias de compartición de cargas, como préstamos entre fondos de rescate nacionales y fusiones de fondos de rescate y planes de garantía de depósitos (Consejo de la Unión Europea, 2013). Con vistas a equilibrar aún más la compartición de cargas con la atenuación de riesgos, la Directiva de Rescate y Resolución prevé mecanismos tales como unas directrices de «recapitalización» sistemáticas y armonizadas. Los líderes de la zona del euro también acordaron que, una vez en funcionamiento el Mecanismo de Supervisión Único (Single Supervisory Mechanism, SSM), el MEDE sería capaz de inyectar directamente capital en bancos concretos si fuera preciso, lo que supone un avance con respecto al acuerdo anterior de prestar solo a los Estados miembros, como fue el caso del préstamo a España.

El establecimiento del SSM allanó el camino a la creación de un mecanismo común de resolución (el SRM) y posiblemente a más largo plazo un mecanismo de garantía de depósitos común. El SRM (Consejo de la Unión Europea, 2013) incluirá un fondo de resolución único financiado con las aportaciones de los bancos participantes para evitar volver a recurrir a dinero público para financiar el rescate y la resolución de bancos privados. La entrada en vigor del SSM, y la correspondiente revisión de la calidad del activo de los bancos por parte del BCE, así como las pruebas de resistencia arrojarán luz sobre la situación del sector financiero. Esto podría hacer que vuelva a fluir el crédito al sector real

y se reduzca la fragmentación (Véron, 2013; Kierkegaard, 2013). Ahora bien, hasta que el fondo alcance su tamaño definitivo, así como en los casos de crisis bancarias sistémicas, en las que las necesidades podrían superar los recursos del fondo, serán necesarios dispositivos de protección públicos. De hecho, sin una red de protección fiscal común que complemente en casos excepcionales los gastos de compartición de cargas entre entidades privadas, administraciones públicas nacionales y el fondo común de resolución y los préstamos del MEDE a los estados, es poco probable que el mecanismo de resolución acordado en la eurozona rompa el círculo vicioso deuda pública-bancos y, por ende, la fragmentación (Ubide, 2013).

Otras uniones fiscales también abordan la resolución bancaria a escala federal. En Estados Unidos, la FDIC (Federal Deposit Insurance Corporation) está al cargo de la resolución bancaria. Su credibilidad radica en que además de los fondos que aportan las entidades bancarias participantes su deuda también cuenta con el respaldo del Tesoro de Estados Unidos.

V. MOTIVOS PARA UNA MAYOR INTEGRACIÓN. PROPUESTAS A MÁS LARGO PLAZO

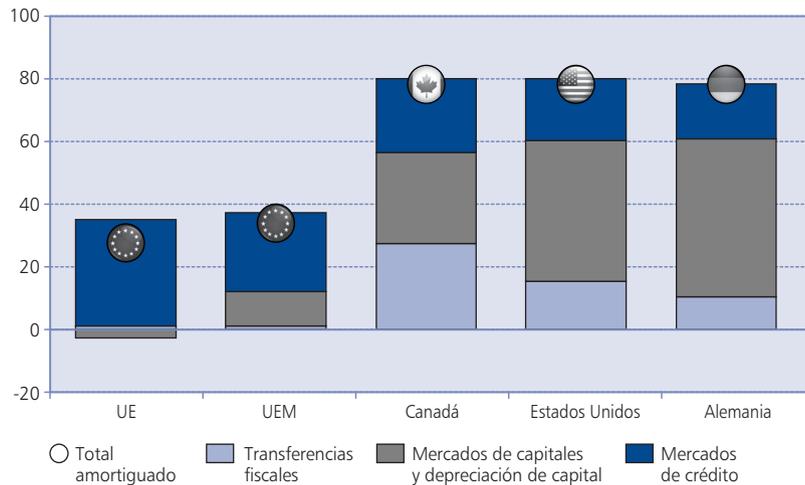
Las reformas en el marco de la UEM han corregido en gran medida las carencias institucionales iniciales. Los nuevos mecanismos para abordar las crisis y la posibilidad de acuerdos contractuales que ayuden a financiar las reformas aumentan la capacidad del sistema para absorber *shocks*, mientras que la resolución y supervisión financiera integrada

contribuirán crucialmente a restaurar la función facilitadora del sector financiero. Los dispositivos de mejora de la gobernanza contribuirán enormemente a mejorar la disciplina fiscal y la convergencia estructural, y los mercados se muestran ahora activos (a veces hiperactivos) a la hora de complementar la vigilancia institucional de las políticas fiscales y económicas nacionales.

Con todo, en caso de grandes *shocks* idiosincráticos (gráfico 1), que afecten al conjunto de la zona, las políticas fiscales más descentralizadas de la UEM siguen sin ser una solución óptima (FMI, 2013). Los Estados miembros siguen teniendo incentivos y oportunidades para beneficiarse «gratis» de los estímulos de los vecinos en fases de ralentización económica, en algunos casos sirviéndose de ellos para avanzar en su propia consolidación fiscal subfederal (Wolff, 2012). Y, aun cuando los otros modelos son solo parcialmente relevantes, federaciones tales como Estados Unidos, Canadá o Alemania logran amortiguar un 80 por 100 de los *shocks* locales, mientras que la UEM apenas absorbe la mitad de ese porcentaje (FMI, 2013).

Además, al igual que los acreedores privados, la capacidad de los gobiernos para financiarse en los mercados de capitales sigue siendo vulnerable a cambios exógenos repentinos de preferencias y al contagio del mercado global justo cuando necesitan endeudarse, perdiendo así «soberanía real» (Draghi, 2013). Los amortiguadores actuales como el fondo de resolución, el MEDE y las OMT podrían todavía no bastar para evitar o salir de los círculos viciosos deuda pública-problemas bancarios en caso de crisis grave. Problemas que podrían abordar-

GRÁFICO 1
COMPARTICIÓN DEL RIESGO
 (Porcentaje del shock en la renta regional amortiguado por canal)



Fuente: Allard et al. (2013).

se con un mecanismo de garantía central *ex ante* con transferencias temporales y un reforzamiento de la mitigación de riesgos (FMI, 2013). Para lograr este doble objetivo tanto la Comisión y el Consejo Europeo como la abundante literatura sobre el tema han avanzado varios diseños posibles. Las propuestas pueden agruparse en dos grandes categorías, capacidad de estabilización fiscal y emisión de deuda común. Algunas incorporan incentivos para la mitigación pero el mayor nivel de riesgo hace probable que un acuerdo político para una mayor compartición de la carga requiera avances simultáneos hacia una mayor coordinación de la política económica. Pasamos a describir brevemente esas dos categorías.

1. Capacidad de estabilización fiscal

Como se ha mencionado antes, el plan de gasto a medio plazo para 2014-2020 ha in-

crementado la porción del presupuesto de la UE destinado a actividades de fomento del crecimiento, aunque el tamaño global del presupuesto suele ser demasiado pequeño como para tener un impacto estabilizador significativo.

Con una capacidad fiscal centralizada que brinde amortiguadores económicos, los *shocks* idiosincrásicos son menos susceptibles de contagiarse a otros miembros de la eurozona, lo que elimina la necesidad de apoyo centralizado *ex post*. De otro lado, al dotar a la UEM de instrumentos tanto incentivos como disuasorios, un presupuesto central como componente de la disciplina normativa disuadiría a los Estados de incurrir en déficits temerarios y les animaría a ser prudentes.

Podrían incorporarse otras partidas de gasto al presupuesto de la UE (o a un presupuesto complementario de la eurozona)

para la financiación de medidas de estabilización anticíclica. Por ejemplo, el presupuesto de la zona del euro podría incluir mayores dotaciones de las partidas de gasto fiscal en infraestructuras e I+D. Además, una inversión coordinada en infraestructuras regionales o pan-UEM e I+D puede ser más eficiente y generar rentabilidades mayores que las inversiones inconexas de los distintos Estados miembros. Los fondos estructurales y de cohesión podrían desempeñar una mayor función anticíclica aparte de combatir las deficiencias estructurales (Marzinotto, 2011).

Otra opción es centralizar las funciones de garantía anticíclica tradicionales como el seguro de desempleo a corto plazo, tal y como hacen la mayoría de los Estados descentralizados. Al subvencionar la suscripción de seguros de desempleo o brindar estabilidad financiera, el presupuesto central puede amortiguar los *shocks* idiosincrásicos y aliviar las presiones sobre los presupuestos de los Estados miembros. Se han propuesto varias opciones para impedir que esto acabe traduciéndose en transferencias cuasi permanentes a países con unos mercados de trabajo poco flexibles o con otras rigideces (FMI, 2013; Wolff, 2012). El limitar la centralización a prestaciones por desempleo a corto plazo podría mitigar este riesgo, aunque a costa de reducir su capacidad de absorción de *shocks* en caso de crisis económicas largas (Wolff, 2012). A fin de impedir que este riesgo moral incentive posponer reformas necesarias, el sistema podría ser voluntario y condicionar la participación a que los Estados miembros accedan a coordinar sus políticas laborales (Van Rompuy, 2012).

Una unión bancaria plena con garantías de depósito comunes podría ser otro amortiguador de *shocks* de la Unión Europea. Con las aportaciones de las entidades adheridas, los sistemas de garantía de depósitos nacionales, conforme prevé la Directiva relativa a su armonización, servirían eventualmente como herramienta adicional para solventar la actual fragmentación financiera. Ahora bien, para que dicho mecanismo de garantía de depósitos resulte eficaz tendría que existir un respaldo fiscal basado en ingresos federales estables para reducir el riesgo de retirada masiva de fondos por los depositantes y, por ende, las probabilidades de agotamiento de los recursos cuando se producen crisis sistémicas (Véron, 2013; Pisani-Ferry y Wolff, 2012). Para acompañar un volumen tan elevado de compartición de riesgos sería necesario poner en marcha mecanismos adicionales para regular la garantía de depósitos a escala europea.

Un «fondo para malas rachas» podría ser una alternativa o un complemento a un presupuesto de la UE de mayor tamaño. Actuaría como seguro contra *shocks* negativos, captando ingresos periódicamente de todos los Estados miembros de la Unión Europea (o de la zona del euro) y desembolsando recursos a los que sufran *shocks* económicos negativos (Tommaso Padoa Schioppa Group, 2012).

Cuando el crecimiento agregado de la UEM fuera positivo, el fondo para las malas rachas acumularía recursos netos, incluso en presencia de *shocks* idiosincráticos. Cuando se produjeran *shocks* homogéneos negativos, el fondo podría actuar como mecanismo *ex ante* y dispondría de medios para propor-

cionar estabilización fiscal a toda la zona. El FMI estima que si dicho fondo hubiera existido antes de la crisis del euro, unas aportaciones anuales del 1,5-2,5 por 100 del PIN (frente al 7,5 por 100 actualmente dedicado a cortafuegos *ex post* en la UEM) habrían podido absorber hasta el 80 por 100 de los *shocks* de renta regionales frente al 40 por 100 actualmente amortiguado (FMI, 2013).

Al igual que con todos los mecanismos de seguros, un fondo para las malas rachas podría dar lugar a beneficiarios parásitos. Los países podrían posponer reformas estructurales o descuidar la creación de amortiguadores fiscales, a sabiendas de que podrían recibir transferencias del fondo si su política fracasa. Para evitar este riesgo inducido, la participación en un fondo para malas rachas tendría que ir asociada a una estricta condicionalidad por medio de un marco normativo vinculante de atenuación de riesgos.

Una dificultad metodológica asociada tanto a los fondos para malas rachas como a otros sistemas de seguros contra *shocks* es el grado de rapidez y exactitud en la identificación de tales *shocks* de crecimiento negativos. Un sistema discrecional podría ser inoportuno y vulnerable a la politización (Pisani-Ferry, Vihriala y Wolff, 2013), mientras que los mecanismos automáticos que se basan en indicadores técnicos son complejos en su ejecución ya que es difícil disociar los *shocks* temporales de los permanentes, así como los *shocks* exógenos de los inducidos por políticas erróneas (FMI, 2013). Problemas metodológicos similares se plantean a la valoración del componente cíclico de los datos de desempleo.

2. Emisión de deuda común

La emisión de deuda común no sería algo completamente nuevo. El BEI lleva emitiendo bonos con el aval solidario de los Estados miembros de la UE desde su creación y la Comisión Europea se financia ocasionalmente en los mercados de capitales para prestar a Estados miembros que no forman parte de la UEM a través de su facilidad de balanza de pagos a medio plazo, y a terceros países con arreglo a su facilidad de asistencia macrofinanciera. También puede emitir «bonos de proyectos» para financiar proyectos transeuropeos. En cuanto a los bonos del BEI y de proyectos, su importe está limitado y afectado a proyectos específicos. El endeudamiento de la Comisión para financiar préstamos de asistencia de balanza de pagos es aprobado caso por caso, y con condiciones anexas, por el Consejo. El EFSM, el EFSF y el MEDE habitualmente emiten bonos para respaldar sus programas de gestión de crisis.

En cambio, los bonos de estabilidad se emitirían para la financiación ordinaria de los Estados miembros adheridos. Los objetivos que persiguen pueden variar (Comisión Europea, 2011): 1) Mejorarían la amortiguación fiscal de la zona del euro, rompiendo o debilitando al mismo tiempo el vínculo bancos-deuda pública, mejorarían el acceso a los mercados y rebajarían los costes de financiación tanto de los bancos como de los gobiernos. 2) Si no eliminarían del todo, sí reducirían al menos las probabilidades de volatilidad elevada e incapacidad súbita de acceder a financiación de emisores soberanos o bancos privados, así como la «huida del riesgo» que incrementa los diferenciales de rendi-

miento de la deuda entre países, impulsa la fragmentación por países y aboca a flujos de capitales insostenibles entre países de la UEM. 3) La emisión común crearía un *pool* de activos seguros en toda la zona del euro, que facilitaría enormemente la gestión de la liquidez de las entidades financieras y, por ende, reduciría su frecuente fuerte sesgo doméstico (Comisión Europea, 2012; Ubide, 2013). Por último, la deuda común presenta ventajas para la transmisión fluida de la política monetaria. La creación de un mercado de deuda pública de la zona del euro profundo y líquido también promovería la eficiencia de los mercados de deuda pública.

La emisión común con fines de financiación ordinaria puede adoptar varias formas. Una primera opción sería dotar al presupuesto de la UE de capacidad de endeudamiento (Van Rompuy, 2012) para prestar ayuda en reformas estructurales (en el contexto de los tratados) y amortiguar grandes *shocks* asimétricos. Esta capacidad fiscal aspiraría a alcanzar un equilibrio a medio plazo. Los Estados miembros continuarían emitiendo y gestionando su propia deuda nacional.

Las iniciativas de mayor envergadura podrían adoptar un enfoque de dos fases (Comisión Europea, 2012), con la emisión de «euroletras» a corto plazo con un vencimiento de 1-2 años durante el tiempo (corto-medio) que lleve restaurar la confianza y limitar el riesgo moral. Las euroletras también podrían fomentar la creación de mercados de valores de corta duración, abriendo así canales adicionales para avanzar en el desarrollo de los mercados financieros de la Unión Europea, que actualmente dependen demasiado de la fi-

nanciación bancaria (Philippon y Hellwig, 2011).

A más largo plazo, la emisión común de «bonos de estabilidad» de mayor duración podría llevar a un mercado de deuda integrado para toda la zona del euro similar en tamaño y liquidez a su homólogo en dólares (Comisión Europea, 2011). El Libro Verde de la Comisión (Comisión Europea, 2011) hizo suya una versión específica de la emisión de deuda común, la propuesta «bono azul/bono rojo» (Von Weizsäcker y Delpla, 2010), como una opción para los «bonos de estabilidad». Los países de la Unión Europea pondrían en común hasta el 60 por 100 del PIB de su deuda nacional en «bonos azules». La deuda por encima de los bonos azules («bonos rojos») seguiría siendo deuda nacional.

Mientras que las euroletras están concebidas para atender las necesidades de financiación futuras, se han avanzado otras opciones para resolver el exceso de endeudamiento actual. Por ejemplo, el Consejo Alemán de Expertos Económicos (GCEE, 2011; Bofinger *et al.*, 2011) puso sobre la mesa el concepto de un Fondo de Amortización Europeo que pondría en común el exceso de deudas nacionales por encima del umbral del 60 por 100. Los Estados miembros participantes seguirían estando obligados a reembolsar la deuda transferida a lo largo de un espacio de tiempo especificado (20-25 años). El Fondo de Amortización se autofinanciaría emitiendo sus propios bonos, con la garantía solidaria de todos los Estados miembros participantes, y sería atendido de forma común por estos (Comisión Europea, 2012). Otra opción, la propuesta «Bonos Europeos Seguros» o ESBies (Brunnermeier *et al.*, 2011 y

2011b), mantendría la emisión nacional pero reempaquetaría los bonos nacionales en ESBies, con un tramo *senior* y otro *junior*. En lugar de huir hacia los activos refugio vendiendo deuda de países en problemas, los inversores rotarían de la deuda de peor calidad a los ESBies, rompiendo así el círculo vicioso deuda pública-bancos que agrava las crisis. Los bancos que ostentaran ESBies ya no estarían expuestos a riesgos soberanos nacionales, sino al riesgo combinado de la eurozona (Claessens, Mody, y Vallée, 2012).

La emisión común ha hallado una resistencia sustancial por dos razones. En primer lugar porque podría incrementar el coste de financiación de los Estados miembros con una alta calificación crediticia (Comisión Europea, 2011). Algo que no tiene por qué suceder. El posible aumento del riesgo de crédito por la puesta en común de deuda pública con alto y bajo *rating* podría verse compensado al menos parcialmente por la prima de liquidez resultante de la mayor amplitud y profundidad del mercado creado por los nuevos bonos. Aun cuando el rendimiento resultante fuera mayor que el soportado por los Estados miembros con los costes de financiación más bajos, podría diseñarse un mecanismo de precios diferentes o «pagos al margen» para redistribuir los beneficios de forma que todos los Estados miembros salieran ganando (Comisión Europea, 2011).

En segundo lugar, y no por ello menos importante, la emisión conjunta podría imprimir una dimensión mucho mayor en el riesgo moral (Tompel-Gugerell, *et al.*, 2014). Este riesgo podría resolverse echando mano de varios instrumentos:

— Estableciendo condiciones de entrada para participar en el mecanismo.

— Vinculando el volumen de deuda admitido con la emisión conjunta —y el interés pagado por cada participante— a la valoración del comportamiento del país en el marco de gobernanza económica de la zona del euro.

— Los bonos emitidos conjuntamente podrían gozar de preferencia sobre otros títulos de deuda nacionales y su servicio sería preferente a cualquier otro gasto en los presupuestos nacionales.

— Los miembros podrían aportar colateral adicional, como por ejemplo reservas de efectivo y de oro, o afectar la recaudación tributaria de impuestos específicos al servicio de la deuda común (Comisión Europea, 2011).

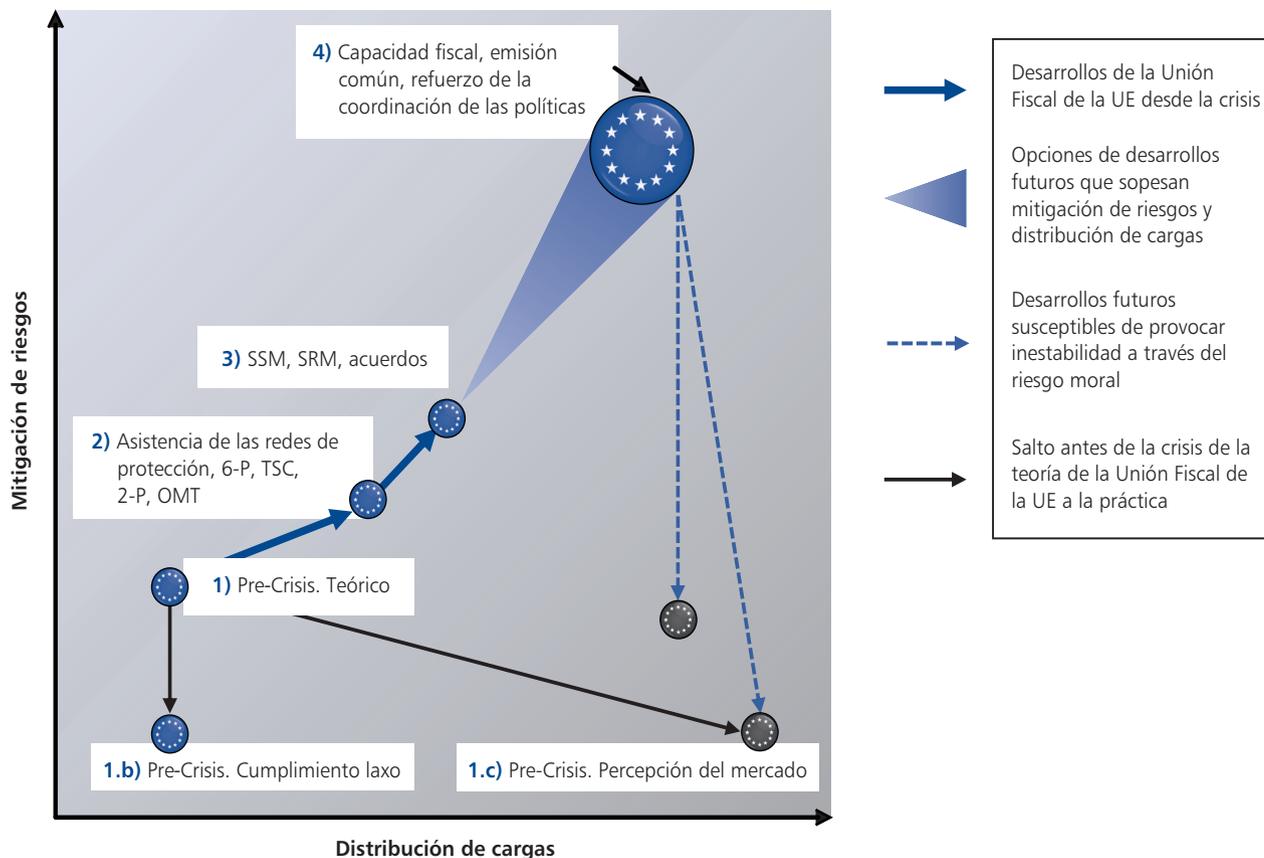
3. Mayor coordinación presupuestaria y económica

La coordinación presupuestaria y económica para reducir más los efectos de contagio negativos de los errores de política puede

intensificarse y ampliarse más allá de las modificaciones introducidas por el «Paquete de Dos», el «Paquete de Seis» y el Pacto Fiscal, a saber: ampliando la coordinación a la política tributaria y a los mercados de trabajo, o haciendo vinculantes las recomendaciones de la Unión Europea sobre los presupuestos nacionales (Comisión Europea, 2012).

Parte de la literatura es partidaria de formas más drásticas de coordinación en forma de un Ministro de Economía para la zona del euro con poder para vetar presupuestos nacionales, decidir

GRÁFICO 2
EVOLUCIÓN DE LA INTEGRACIÓN DE LA UNIÓN EUROPEA DESPUÉS DE LA CRISIS



asistir financieramente a gobiernos nacionales en apuros, e incluso aprobar el nombramiento de responsables económicos clave en escenarios excepcionales (Padoa Schioppa, 2012; Marzinotto, Sapir y Wolff, 2011), dependiendo del grado de incumplimiento de las reglas fiscales (FMI, 2013).

VI. CONCLUSIÓN

Cada proceso de integración económica y fiscal refleja peculiaridades históricas y políticas, por lo que es solo parcialmente útil diseñar el camino y el punto de llegada de una unión fiscal. De hecho, es posible sacar lecciones tanto de los éxitos como de los fallos de distintas uniones fiscales. Quienes ponen como ejem-

plo el modelo de Estados Unidos para las relaciones fiscales de la Unión Europea no tienen en cuenta este punto. Al igual que los que proyectan a escala de la Unión Europea elementos de normas fiscales vigentes en los países nacionales sin los mecanismos de equilibrio de riesgos y cargas que hacen estos sistemas sostenibles en los modelos que toman como referencia; o los que propugnan una unión política mucho más profunda como requisito previo para un reparto de riesgos más hondo.

A raíz de la crisis se han dado grandes pasos para solventar las deficiencias de la integración fiscal, así como para mejorar la gobernanza encaminada a atenuar los riesgos. En el gráfico 2 se describen escuetamente los avances

en la integración fiscal en dos ejes: compartición de cargas y atenuación de riesgos. El sistema previo a la crisis —un marco normativo y una absorción de *shocks* descentralizados— resultó eficaz en los años noventa, pero su capacidad para disuadir de políticas erróneas demostró ser limitada después de que los países se incorporaran a la UEM y algunos grandes miembros eludieran sanciones. En paralelo, los mercados observaron el descenso de la eficacia del cumplimiento, llegando a tener la impresión de que la regla del «no rescate» no se aplicaría.

La reacción a la crisis reportó algunas mejoras en ambos aspectos, la compartición de cargas (facilidades y mecanismos de asistencia, OMT) y la mitigación

CUADRO N.º 2

OPCIONES

Mitigación

- Instrumento de Competitividad y Convergencia (Propuesta): Condiciones vinculantes para países con desequilibrios excesivos.
- Financiación con cargo al presupuesto central vinculada a la situación de los presupuestos nacionales.
- Seguro de desempleo central limitado al seguro de desempleo a corto plazo y supeditado a la coordinación de políticas laborales.
- Gobernanza centralizada de los mecanismos de garantía de depósitos.
- Participación en el «fondo para malas rachas» sujeta a condiciones.
- Equilibrio a medio plazo de la capacidad de endeudamiento del presupuesto de la UE.
- Condiciones de entrada para la participación en un mecanismo de emisión de deuda común.
- Preferencia de la deuda emitida conjuntamente con respecto a la deuda nacional.
- Preferencia del servicio de la deuda emitida conjuntamente con respecto a otras partidas del gasto nacional.
- Colateral para deuda común (por ejemplo: en forma de efectivo, oro e ingresos tributarios).
- Recomendaciones ex-ante vinculantes sobre los presupuestos nacionales.
- Ampliar la coordinación a la política tributaria y al mercado de trabajo.
- Un Ministerio de Economía para la zona euro con autoridad para vetar los presupuestos nacionales, tomar decisiones sobre asistencia financiera e incluso nombrar responsables económicos clave según la gravedad del incumplimiento.

Compartición de cargas

- Instrumento de Competitividad y Convergencia (Propuesta): Los países participantes aportan capital a un fondo común y luego reciben transferencias para ayudarles a ejecutar reformas estructurales con arreglo a cláusulas acordadas.
- Un presupuesto común más grande con nuevas partidas de gasto para llevar a cabo medidas de estabilización anticíclica (por ejemplo: gasto en I+D e infraestructura vinculado a la fase del ciclo, seguro de desempleo central).
- Garantía de depósitos común con red de protección fiscal.
- «Fondo para malas rachas» que se nutre de las aportaciones de los Estados miembros participantes, y asigna recursos a los países que sufran *shocks*.
- Presupuesto de la UE con capacidad para emitir deuda.
- Emisión a corto-medio plazo de euroletras con vencimientos de 1-2 años.
- Bonos de estabilidad (por ejemplo: la propuesta de bonos azules/bonos rojos: puesta en común en «bonos azules» de hasta el 60% de la deuda nacional de los Estados miembros).
- Fondo Europeo de Reembolso: la deuda que supere el umbral del 60% se transfiere al fondo, que se autofinancia emitiendo sus propios bonos, garantizados solidariamente por todos los Estados miembros participantes.
- Bonos Europeos Seguros: deuda nacional reempaquetada en tramos de deuda común garantizada preferente, y un tramo de deuda subordinada con garantía nacional.

de riesgos (por ejemplo, «Paquete de Seis», TSCG, «Paquete de Dos», Semestre Europeo, etc.), del mismo modo que lo harán los pasos hacia la unión bancaria que se han aprobado recientemente. El resultado final deberá ser una combinación de capacidad de estabilización fiscal, emisión de deuda común y coordinación reforzada de políticas. Las opciones a más largo plazo esbozadas en la hoja de ruta de la UE contienen los ingredientes para acuerdos que conduzcan a una unión fiscal más estable (opciones y variaciones diferentes de los mismos llevarán a puntos en la zona gris y azul superior). En el cuadro n.º 2 se recogen esos ingredientes idóneos con grados de libertad suficientes para lograr dichos acuerdos y evitar caer nuevamente en equilibrios inadecuados e insostenibles de cumplimiento laxo y credibilidad reducida (representados por las zonas sombreadas en la esquina inferior derecha del gráfico 2).

Las crisis siempre presentan características nuevas pero también comparten muchos elementos de las anteriores. No podemos anticipar y prevenir todas las crisis nuevas, y el modelo de la Unión Europea incluye compromisos sucesivos entre visión a largo plazo y pragmatismo; con todo, un consenso amplio sobre reglas de gobernanza y compartición de riesgos equitativas adecuadamente diseñadas y eficaces establecerían los cimientos para una unión económica y monetaria más estable y reportarían beneficios para todos los Estados miembros.

NOTA

(*) Los autores desean expresar su especial agradecimiento al Profesor Adjunto de la Universidad de Maryland (College Park), Ulrich Hewer, por sus valiosos comentarios a una versión anterior de este artículo.

BIBLIOGRAFÍA

- ALLARD, C. *et al.* (2013), «Toward a Fiscal Union for the Euro Area». IMF Staff Discussion Note, 13/09, septiembre 2013 (<http://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2013/sdn1309.pdf>).
- BEIM, D. (2011), «Can the Euro be Saved», *Ideas at Work*, 31 de octubre (<http://www8.gsb.columbia.edu/ideas-at-work/publication/762/can-the-euro-be-saved>).
- BOFINGER, P.; FELD, L.P.; FRANZ, W.; SCHMIDT, C.M., y WEDER DI MAURO, B. (2011), «A European Redemption Pact», *VoxEU.org*, 9 de noviembre (<http://www.voxeu.org/article/european-redemption-pact>).
- BORDO, M., y JAMES, H. (2010), «A long term perspective on the euro», en M. BUTI *et al.*, *The Euro. The First Decade*, Cambridge University Press.
- BORDO, M.; MARKIEWICZ, A., y JONUNG, L. (2011), «A Fiscal Union for the Euro: Some Lessons from History». NBER Working Paper Series n.º 17.380 (<http://www.nber.org/papers/w17380>).
- BRUNNERMEIER, M.K.; GARICANO, L.; LANE, P.R.; PAGANO, M.; REIS, R.; SANTOS, T.; VAN NIEUWERBURGH, S., y VAYANOS, D. (2011), «European Safe Bonds: ESBies», *Euro-nomics.com*, 26 de septiembre (<http://euro-nomics.com/2011/european-safe-bonds/>).
- (2011b), «ESBies: A Realistic Reform of Europe's Financial Architecture», *VoxEU.org*, 25 de octubre (<http://www.voxeu.org/article/esbies-realistic-reform-europes-financial-architecture>).
- CARRIN, G., y JAMES, C. (2005), «Social health insurance: Key factors affecting the transition towards universal coverage», *International Social Security Review*, 58, 1/2005.
- CLAESSENS, J.; MODY, A., y VALLEE, S. (2012), «Making sense of Eurobond proposals», *VoxEU.org*, 17 de agosto (<http://www.voxeu.org/article/making-sense-eurobond-proposals>).
- COMISIÓN EUROPEA (1977), «Informe del Grupo de Estudio sobre la función de las Finanzas Públicas en la Integración Europea (MacDougall Report)» (http://ec.europa.eu/economy_finance/emu_history/documentation/chapter8/19770401en73maccougallrepvol1.pdf y http://ec.europa.eu/economy_finance/emu_history/documentation/chapter8/19770401en517maccougallrepv2_a.pdf).
- (1989), «Informe sobre la Unión Económica y Monetaria en la Comunidad Europea» (Informe Delors). Comité para el Estudio de la Unión Económica y Monetaria

(http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication6161_en.pdf).

- (1990), «One market, one money. An evaluation of the potential benefits and costs of forming an economic and monetary union», *European Economy*, 44. Oficina de Publicaciones Oficiales de las Comunidades Europeas, Luxemburgo (http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication7454_en.pdf).
- (2008), «EMU@10: successes and challenges after 10 years of Economic and Monetary Union», *European Economy*, 2008/2. Oficina de Publicaciones Oficiales de las Comunidades Europeas, Luxemburgo (http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication12682_en.pdf).
- (2011) «Sobre la viabilidad de la introducción de bonos de estabilidad», *Libro Verde*, 23 de noviembre (<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2011:0818:FIN:es:PDF>).
- (2012) «A Blueprint for a Deep and genuine Economic and Monetary Union – Launching the Debate». Comunicación de la de 30 de noviembre (http://ec.europa.eu/commission_2010-2014/president/news/archives/2013/04/20130430_1_en.htm).
- CONSEJO DE LA UNIÓN EUROPEA (2013), «El Consejo acuerda una posición sobre la resolución bancaria». Nota de prensa n.º 11228/13 (http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ecofin/137627.pdf).
- DARVAS, Z. (2010), «Fiscal federalism in crisis: lessons for Europe from the US», *Bruegel Policy Contribution*, Edición 2010/07, de 12 de julio (<http://www.bruegel.org/publications/publication-detail/publication/420-fiscal-federalism-in-crisis-lessons-for-europe-from-the-us/>).
- DRAGHI, M. (2013), «Europe's pursuit of 'a more perfect Union'». Lección magistral en Harvard Kennedy School, Cambridge, Massachusetts (EE.UU.) (http://www.ecb.europa.eu/press/ky/date/2013/html/sp131009_1.en.html).
- EICHENGREEN, B. (2010), «The euro: love it or leave it?», *VoxEU.org*, 4 de mayo (<http://www.voxeu.org/article/eurozone-breakup-would-trigger-mother-all-financial-crises>).
- FRANKEL, J. (2013), «The Future of the Currency Union». Harvard Kennedy School Faculty Research Working Paper Series n.º 13-015 (<https://research.hks.harvard.edu/publications/getFile.aspx?id=936>).
- GERMAN COUNCIL OF ECONOMIC EXPERTS (2011), «Euro area in crisis», *Memoria Anual*, 2011/2012 (cap. 3). Disponible en: www.sachverstaendigenrat-wirtschaft.de/.

<p><i>Declaración de la Cumbre de Líderes del G-20 de Londres</i> (2009). Disponible en: www.g20.org/sites/default/files/g20resources/library/LondonDeclaration.pdf.</p> <p>HENNING, C.R., y KESSLER, M. (2012), «Fiscal Federalism: U.S. History for Architects of Europe's Fiscal Union». Peterson Institute for International Economics Working Paper n.º 12/1.</p> <p>JAMES, H. (2012), <i>Making the European Monetary Union</i>, Harvard University Press, Cambridge, Massachussets (EE.UU.).</p> <p>KIERKEGAARD, J. (2013), «The road to a European banking union». Peterson Institute for International Economics, Real Time Economic Issues Watch, Parte I (28 de julio), Partes II y III (1 de julio) (http://www.piie.com/blogs/realtime/index.cfm?p=3729).</p> <p>MARZINOTTO, B. (2011), «A European fund for economic revival in crisis countries», <i>Bruegel Policy Contribution</i>, Edición 2011/01, 9 de febrero (http://www.bruegel.org/publications/publication-detail/publication/504-a-european-fund-for-economic-revival-in-crisis-countries/).</p> <p>MARZINOTTO, B.; SAPIR, A., y WOLFF, G. (2011), «What kind of fiscal union», <i>Bruegel Policy Brief</i>, Edición 2011/06, 23 de noviembre (http://www.bruegel.org/publications/publication-detail/publication/646-what-kind-of-fiscal-union/).</p> <p>MODY, A., y SANDRI, D. (2012) «The Eurozone Crisis: How Banks and Sovereigns Came to Be Joined at the Hip», <i>Economic Policy</i>, 27: 199-230.</p> <p>OATES, W.E. (1999), «An Essay on Fiscal Federalism», <i>Journal of Economic Literature</i>, 37 (3): 1120-1149.</p>	<p>OBSTFELD, M. (2013), «Finance at Center Stage: Some Lessons of the Euro Crisis», <i>Economic Papers</i>, 493.</p> <p>PHILIPPON, T., y HELLWIG, C. (2011), «Eurobills, not Eurobonds», <i>VoxEU.org</i>, 2 de diciembre (http://www.voxeu.org/article/eurobills-not-euro-bonds).</p> <p>PISANI-FERRY, J. (2012) «The Known Unknowns and the Unknown Unknowns of EMU», <i>Bruegel Policy Contribution</i>, Edición 2012/18, de 26 de octubre (http://www.bruegel.org/publications/publication-detail/publication/756-the-known-unknowns-and-the-unknown-unknowns-of-the-emu/).</p> <p>PISANI-FERRY, J., y SAPIR, A. (2009), «Weathering the storm-Fair weather versus stormy-weather governance in the euro area», <i>Bruegel Policy Contribution</i>, Edición 2009/03, de 18 de marzo (http://www.bruegel.org/publications/publication-detail/publication/274-weathering-the-storm-fair-weather-versus-stormy-weather-governance-in-the-euro-area/).</p> <p>PISANI-FERRY, J.; VIHRIALA, E., y WOLFF, G. (2013), «Options for a Euro-area fiscal capacity», <i>Bruegel Policy Contribution</i>, Edición 2013/01, de 10 de enero (http://www.bruegel.org/publications/publication-detail/publication/765-options-for-a-euro-area-fiscal-capacity/).</p> <p>SCHUKNECHT, L.; MOUTOT, P.; ROTHER, P., y STARK, J. (2011), «The Stability and Growth Pact: Crisis and Reform». Occasional Paper Series n.º 129, Banco Central Europeo, SSRN e-Library (http://ssrn.com/abstract_id=1791598).</p> <p>SUMMERS, L. (2008), «Why America Must Have Fiscal Stimulus», <i>Financial Times</i>, 6 de enero (http://www.ft.com/intl/cms/s/0/3b3bd570-bc76-11dc-bcf9-0000779fd2ac.html#axzz2mLYOjz1u).</p>	<p>TOMMASO PADOA-SCHIOPPA GROUP (2012), «Completing the Euro: a Roadmap Toward fiscal Union in Europe», <i>Notre Europe</i>, edición online, de 26 de junio (http://www.eng.notre-europe.eu/011-3317-Completing-the-EuroA-roadmap-towards-fiscal-union-in-Europe.html).</p> <p>UBIDE, A. (2013), «How to Form a More Perfect Banking Union», <i>Peterson Institute for International Economics Policy Brief</i>, 13/23 (http://piie.com/publications/pb/pb13-23.pdf).</p> <p>VAN ROMPUY, H. (2012), «Towards a Genuine Economic and Monetary Union». Informe del Presidente del Consejo Europeo, en colaboración con los Presidentes de la del Eurogrupo y del BCE, 5 de diciembre (http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_Data/docs/pressdata/en/ec/134069.pdf).</p> <p>VERON, N. (2013), «A realistic Bridge Towards a European Banking Union», <i>Peterson Institute for International Economics Policy Brief</i>, 13-17 (http://www.iie.com/publications/interstitial.cfm?ResearchID=2430).</p> <p>VON WEIZSACKER, J., y DELPLA, J. (2010), «The Blue Bond Proposal», <i>Bruegel Policy Brief</i>, Edición 2010/03, 6 de mayo (http://www.bruegel.org/publications/publication-detail/publication/403-the-blue-bond-proposal/).</p> <p>WOLFF, G. (2012), «A budget for Europe's monetary union», <i>Bruegel Policy Contribution</i>, Edición 2012/22, de 3 de diciembre (http://www.bruegel.org/publications/publication-detail/publication/762-a-budget-for-europes-monetary-union/).</p>
---	---	---