

# PAPELES

DE ECONOMÍA ESPAÑOLA

---

## EL RETO DE LA UNIÓN FISCAL EUROPEA

≡ funcas

PAPELES  
DE ECONOMÍA ESPAÑOLA

141

---

2014

ISSN: 0210-9107



#### PATRONATO

ISIDRO FAINÉ CASAS <i>(Presidente)</i>	MARIO FERNÁNDEZ PELAZ AMADO FRANCO LAHOZ
JOSÉ MARÍA MÉNDEZ ÁLVAREZ-CEDRÓN <i>(Vicepresidente)</i>	MANUEL MENÉNDEZ MENÉNDEZ PEDRO ANTONIO MERINO GARCÍA
FERNANDO CONLLEDO LANTERO <i>(Secretario)</i>	ANTONIO PULIDO GUTIÉRREZ VICTORIO VALLE SÁNCHEZ

#### PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA

##### EDITORIA

María José Moral Rincón

##### CONSEJO DE REDACCIÓN

CARLOS OCAÑA PÉREZ DE TUDELA <i>(Director)</i>	ALAIN CUENCA GARCÍA ÁNGEL LABORDA PERALTA
SANTIAGO CARBÓ VALVERDE ELISA CHULIÁ RODRIGO	FERNANDO PAMPILLÓN FERNÁNDEZ JOSÉ FÉLIX SANZ SANZ

##### COORDINADORA DE EDICIÓN Y DOCUMENTACIÓN

Myriam González Martínez

##### PORTADA

Harald Sund@gettyimages

##### EDITA

Fundación de las Cajas de Ahorros  
Caballero de Gracia, 28. 28013 Madrid

##### IMPRIME

Advantia Comunicación Gráfica, S.A.

Depósito legal:	M. 402-1980
ISSN:	0210-9107
Precio del número 141:	15 €
Periodicidad:	Trimestral
Materia:	Economía internacional
Base de datos:	www.funcas.es



© FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS. Todos los derechos reservados. Queda prohibida la reproducción total o parcial de esta publicación, así como la edición de su contenido por medio de cualquier proceso reprográfico o fónico, electrónico o mecánico, especialmente imprenta, fotocopia, microfilm, *offset* o mimeógrafo, sin la previa autorización escrita del editor.

**«El reto de la unión fiscal europea»**

coordinado por Antoni Castells y José María Durán

## SUMARIO

### INTRODUCCIÓN EDITORIAL

#### El reto de la unión fiscal europea

v

### I. UNIONES FISCALES: LA EXPERIENCIA HISTÓRICA

Discurso Nobel: Antes Estados Unidos, ahora Europa:	2	<i>Thomas J. Sargent</i>
Hacia una integración fiscal más eficiente: Enseñanzas para Europa de las prácticas de federalismo fiscal:	26	<i>Martine Guerguil</i>

### II. EL AVANCE HACIA LA UNIÓN FISCAL EN LA UNIÓN EUROPEA

Elementos clave de la integración fiscal en la zona del euro:	36	<i>Antonio de Lecea Flores de Lemus y Nicholas Drayson</i>
Los atributos de una unión fiscal en Europa: Recursos propios, unión de transferencias y deuda:	50	<i>Santiago Lago Peñas y Albino Prada Blanco</i>
El nuevo marco de gobernanza fiscal europeo:	66	<i>Pablo Hernández de Cos</i>

### III. COMPETENCIA Y ARMONIZACIÓN FISCAL A PROPÓSITO DE LA UNIÓN EUROPEA

Competencia fiscal <i>versus</i> armonización fiscal: Una revisión de los argumentos:	86	<i>Krishanu Karmakar y Jorge Martínez-Vázquez</i>
La armonización fiscal en la Unión Europea: Evolución y prioridades actuales:	99	<i>José María Durán Cabré</i>

#### IV. EL EURO Y LA UNIÓN FISCAL EN LA PERSPECTIVA DEL PROCESO DE INTEGRACIÓN EUROPEA

Consecuencias de una unión monetaria sin unión fiscal:	114	<i>Guillermo de la Dehesa</i>
Estabilidad, integración y crisis de la deuda soberana:		
La historia del euro en tres trilemas:	128	<i>José M. González-Páramo y María José Álvarez Gil</i>
¿Es posible una unión monetaria sin unión fiscal y una unión fiscal sin unión política?:	141	<i>Antoni Castells</i>

## INTRODUCCIÓN EDITORIAL

### EL RETO DE LA UNIÓN FISCAL EUROPEA

La Gran Recesión ha hecho salir a la superficie, en toda su dimensión, algunas de las debilidades y errores de diseño de la unión monetaria. Ha puesto de manifiesto, en definitiva, las consecuencias de una unión monetaria incompleta. Los países menos competitivos de la zona del euro acumularon fuertes desequilibrios, en términos de déficit por cuenta corriente y de endeudamiento, durante la etapa del *boom*, en el periodo que discurre desde la creación del euro hasta el año 2008, con el estallido de la crisis. Estos desequilibrios nunca hubieran alcanzado la dimensión que llegaron a adquirir fuera del euro, puesto que el tipo de interés y el tipo de cambio hubieran servido de señal de alerta preventiva, o de mecanismo corrector *a posteriori*, en caso de necesidad.

Probablemente, en el momento de la puesta en marcha de la moneda única no se ponderó adecuadamente lo que significaba para los países menos competitivos renunciar a estos dos instrumentos, o bien se infravaloraron las consecuencias de los desequilibrios internos dentro de los distintos países de la zona del euro. De alguna manera existía la idea subyacente, que después se ha revelado profundamente errónea, de que los desequilibrios que se pudieran llegar a alcanzar entre países de la eurozona no revestían mayor gravedad que aquellos que pudieran producirse entre regiones de un mismo país. Finalmente, se podía pensar que en uno y otro caso se daba una coincidencia fundamental: tanto las regiones de un mismo país como los países de la zona del euro comparten la misma moneda.

### LA GRAN RECESIÓN HA MOSTRADO LAS DEBILIDADES DE LA UNIÓN MONETARIA

Sin embargo, la realidad ha mostrado que esta era una hipótesis equivocada. Porque las regiones de un mismo país comparten una misma moneda, pero además comparten algunas otras cosas esenciales para que funcione una unión monetaria, de las que carecía la zona del euro. En estos países, además de una unión monetaria, existen una unión fiscal, una unión bancaria y una unión política. Y todas ellas son necesarias para que funcione adecuadamente una moneda única.

Una unión monetaria necesita, por supuesto, instituciones monetarias (el BCE) y una política monetaria común. Sin embargo, esta es una condición necesaria pero no suficiente. Para que funcione razonablemente, una unión monetaria necesita además una más intensa integración en otros ámbitos decisivos. Requiere integración de mercados (las condiciones de un área monetaria óptima ya definidas por Mundell), pero también integración de políticas. Una unión monetaria no resulta viable, en realidad, sin integración fiscal e integración bancaria, y estas no son posibles sin integración política.

De la misma forma que la integración monetaria requiere no solo la coordinación sino la integración de políticas, en estos otros ámbitos es también precisa la integración de políticas, no solo su coordinación. Y esta integración de políticas solo es posible mediante la creación de instituciones comunes que actúen a nivel de la Unión Europea (o de la zona del euro), como ocurre en el terreno monetario con el BCE. Es decir, con la creación de instituciones de inspiración «federal».

La historia nos dice, en realidad, que no hay moneda sin Estado. No existen áreas monetarias sin un poder político detrás. Pueden existir estados sin moneda, estados que forman parte del área monetaria de otro país. Pero siempre habrá un gobierno (es decir, unos poderes públicos), con su presupuesto, su Tesoro y su capacidad para crear regulaciones e instituciones en otros campos decisivos (por ejemplo, el bancario). De forma que o bien la zona del euro avanza decididamente hacia su institucionalización política, o resultará muy difícil garantizar la estabilidad y sostenibilidad de la unión monetaria.

De alguna forma, la adopción del euro supone la culminación, pero también el agotamiento, del «método Monnet», que había presidido hasta entonces el proceso de integración europea. Este método «funcionalista» se basa en la idea de que la adopción de pequeños pasos en el terreno de la integración de los mercados crearía una situación de hecho que arrastraría consigo la integración institucional y política. Algunos comparan este método con la lógica de una reacción en cadena, que a partir de un pequeño detonante produce unos efectos en principio no esperados que se convierten en irreversibles.

Y hasta el euro ha sido verdad que la integración económica ha ido conduciendo a una integración institucional y política cada vez mayor. La integración económica ha precedido a la integración política. Pero el euro supone, a la vez, la culminación de esta lógica y también su agotamiento. Porque el euro significa, a la vez, un paso importantísimo en el terreno de la integración política. Representa renunciar a uno de los atributos básicos de la soberanía nacional, como es la soberanía monetaria, para cederlo a una institución común, de inspiración genuinamente federal, como es el BCE. Había que haber sido conscientes de que el euro marcaba los límites de la lógica «funcionalista». A partir de aquel momento, integración política e integración económica tenían que ir de la mano. Había que haber comprendido que resultaría muy difícil preservar los logros alcanzados si no se daban pasos esenciales en el terreno de la integración política.

Uno de los campos en los que esta necesidad resulta más acuciante es el de la integración fiscal. En todos los procesos históricos, la integración fiscal ha precedido a la integración monetaria. Y la Gran Recesión ha dejado al descubierto con crudeza hasta qué punto es inmediata la conexión entre los problemas fiscales (derivados de la situación financiera y presupuestaria de los Estados integrantes de la moneda única) y aquellos derivados de la existencia de un área monetaria única.

Estos problemas se concretan en tres puntos críticos. En primer lugar, la unión monetaria ha conducido a la práctica anulación de los mecanismos macroeconómicos nacionales de carácter estabilizador, sin que estos instrumentos hayan sido sustituidos por otros a nivel europeo. Esto ha ocurrido, evidentemente, con la política monetaria, que es una y única a nivel europeo, y no puede adaptarse a *shocks* singulares o idiosincráticos en un solo Estado miembro. Pero también con las políticas fiscales nacionales, que han visto fuertemente limitada su eficacia con la unión monetaria. De hecho, la utilización «nacional» de la política fiscal en mercados fuertemente integrados, como son los europeos, tenía ya una eficacia más que discutible, incluso antes de que existiera la unión monetaria. Pero la unión monetaria ha exacerbado estas limitaciones, porque las restricciones para incurrir en déficit público y para endeudarse se sitúan en una escala muy superior, cuando el Estado soberano no puede ejercer el control sobre su propia moneda, y son simplemente insalvables cuando se producen episodios de crisis de solvencia de la deuda soberana. En segundo lugar, a falta de la posibilidad del recurso a la devaluación, y sin una acción redistributiva del presupuesto del gobierno central, las desviaciones en términos de competitividad solo se pueden corregir mediante el recurso a duros ajustes en términos salariales y de destrucción de empleo en los países menos competitivos. Y, en tercer lugar, la falta de integra-

## **LA UNIÓN ECONÓMICA HA PRECEDIDO LA INTEGRACIÓN POLÍTICA**

## **UN ÁREA MONETARIA ÚNICA ELIMINA INSTRUMENTOS DE AJUSTE A NIVEL NACIONAL**

ción fiscal produce un fuerte desequilibrio entre una sola moneda (y un solo banco central) y dieciocho deudas soberanas (y dieciocho Tesoros nacionales), lo que se traduce en el riesgo de contagio de las tensiones que se puedan producir en los mercados de deuda hacia la confianza en la supervivencia de la misma moneda común.

La realidad es que desde el estallido de la crisis de las deudas soberanas en 2009, y sobre todo desde mayo de 2010, se ha producido un intenso proceso de transferencia de soberanía desde los Estados miembros hacia la Unión Europea. Las medidas adoptadas a nivel europeo en numerosos campos para salvar el euro han conducido a una institucionalización de la unión económica y monetaria de una gran trascendencia. Se ha producido una indiscutible «solidificación» del euro. Ello se ha concretado en la creación de los diferentes mecanismos de rescate; la decidida actuación del BCE con medidas en principio de carácter monetario (las «inyecciones» de liquidez, la creación de las operaciones monetarias directas, conocidas por sus siglas en inglés OMT), pero muy dirigidas a sostener la deuda soberana y las instituciones bancarias de los países en crisis; los serios progresos hacia la unión bancaria, con la atribución al BCE de la supervisión de las grandes entidades financieras y la creación del mecanismo de resolución; y las medidas adoptadas en el terreno fiscal y presupuestario.

Entre estas últimas, las más importantes han ido dirigidas, sin duda, a garantizar la disciplina fiscal de los Estados miembros. Han sido numerosas las iniciativas adoptadas en este sentido, que culminaron con la aprobación del Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza de la Unión Económica y Monetaria, el denominado Pacto Fiscal, aprobado el 1 de marzo de 2012.

Sin embargo, hay que subrayar que hasta el presente, el avance hacia la unión fiscal se ha centrado casi exclusivamente en este pilar, el de la disciplina presupuestaria de los Estados miembros, y prácticamente no se han producido avances relevantes en el otro gran pilar que configura una unión fiscal, que es la existencia de un gobierno común (central/federal) con los atributos fiscales que ello lleva aparejados. El presupuesto comunitario tiene un tamaño muy reducido (por debajo del 1 por 100 del PIB), los recursos impositivos tienen un peso muy limitado (prácticamente circunscrito a los derechos de aduanas) y no existe un Tesoro común.

Difícilmente se puede hablar, por tanto, de unión fiscal, mientras no se progrese también en la construcción de este segundo pilar. Los dos pilares son imprescindibles y complementarios. Es un error establecer una contraposición entre ellos, como a menudo se hace. Avanzar hacia la creación de un genuino gobierno fiscal europeo no debería

servir para relajar la atención sobre la disciplina fiscal de los Estados miembros. Pero, a la vez, los avances en esta segunda dirección resultan insuficientes, y a la larga baldíos, si no se progresa también decididamente en la otra.

Existen diversas propuestas para avanzar también en esta dirección: aumentar el tamaño del presupuesto comunitario, dotarlo de recursos impositivos propios, institucionalizar una agencia de deuda a nivel europeo, entre otras. De momento, se trata de iniciativas que se sitúan más en el terreno académico que en el de la acción político-institucional. El punto en el que parece existir un mayor progreso es en el de la creación de un mecanismo estabilizador a nivel de la zona del euro. La propuesta de los cuatro presidentes (Consejo Europeo, Comisión Europea, Eurogrupo y Banco Central Europeo) de diciembre de 2012 (en la línea de la creación de una «Fiscal Capacity») supone el paso más concreto que se ha dado de momento para avanzar hacia la vertebración de un «gobierno fiscal» a nivel europeo.

Las insuficiencias en la creación de este pilar «federal» de la unión fiscal no dejan de ser un reflejo del problema de fondo (en cierto modo, de la encrucijada) en que se encuentra ahora mismo el proceso de integración europeo, especialmente en la zona del euro. Por un lado, es incuestionable que desde 2010 se ha producido un muy intenso proceso de transferencia de soberanía desde los Estados miembros hacia las instituciones de la Unión Europea (impensable años atrás). Por otro, sin embargo, esta transferencia se ha dirigido fundamentalmente hacia instancias intergubernamentales, y no hacia el establecimiento de un gobierno «común» europeo. El resultado de este proceso, visto con la perspectiva de estos cuatro años, ha sido el reforzamiento del Consejo de la Unión o del Eurogrupo e indirectamente, por delegación, de la Comisión en detrimento de los Estados miembros. Las instituciones de la Unión Europea tienen, sin duda, más poder que antes, pero el centro de gravedad se ha desplazado hacia instancias de inspiración intergubernamental, en detrimento de las de inspiración «comunitaria» (o «federal»).

Es cierto que el proceso de construcción europea ha respondido siempre a un patrón singular, difícilmente asimilable al de otros países y experiencias históricas, basado en un cierto híbrido entre un polo intergubernamental y un polo federal. En los últimos años, sin embargo, a la vez que aumentaban los poderes de la unión, se ha roto en buena medida el equilibrio entre estos dos polos a favor de la lógica intergubernamental. Esta vía puede resultar inevitable y necesaria, si es concebida como un paso para avanzar hacia una mayor integración política, pero resulta difícilmente viable y sostenible como estación de destino. De hecho, el propio terreno fiscal es un claro ejemplo de las

**LA CONSTRUCCIÓN  
DE LA UE SIGUE  
UN PATRÓN SINGULAR  
DIFÍCIL DE EQUIPARAR  
A EXPERIENCIAS  
PREVIAS**

limitaciones a que conduce este desequilibrio, al no disponer de un gobierno común con las atribuciones que les son propias.

Las limitaciones de la vía intergubernamental son relativamente importantes. En primer lugar, supone en la práctica una clara jerarquización entre los Estados miembros. En segundo lugar, la vía intergubernamental conduce, por su propia naturaleza, a dinámicas más desagregadoras que integradoras respecto al proyecto europeo. En tercer lugar, genera rigideces y ralentiza el proceso de toma de decisiones, con la posibilidad incluso de provocar su bloqueo. En cuarto lugar, y sobre todo, conduce a una fractura del principio democrático, al romper la correspondencia entre el ámbito de ejercicio de la democracia (el nacional) y el ámbito de toma de decisiones (el europeo). De alguna forma, se produce una aplicación a escala europea del trilema de Rodrik entre democracia, integración económica y soberanía nacional.

La unión monetaria necesita la unión fiscal, y ambas la unión política. Los progresos en esta dirección son complejos y contradictorios, como todos los pasos que se dan en la Unión Europea. En definitiva, la integración europea es un proceso concebido y protagonizado por los estados, y el marco legal que la configura son los tratados que estos firman. Pero, a la vez, la propia realidad de la integración requiere de instituciones de origen democrático que puedan actuar a nivel de la Unión Europea o de la eurozona. Y el hecho es que, en los últimos meses, han surgido numerosas propuestas decididamente partidarias de la institucionalización de una comunidad política del euro.

Este número de PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA profundiza en el estudio de todas estas cuestiones planteadas por el proceso de unión fiscal en la Unión Europea. Se trata de analizar la estrecha relación que existe entre unión monetaria y unión fiscal; evaluar los progresos que se han realizado hasta la fecha en la UE y estudiar las experiencias de uniones fiscales realmente existentes que pueden servir de referencia; delimitar los elementos que deberían integrar una unión fiscal y examinar las propuestas que se hallan en estudio ahora mismo en la UE; y, finalmente, profundizar en el tipo de integración política que necesita la unión fiscal. El diseño y coordinación de este volumen ha corrido a cargo de los profesores **Antoni Castells** y **José María Durán**. Funcas quiere agradecer su colaboración y el magnífico resultado recogido en este volumen.

El número 141 de PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA se estructura en cuatro grandes bloques. El primer bloque se centra en situar la experiencia de la Unión Europea en el contexto histórico comparando la situación europea con la experiencia americana y la de otros países federales. Es

cierto que la integración europea presenta características propias, que la hacen difícilmente comparable a otras experiencias históricas. En Europa existen sentimientos y culturas nacionales muy arraigados y con una larga historia detrás, y distintas lenguas. En Estados Unidos, en particular (la experiencia histórica que muy a menudo se utiliza como referencia), las cosas fueron muy distintas, entre otras razones porque fue la construcción de la federación la que en buena medida contribuyó a forjar la nación. Sin embargo, y a pesar de estas diferencias, el estudio y el conocimiento de estas experiencias es extraordinariamente valioso para comprender mejor los problemas que surgen en el proceso de integración europea, y muy en especial los que lleva aparejados la creación de una unión fiscal.

El primer artículo lo firma **Thomas J. Sargent**, premio nobel de Economía en 2011, especializado en los campos de la macroeconomía, la economía monetaria y la econometría, y uno de los líderes de la revolución de las expectativas racionales, quien en su discurso de recogida del Premio Nobel realizó una muy interesante y actual comparación entre la experiencia histórica de Estados Unidos y la de la Unión Europea. Este discurso, publicado en 2012 en el *Journal of Political Economy*, aparece ahora aquí íntegro en español gracias a la colaboración de su autor y a la generosa cesión de la Fundación Nobel.

El profesor Sargent destaca que Estados Unidos antes de su actual Constitución, refrendada en 1788, tuvo una primera norma fundamental, conocida como los Artículos de la Confederación, ratificada en 1781. Estas dos constituciones que ha tenido Estados Unidos a lo largo de su historia adoptan visiones muy diferentes de lo que es una buena unión federal. La primera constitución, los Artículos de la Confederación, abogaba por un gobierno central débil, al que le resultara muy difícil exigir impuestos, gastar, endeudarse y regular el comercio exterior. En cambio, con la actual Constitución, los padres fundadores pretendieron permitir que el gobierno central pudiera endeudarse, para lo cual primero modificaron los acuerdos fiscales y solamente después modificaron las cuestiones monetarias.

Para Sargent, las instituciones fiscales de la Unión Europea se asemejan a las de Estados Unidos bajo los Artículos de la Confederación. La competencia tributaria corresponde a los Estados miembros y es preciso el acuerdo unánime de estos para muchas de las acciones fiscales importantes que atañen al conjunto de la Unión Europea. La secuencia temporal europea difiere diametralmente de la americana. En Estados Unidos primero se adoptó una política fiscal nacional, que empezó con el rescate masivo de la deuda individual de cada estado por parte del gobierno federal y la política monetaria quedó para una fase posterior. En Europa, en cambio, primero se ha adoptado una unión

**HASTA AHORA LA UE  
HA MOSTRADO  
UN GOBIERNO  
CENTRAL DÉBIL**

monetaria común y, de momento, no se ha introducido una verdadera unión fiscal.

Algunas de las lecciones que, según Sargent, pueden extraerse de la historia de Estados Unidos son que: 1) la capacidad de endeudarse hoy depende de las expectativas de ingresos futuros, 2) existen problemas de comportamiento *free-rider* de los gobiernos subordinados con respecto al gobierno central, 3) tener una buena reputación es una tarea costosa, y 4) una coordinación confusa de las políticas monetaria y fiscal genera incertidumbres costosas.

En el segundo artículo de este bloque, **Martine Guerguil**, del Fondo Monetario Internacional, analiza para una muestra de diez países federales la influencia que el gobierno central ejerce sobre la política fiscal de los gobiernos subnacionales. El estudio pone de manifiesto que todas las federaciones han desarrollado acuerdos institucionales para garantizar un mínimo de coherencia entre la política fiscal del gobierno central y la de las entidades subnacionales, sea mediante restricciones explícitas (las «reglas fiscales»), sea mediante mecanismos de coordinación intergubernamental. Las reglas fiscales suelen tener un diseño sencillo y el gobierno central no suele desempeñar un papel activo de supervisor. En contraposición, el marco fiscal de la Unión Económica y Monetaria (UEM) descansa básicamente en una supervisión activa de las instancias supranacionales de un conjunto de reglas complejas. Asimismo, destaca que la UEM recurre poco a los demás instrumentos que podrían fomentar una mayor coherencia fiscal. Por ejemplo, la casi totalidad de los estabilizadores fiscales están en manos de los Estados miembros, circunstancia que aumenta el riesgo de un uso subóptimo de la política fiscal para fines de estabilización en la UEM. En las federaciones, en cambio, la mayor parte de los estabilizadores fiscales están en manos de la autoridad central.

#### UNA UNIÓN FISCAL MÁS EFICIENTE PRECISA MECANISMOS DE SUPERVISIÓN SUPRANACIONAL DE ESTABILIZACIÓN

La conclusión a la que se llega es que si se quiere una integración fiscal más eficiente en la UEM sería necesario un reajuste entre los instrumentos institucionales y de política fiscal, así como entre el nivel supranacional y los Estados miembros. La creación de mecanismos supranacionales de estabilización sería un claro ejemplo. La economista del FMI es consciente de la dificultad de encontrar apoyo político para establecer tales instrumentos en un contexto como el actual de creciente desafección con el proyecto europeo y porque no constituyen una prioridad inmediata en comparación a los esfuerzos todavía en curso para dejar atrás la crisis de deuda y sus múltiples legados. Ahora bien, afirma que será de vital importancia aprovechar en un futuro todas las oportunidades que se presenten para «plantar las semillas que permitirán luego desarrollar instrumentos de política paneuropeos, y evitar que se tomen medidas que podrían convertirse en un obstáculo a este objetivo».

En el segundo bloque de este número de PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA se incluyen tres aportaciones relacionadas con los avances que se han producido, y deben seguir produciéndose, en la consecución de una verdadera unión fiscal en la Unión Europea. **Antonio de Lecea** y **Nicholas Drayson**, los dos economistas que han trabajado en la Delegación de la Unión Europea ante los Estados Unidos, plantean la necesidad de que los estados participantes en la unión fiscal alcancen un equilibrio entre «solidaridad» (compartición de riesgos) y «responsabilidad» (atenuación de riesgos). Antes de la crisis, el sistema existente en la Unión Europea se podía caracterizar, según los autores, como una versión sencilla de unión fiscal sin mecanismos de absorción de *shocks* exógenos. Sin embargo, la crisis ha demostrado que la probabilidad de contagio de los *shocks* locales al conjunto de la zona del euro es más elevada de lo que se creía en un inicio. Los autores destacan precisamente que gracias a la crisis, en un plazo relativamente breve de tiempo, se han adoptado medidas que permiten reforzar el sistema de gobernanza, si bien consideran que siguen siendo insuficientes.

**LAS MEDIDAS  
ADOPTADAS PARA  
LA UNIÓN FISCAL  
SON ADECUADAS PERO  
INSUFICIENTES**

Estos autores abogan por un mayor equilibrio a largo plazo entre «solidaridad» y «responsabilidad», reforzando aún más los mecanismos de absorción de *shocks* mediante la combinación de dos categorías de medidas: la creación de algún mecanismo de estabilización fiscal y la emisión conjunta de deuda. En la primera categoría se encontrarían medidas como la inclusión en el presupuesto de la Unión Europea de mayores dotaciones para infraestructuras o I+D, o la transferencia parcial a la Unión de mecanismos anticíclicos como el seguro de desempleo o la garantía de depósitos. En la segunda categoría se situaría la capacidad de endeudamiento de la UE para financiar reformas estructurales, si bien manteniendo un equilibrio a medio plazo. De esta manera, según De Lecea y Drayson, todos los estados de la UE, también los más disciplinados, se beneficiarían de una mayor estabilidad y de mejores condiciones de financiación.

En la segunda aportación a este bloque dedicado a los avances hacia la unión fiscal, **Santiago Lago** y **Albino Prada**, de la Universidad de Vigo, se centran en la necesidad de establecer un sistema de gobernanza en la Unión Europea en la lógica de los países federales y, por tanto, mediante la creación de un gobierno federal europeo. De esta manera, se podría ir hacia una unión fiscal avanzada que dejara de lado la lógica de los actuales procesos intergubernamentales, que, en opinión de estos autores, no lleva más que a mecanismos de rescate con garantías limitadas, con condiciones asimétricas y de discutible eficacia. Por ello, defienden sin ambages una hacienda pública europea, capaz de desempeñar de manera eficaz funciones de estabilización macroeconómica, nivelación interterritorial y mutualización de

## EXISTEN OBSTÁCULOS QUE IMPIDEN UNA HACIENDA PÚBLICA EUROPEA FEDERAL

riesgos. Los autores demuestran que los Estados miembros con riqueza superior a la media de la UE realizan un esfuerzo redistributivo similar con independencia de cuál sea su nivel de renta. Bajo este panorama, Lago y Prada analizan brevemente seis propuestas de reforma de los ingresos de la UE que con frecuencia se plantean a fin de avanzar en su autonomía financiera real. No obstante, estas propuestas, así como las de mutualización del endeudamiento, chocan con obstáculos institucionales que en la actualidad parecen insalvables y que conducen a seguir en la lógica intergubernamental, alejada de una unión de transferencias gobernada bajo criterios de índole federal.

## EL NUEVO MARCO DE GOBERNANZA ES MÁS COMPLEJO, LUEGO DISCRECIONAL EN SU APLICACIÓN

La tercera y última aportación al bloque dedicado a los avances hacia una unión fiscal la realiza **Pablo Hernández de Cos**, del Banco de España, quien se centra principalmente en el nuevo marco de gobernanza fiscal europeo en materia presupuestaria. La identificación de las debilidades del marco institucional previo a la crisis económica iniciada en 2007 ha permitido introducir diferentes modificaciones con una finalidad tanto preventiva como correctiva. En el primer grupo de medidas, se encuentra el establecimiento de un límite al gasto público que no podrá superar el crecimiento del PIB a medio plazo, así como una mayor coordinación en los procesos presupuestarios de los distintos países que incorpora incluso una evaluación *ex ante* de la Comisión Europea. Por su parte, en las medidas correctivas, destaca el reforzamiento del criterio de la deuda pública así como el sistema de sanciones que se aplicarán en una fase más temprana del proceso y de manera más automática. El autor enfatiza la creación obligatoria de autoridades fiscales independientes que evalúen públicamente las medidas presupuestarias nacionales. Con todo, las reformas introducidas destacan la importancia de tener reglas fiscales bien diseñadas, en la línea de lo apuntado por la literatura económica más reciente. Ahora bien, Hernández de Cos advierte que el nuevo marco de gobernanza es más complejo y sigue existiendo en su aplicación un margen elevado de discrecionalidad, por lo que su efectividad dependerá en último lugar de lo estricta que sea su aplicación.

En el tercer bloque de este volumen se analiza la cuestión de la competencia y la armonización fiscal a propósito de la experiencia europea. Con tal fin, **Krishanu Karmakar** y **Jorge Martínez-Vázquez**, de la Andrew Young School de la Georgia State University, llevan a cabo una completa revisión de los argumentos sobre competencia y armonización fiscal. Si los primeros trabajos de la literatura coincidían en destacar los efectos perjudiciales de la competencia fiscal, circunstancia que llevaba a recomendar algún tipo de coordinación fiscal entre los países, investigaciones posteriores que han introducido modelos más complejos con menos supuestos restrictivos señalan que

el pesimismo inicial podía ser algo exagerado. En este sentido, cierto grado de competencia puede tener unos efectos disciplinarios deseables en particular sobre las políticas de gasto público.

No obstante, estos autores apuntan que existen presiones políticas para una mayor reducción de las diferencias fiscales entre países de la UE, lo que aporta nuevos argumentos a favor de una mayor armonización. Por lo que señalan que persiste un importante margen para simplificar los sistemas tributarios, mediante la armonización de las bases imponibles. La propuesta de la Comisión Europea de crear una base común consolidada en el impuesto sobre sociedades iría en esta línea. La armonización de bases, señalan Karmakar y Martínez-Vázquez, permitiría mantener a los Estados miembros la soberanía sobre las cuestiones fiscales, sin renunciar con ello a las ventajas de la simplificación general de los sistemas fiscales.

En el siguiente artículo de este tercer bloque, **José María Durán**, de la Universidad de Barcelona, analiza la política de armonización fiscal que ha llevado a cabo desde su origen la Unión Europea. La preocupación principal se ha centrado en la armonización de los impuestos indirectos, en especial el IVA, por su mayor impacto sobre el funcionamiento del mercado único. Ahora bien, en la actualidad, la Comisión Europea señala cuatro elementos claves en la política armonizadora de los próximos años, como son una reforma profunda del IVA, la imposición de las transacciones financieras, la reforma de la imposición de los productos energéticos y la aprobación de una base común consolidada en el impuesto sobre sociedades.

Durán analiza cada una de estas prioridades destacando sus ventajas e inconvenientes, y señalando también los procedimientos legales seguidos en cada caso. En efecto, la armonización fiscal ha estado condicionada sin duda por el requisito de la unanimidad de todos los Estados miembros, pero la utilización del mecanismo de cooperación reforzada en el ámbito fiscal, empleado por primera vez en la propuesta de gravamen sobre las transacciones financieras, aparece como un camino alternativo que en un futuro puede permitir eludir bloqueos que tradicionalmente han limitado los avances en el campo fiscal. El autor concluye destacando la importancia de tener en un futuro una mejor fiscalidad en la UE que, si se avanza hacia una unión fiscal, habrá lógicamente de incluir un replanteamiento del poder tributario entre los Estados miembros y la propia Unión Europea.

El cuarto y último bloque del volumen se centra en el análisis del euro y de la unión fiscal en la perspectiva del proceso de integración europea. En la primera aportación de este bloque, **Guillermo de la Dehesa**, del Centre for Economic Policy Research (CEPR), advierte,

**SE DEBEN SIMPLIFICAR  
LOS SISTEMAS  
TRIBUTARIOS  
NACIONALES**

**ES CRUCIAL  
AVANZAR EN LA  
ARMONIZACIÓN FISCAL**

como bien indica el título de su artículo, de las consecuencias de una unión monetaria sin unión fiscal. Al empezar la unión monetaria, numerosos economistas señalaron los peligros que se derivaban de su creación: primero, sin que Europa cumpliera los mínimos requisitos de un Área Monetaria Óptima; segundo, sin que existiesen unos verdaderos y bien financiados «estabilizadores automáticos»; tercero, sin conocer a fondo cómo era y cómo funcionaba un modelo económico de integración monetaria; cuarto, sin que existiese realmente un verdadero mercado común homogéneo y libre; quinto, sin que hubiese la más mínima movilidad del trabajo entre los estados que iban a experimentarla e integrarla; y, sexto, sin tener en cuenta que una unión monetaria no puede funcionar y mantenerse en el tiempo sin una unión fiscal y una unión fiscal sin una unión política.

### LA UE DEBERÍA SER MÁS AMBICIOSA EN SU DEFENSA DE LA UNIÓN FISCAL

De la Dehesa advierte que el nuevo Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza en la Unión Económica y Monetaria (TSCG, en sus siglas en inglés) se centra en controlar la deuda pública, lo que puede provocar que el crecimiento de la zona del euro, especialmente el de los estados más endeudados, siga siendo muy bajo y dichos estados tengan dificultades para reducir su deuda pública y su déficit. La alternativa debería pasar por la creación de un fondo de redención de la deuda de la eurozona en el que todos los Estados miembros coloquen su exceso de deuda, refinanciándolo mediante la emisión de euroletras, cuyo coste sería mucho menor al ser deuda conjunta de sus dieciocho estados. Sin embargo, en su opinión, la «hoja de ruta» de la Comisión Europea no es suficientemente ambiciosa en este campo, circunstancia que podría retrasar entre diez y quince años una verdadera unión fiscal, cuando algunos Estados miembros quizá no pueden esperar tanto tiempo, lo que podría resultar en una vuelta atrás en el proceso de Unión Europea.

### EL EURO ES EL GRAN PROYECTO EUROPEO DE ESTE SIGLO

En la segunda aportación a este bloque, **José Manuel González-Páramo**, del BBVA e IESE Business School, y **María José Álvarez Gil**, de la Universidad Carlos III de Madrid, reivindican que el euro es el gran proyecto europeo de este siglo, opinión que siguen compartiendo la mayoría de ciudadanos europeos, si bien su diseño está plagado de imperfecciones que la crisis y la reacción de nuestras autoridades se han ocupado de exponer a la luz con claridad. Los autores analizan la historia del euro relacionándola con «tres trilemas». Según el primer trilema, el macroeconómico, solo dos de los siguientes tres objetivos deseables son mutuamente compatibles: libre movilidad de capitales, estabilidad cambiaria e independencia de las políticas monetarias nacionales. El segundo trilema, el financiero, implica que solo dos de los siguientes tres objetivos deseables son mutuamente compatibles: integración financiera, estabilidad financiera y mantenimiento de las políticas bancarias y financieras nacionales. El tercer y último trilema,

el político, destaca la imposibilidad de mantener políticas impositivas y presupuestarias puramente nacionales si una unión monetaria y bancaria genuina debe tener legitimidad democrática.

Ahora bien, para avanzar en el proceso europeo, y reconociendo González-Páramo y Álvarez Gil que aún estamos lejos de la federalización que sí tenemos en la política monetaria, los retos inmediatos pasan por ordenar nuestras casas, recuperar competitividad, sanear nuestros balances y levantar la unión bancaria. Y concluyen señalando una idea que de hecho se repite en la mayoría de las aportaciones, como es que compartir soberanía en la zona del euro no equivale a perder soberanía. «Antes al contrario, compartir soberanía es el único camino para ganar un futuro de estabilidad y de progreso».

Finalmente, cierra este número de PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA un artículo de **Antoni Castells**, de la Universidad de Barcelona, que apunta que las deficiencias en el diseño de la unión monetaria propiciaron unos fuertes desequilibrios que con la llegada de la crisis económica se pusieron claramente de manifiesto. De hecho, según este autor, estas deficiencias, junto con errores en las decisiones de política económica, provocan que en la actualidad la crisis sea básicamente europea, a pesar de tener su origen en el sistema financiero de Estados Unidos.

En su contribución Castells analiza con detalle las contradicciones derivadas de una unión monetaria sin unión fiscal y los elementos que son necesarios para alcanzar una verdadera unión fiscal. Asimismo, estudia qué tipo de unión política necesita la unión fiscal. La conexión entre las tres uniones, monetaria, fiscal y política, lleva al autor a destacar la encrucijada en la que se encuentra la Europa comunitaria sesenta años después de su creación. Difícilmente se pueden consolidar la unión monetaria y el elevado grado de integración económica alcanzado si no se acompañan de una verdadera unión fiscal. Y, difícilmente se puede avanzar hacia esta última si, a su vez, no se avanza de manera decidida hacia la integración política.

Castells destaca la muy importante transferencia de poder político que se ha producido en los últimos cuatro años desde los Estados miembros hacia instituciones de la Unión Europea. Sin embargo, hasta ahora esta transferencia se ha depositado en instancias intergubernamentales, tal vez algo inevitable en el corto plazo, pero que presenta limitaciones muy graves. Por ello, en su opinión, la cuestión esencial es «si esta tendencia tiene un carácter transitorio, mientras se avanza hacia la creación de un auténtico gobierno democrático de la zona del euro, o bien se pretende darle un carácter permanente». Ahora bien, ceder «soberanía nacional a un nuevo poder político europeo se revela

**ES DIFÍCIL UNA  
UNIÓN FISCAL  
SIN INTEGRACIÓN  
POLÍTICA**

un camino muy difícil de transitar». La salida a esta encrucijada requerirá una combinación entre una decidida determinación en los objetivos finales y un gran pragmatismo para sortear las dificultades políticas.

En definitiva, los artículos que componen este número son una excelente contribución al debate sobre cómo ahondar y afianzar tanto la integración fiscal como la integración política dentro de la Unión Europea. Tal y como los propios autores ponen de manifiesto, muchas de esas propuestas y requerimientos necesarios para conseguir una plena integración fiscal son difíciles de alcanzar en el corto plazo pero no por ello se deben aplazar indefinidamente. A la importante tarea de afrontar estos retos, este volumen de PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA aporta elementos y fundamentos para la discusión.

---

COLABORACIONES

**I.**  
**UNIONES FISCALES:  
LA EXPERIENCIA HISTÓRICA**

# DISCURSO NOBEL: ANTES ESTADOS UNIDOS, AHORA EUROPA (\*) (\*\*)

Thomas J. SARGENT

Universidad de Nueva York y Hoover Institute

**C**ON arreglo a la Carta de la Confederación, el gobierno central de Estados Unidos tenía una competencia tributaria limitada. Por consiguiente, las abultadas deudas acumuladas durante la guerra de Independencia de los Estados Unidos cotizaban con grandes descuentos. Ese fue el marco en el que se produjo la crisis fiscal estadounidense de los años 1780. Una revolución política —pues eso es lo que supuso echar por tierra los Artículos de la Confederación a favor de la Constitución de los Estados Unidos de América— resolvió la crisis fiscal transfiriendo la potestad de recaudar impuestos de los estados al gobierno federal. La Constitución y las leyes promulgadas por el Primer Congreso de Estados Unidos en agosto de 1790 autorizaron al gobierno federal a obtener los ingresos tributarios suficientes para atender el servicio de su gran deuda. En 1790, el Congreso realizó un rescate total de las deudas de los estados, parte de un gran acuerdo que convirtió a los acreedores de los estados en partidarios de conceder amplias competencias tributarias al gobierno federal. Dicho rescate creó expectativas de futuros rescates federales que un costoso episodio a comienzos de los años 1840 reveló injustificadas.

## I. INTRODUCCIÓN

En mi trabajo sigo la tradición macroeconómica desarrollada por John Muth, Robert E. Lucas Jr., Edward C. Prescott, Finn Kydland, Nancy Stokey y Neil Wallace. Utilizo los métodos macroeconómicos promovidos por Lars Peter Hansen y Christopher A. Sims. Interpreto la historia macroeconómica en las formas avanzadas por Irving Fisher, Milton Friedman, Anna Schwartz y François Velde (1). Para ilustrar cómo estas tradiciones de investigación han influido en mi trabajo, enuncio en qué medida los problemas a los que se enfrenta hoy la Unión Europea me recuerdan las decisiones constitucionales que hubieron de adoptarse en Estados Unidos no una, sino dos veces.

Comienzo con un simple modelo del valor actual esperado de la deuda pública y explico cómo Hansen y Sargent (1980) recurrieron a la hipótesis

de las expectativas racionales de la econometría para hacer operativo este modelo mediante la deducción de restricciones de ecuaciones cruzadas que determinan cómo el valor de la deuda pública depende de las propiedades estadísticas de los superávits netos de intereses del gobierno. Esta especificación econométrica aísla los determinantes esenciales del valor de la deuda o de la divisa de un país. La teoría econométrica no determina quién elige el importantísimo proceso estadístico del superávit público neto de intereses (superávit/déficit primario). En una democracia, serían los votantes. Se obtendrán resultados diferentes bajo sistemas políticos democráticos alternativos.

Un caso práctico ilustra cómo las democracias equilibran intereses en conflictos. Mi caso práctico consiste en ver cómo influyeron las constituciones de Estados Unidos en el proceso de superávit neto de intereses del gobierno y, por ende, en el valor de la deuda pública estadounidense. Digo constituciones, en plural, porque Estados Unidos ha conocido dos, la primera, los Artículos de la Confederación, que fue ratificada en 1781, y luego la Constitución de los Estados Unidos, que se refrendó en 1788. Esas dos constituciones tenían dos visiones muy diferentes de lo que era una buena unión federal. La primera estaba diseñada para complacer a la gente que prefería un gobierno central al que le resultara muy difícil exigir impuestos, gastar, endeudarse y regular el comercio exterior. La segunda atendía justamente intereses opuestos. Los artífices del marco constitucional estadounidense abandonaron la primera Constitución a favor de la segunda porque querían romper el vigente proceso estadístico del superávit neto de intereses del gobierno y sustituirlo por otro que permitiera hacer frente a una deuda pública mucho mayor (2). En concreto, cómo y por qué lo hicieron resulta muy esclarecedor: a partir de 1789 se ocuparon primero de reordenar los asuntos fiscales y luego, como idea de última hora, se ocuparon del sistema monetario.

Las instituciones fiscales de la Unión Europea de hoy me recuerdan las de Estados Unidos bajo los Artículos de la Confederación. La competencia tributaria corresponde a los Estados miembros. Es pre-

ciso el acuerdo unánime de estos para muchas de las acciones fiscales importantes que atañen al conjunto de la Unión Europea.

He aquí algunas de las lecciones que pueden extraerse de la historia de Estados Unidos:

1. *La capacidad de endeudarse hoy depende de las expectativas de ingresos futuros.* Sin instituciones que establezcan fuentes de ingresos adecuadas, los gobiernos no tendrán ni los ingresos corrientes ni la capacidad para, mediante la emisión de deuda, obtener ingresos futuros cuando se produzcan circunstancias que requieran un gasto público especialmente grande. La incapacidad de emitir deuda deriva del hecho de que sus potenciales tenedores anticipan racionalmente que el gobierno se verá limitado en su capacidad de obtener los ingresos necesarios para atender dicha deuda. Para proveer bienes públicos, incluso los más raros como incrementos repentinos en los gastos en defensa durante guerras, los gobiernos necesitan la flexibilidad de poder recurrir a fuentes de ingresos adecuadas.

2. *Hay problemas de comportamiento free-rider de los gobiernos subordinados con respecto al gobierno central.* Dado que pagar por los bienes públicos entraña un problema clásico de conducta *free-rider*, no se puede confiar en que los gobiernos subordinados, como los estados en EE.UU. o las naciones en la UE, aporten voluntariamente recursos al gobierno central para sufragar los bienes públicos. Cada estado tiene un incentivo para negarse a ello, en la creencia de que los demás aceptarán la carga.

3. *Tener una buena reputación es una tarea costosa.* A la hora de decidir si pagar o no las deudas anteriores, los gobiernos tienen un fuerte incentivo a declararse insolventes. Su anticipación de la insolvencia llevará a los potenciales acreedores a ser reticentes a comprar deuda. Por ello, los gobiernos tienen un gran incentivo en tener la reputación de que atenderán el pago de sus deudas en el futuro. Adquirir tal reputación puede resultar costoso ya que muy bien podría requerir hacer pagos aparentemente innecesarios de deudas incurridas antes de que el gobierno actual asumiera el poder. Remunerar a los tenedores de deuda histórica puede parecer injusto para los contribuyentes actuales, pero ser necesario para la salud de la república a largo plazo.

4. *Puede ayudar mantener reputaciones distintas con acreedores diferentes.* Es complicado para

un gobierno mantener simultáneamente distintas reputaciones con partes diferentes. Este reto se planteó cuando el gobierno federal trató de hacer frente a las restricciones comerciales impuestas por el Imperio británico entre 1790 y 1812, así como a comienzos de los años 1840 cuando quiso que sus acciones lanzaran mensajes matizados distintos a acreedores nacionales e internacionales, así como a los gobiernos de los diversos estados.

5. *Una coordinación confusa de las políticas monetaria y fiscal genera incertidumbres costosas.* Las políticas fiscal y monetaria siempre tienen que estar coordinadas y ser sostenibles, aun cuando sea de una manera opaca. Al principio, Estados Unidos las coordinó adoptando una unidad de dinero mercancia y restringiendo la capacidad de los estados y bancos para crear dinero fiduciario. Son posibles otros mecanismos. Se puede tener una unión monetaria sin tener una unión fiscal. Se puede querer una unión fiscal aun cuando no se quiera una unión monetaria. Los sistemas de coordinación opacos incrementan la incertidumbre tanto en los mercados como entre los ciudadanos corrientes.

## II. LAS MATEMÁTICAS

La teoría básica sobre cómo los acreedores valoran la deuda pública comienza con una secuencia de las restricciones presupuestarias de un periodo

$$g_t + b_t = T_t + R^{-1} b_{t+1},$$

o bien

$$b_t = s_t + R^{-1} b_{t+1}, t \geq 0,$$

donde  $R > 1$  es la rentabilidad bruta de la deuda pública indexada por la inflación en el periodo 1,  $b_t$  es el *stock* de bonos indexados por la inflación emitidos sin descuento (cupón cero) en el  $t - 1$  y con vencimiento en el periodo  $t$ , y  $g_t$ ,  $T_t$  y  $s_t = T_t - g_t$  son, respectivamente, el gasto público neto del pago de intereses de la deuda, la recaudación tributaria total y el superávit público neto de intereses. Haciendo iteraciones de las restricciones del presupuesto público para  $t \geq 0$  hacia atrás se obtiene

$$b_t = -R (s_{t-1} + R s_{t-2} + \dots + R^{t-1} s_0) + R^t b_0, t \geq 1,$$

que denota que una elevada *deuda pública* procede de acumular grandes *déficits públicos*,  $-s_{t-j}$ ,  $j = 1, \dots, t$ , así como de renovar la deuda inicial  $b_0$ . Ahora bien, para incurrir en deudas públicas elevadas es

preciso tener perspectivas de elevados *superávits públicos* en el futuro. Para apreciar esto, iterando las restricciones presupuestarias para  $t > 0$  hacia delante se obtiene

$$b_t = \sum_{j=0}^{\infty} R^{-j} s_{t+j},$$

que denota que el valor de la deuda pública es igual al valor actual descontado de los superávits públicos actuales y futuros. Reconocer que los superávits futuros pueden preverse solo imperfectamente nos lleva a sustituir  $s_{t+j}$  por  $E_{t-1} s_{t+j}$ , donde  $E_{t-1}(\cdot)$  temporalmente indica la previsión del público basada en la información conocida en  $t - 1$  por los potenciales bonistas en el periodo  $t - 1$  pertinente para predecir superávits futuros. (Recuérdese que estos bonos se compran en el periodo  $t - 1$  y se reembolsan en el periodo  $t$ , de modo que la información en  $t - 1$  es pertinente para valorar los bonos que vencen en  $t$ .) Así pues, el valor de la deuda pública se convierte en

$$b_t = \sum_{j=0}^{\infty} R^{-j} E_{t-1} s_{t+j}. \quad [1]$$

La obtención de consecuencias prácticas de la ecuación del precio de los bonos [1] requiere una teoría sobre cómo la gente estima el valor actual descontado de los superávits públicos dedicados al servicio de la deuda. En situaciones como esta, Hansen y Sargent (1980) se sumaron a Muth (1960, 1961), Lucas y Prescott (1971, 1974) y Lucas (1972, 1976) en la aplicación del venerable recurso de los economistas de modelar las decisiones como problemas de optimización (véase también Sargent 1971, 1977, 1979). Cuando la decisión es elegir una secuencia de previsiones, se dice que este enfoque impone *expectativas racionales* (3). Evidentemente, las previsiones óptimas dependen de las propiedades estadísticas del objeto que se debe predecir.

Supóngase que el proceso real del superávit público es el primer elemento de un proceso estocástico  $y_t$  de un vector  $m \times 1$  que se rige por una representación de la media móvil, de modo que  $s_t = e_s y_t$ , donde  $e_s$  es un vector de selección y

$$y_t = \sum_{j=0}^{\infty} C_j w_{t-j}, \quad [2]$$

donde  $\{w_t\}$  es una secuencia de diferencias [martingale]  $m$ -dimensionales y el conjunto de información  $J_t$  conocida por los bonistas potenciales en  $t$  es generada por  $w_t, w_{t-1}, \dots$ . Supóngase que  $E w_t w_t' = I$ . Aquí  $w_t$  son las «noticias» que llegan en el momento  $t$ . Siguiendo a Hansen, Roberts y Sargent

(1991), conviene escribir la primera ecuación de [2] como

$$s_t = \sum_{j=0}^{\infty} \sigma_j w_{t-j} = \sigma(L) w_t, \quad [3]$$

donde  $L$  es el operador retardado que significa  $L^j w_t = w_{t-j}$  y  $\sigma(L) = \sum_{j=0}^{\infty} \sigma_j L^j$ . Supóngase que la matriz de densidad espectral  $S_y(\omega) = C(e^{-i\omega}) C(e^{i\omega})'$  tiene el rango pleno  $m$  para casi todo  $\omega \in (-\pi, \pi]$ , condición equivalente a que  $y$  sea estocásticamente no singular (4).

Es revelador calcular el valor de los bonos bajo expectativas racionales en dos pasos aplicando un argumento que invoca la ley de las expectativas iteradas. En primer lugar, demos temporalmente a los compradores de bonos un «exceso» de información sustituyendo la expectativa subjetiva  $E_{t-1}(s_{t+j}) \equiv E(s_{t+j}|J_{t-1})$  en la ecuación [1] por  $E(s_{t+j}|J_t)$ , la esperanza matemática de  $s_{t+j}$  condicionada al historial de *shocks*  $w_t, w_{t-1}, \dots$  en la ecuación [2]. Bajo esta hipótesis de información ampliada, Hansen y Sargent (1980) mostraron en otro contexto que (5)

$$b_t = \sum_{j=0}^{\infty} \kappa_j w_{t-j}, \quad [4]$$

o

$$b_t = \kappa(L) w_t,$$

donde

$$\kappa(z) = \frac{z\sigma(z) - R^{-1}\sigma(R^{-1})}{z - R^{-1}} \quad [5]$$

donde  $z$  es una variable compleja escalar y  $\kappa(z)$  es la transformación- $z$  de la secuencia  $\{\kappa_j\}$  (6). A continuación, para reducir la información al conjunto  $w_{t-1}, w_{t-2}, \dots$ , realmente a disposición de los bonistas potenciales cuando compran los bonos en el momento  $t - 1$ , seguimos a Hansen *et al.* (1991), que establecieron que el requisito de que  $b_t$  sea medible con respecto a la información  $J_{t-1}$  en el momento  $t - 1$  es que la información conlleve que  $\kappa_j = \kappa(0) = 0$ , que a la luz de la ecuación [5] requiere que (7)

$$\sigma(R^{-1}) = 0 \quad [6]$$

La ecuación [6] tiene una interpretación económica natural: afirma que el valor actual de los coeficientes de media móvil para el superávit neto de intereses debe ser igual a cero. Esta condición hace que el valor de la deuda que vence en  $t$  sea medible con respecto a  $J_{t-1}$ .

Las ecuaciones [2], [3], [4], [5] y [6] codifican restricciones entre ecuaciones que son hitos de la econometría de las expectativas racionales: los coeficientes  $\kappa_j$  que indican la respuesta de deuda  $b_t$  a *shocks* pasados  $w_{t-j}$  son funciones no lineales del factor de descuento  $R^{-1}$  y los coeficientes  $\sigma_j$  en la representación de la media móvil para el superávit neto de intereses  $s_t$  (8).

Las ecuaciones [2], [3], [4], [5] y [6] ilustran gran parte de la estructura lógica y del poder empírico de la econometría de las expectativas racionales (9):

— Los valores actuales y retardados de todos los elementos del vector del *shock*  $w_t$  que inciden sobre superávits futuros  $s_{t+j}$  figuran en la ecuación de valoración de la deuda [4].

— Los coeficientes de respuesta a *shocks*  $\kappa_j$  en la ecuación [4] para el valor de la deuda cambiarían si la política pública alterara de manera permanente el  $\sigma_j$ 's en [3] que caracteriza al proceso estocástico del superávit público. Este hallazgo técnico se halla en el corazón de la influyente crítica de los procedimientos de valoración anteriores a la econometría de las expectativas racionales formulada categóricamente por Lucas (1976). En la sección III de este documento se sostiene que George Washington y Alexander Hamilton de alguna manera anticiparon este descubrimiento. Comprendían que para incrementar el valor de la deuda pública del gobierno federal estadounidense tendrían que romper el proceso estocástico [3] para  $\{s_t\}$  que había prevalecido en Estados Unidos en los años 1780.

— La misma teoría básica es aplicable cuando existen perspectivas de insolvencia. Supóngase, por ejemplo, con respecto a cada periodo que hay una probabilidad  $\pi \in (0, 1)$  de que el gobierno anule una fracción  $\phi \in (0, 1)$  de su deuda (10). Sea  $\bar{R}^{-1}$  el factor de descuento que se aplica a la deuda no afectada por el impago parcial. Entonces, el factor de descuento «equivalente a la certidumbre»  $R^{-1}$  que compensaría a un acreedor neutral con respecto al riesgo por mantener deuda susceptible de verse afectada por un impago es

$$R^{-1} = \bar{R}^{-1} [(1 - \pi) + \pi(1 - \phi)]. \quad [7]$$

La teoría anterior resulta aplicable con este ajuste en el factor de descuento. Cuanto mayores quitas,  $\phi$ , y probabilidades de impago,  $\pi$ , menor el factor de descuento  $R^{-1}$  y, por ende, reducen el valor de la deuda (11).

— Hansen *et al.* (2007) allanaron el camino para una ampliación de la teoría a fin de incorporar factores de descuento variables que pueden absorber parte de los efectos de los nuevos *shocks*  $w_t$ .

— Escollos técnicos importantes impiden vincular nuestra teoría con vectores autorregresivos. *Shocks* en vectores autorregresivos para  $y_t$  deben hallarse dentro del espacio de Hilbert comprendido por  $y_t, y_{t-1}, \dots$  (véase Sims, 1980). Estos denominados *shocks* fundamentales se producen al construir la representación de media móvil de Wold para  $y_t$  que está asociada con el límite de la secuencia de vectores autorregresivos de orden finito cuando se lleva a  $+\infty$  la longitud del retardo. Hansen *et al.* (1991) demuestran que la lógica interna de la ecuación del valor actual [1] y la restricción asociada  $\sigma(R^{-1}) = 0$  entrañan que la media móvil [2] no es una representación de Wold porque los *shocks*  $w_t, w_{t-1}, \dots$ , abarcan un espacio más amplio que el espacio lineal abarcado por  $y_t, y_{t-1}, \dots$ , de modo que los *shocks*  $w_t$  no son lo que se recuperaría haciendo un vector autorregresivo. Hansen *et al.* (1991) abordan las sustanciales implicaciones de este hecho a la hora de extraer consecuencias verificables económicamente de la teoría (12).

#### A. ¿Es necesaria más teoría económica?

Este tipo de teoría de previsión estadística y económica constituye la esencia del modelo de valoración usado por compradores y vendedores potenciales de deuda pública (13). A los efectos de estos compradores y vendedores, basta con tener un modelo estadístico bien ajustado del proceso estocástico [3] que rige el superávit público.

Ahora bien, para otros efectos, utilizar solo un modelo estadístico es inapropiado. El modelo formado por las ecuaciones [2], [3], [4], [5] y [6] es superficial ya que el proceso del superávit público  $\{s_t\}$  es en sí mismo el resultado de un proceso de decisión política (14). El modelo resume pero no pretende explicar las propiedades estadísticas del proceso de superávit [2]-[3] en términos del equilibrio de intereses en conflicto que realmente lo creó.

La teoría económica profundiza algo más, analizando las fuerzas económicas y políticas en contienda que efectivamente generan un régimen estadístico. En teoría económica, un agente es un problema de optimización limitada. Un modelo consiste en un conjunto de problemas de optimización limitada. Las teorías del equilibrio general, de juegos

y macroeconómica adquieren poder desplegando un concepto de equilibrio cuyo fin es organizar problemas de elección dispar situándolos dentro de un entorno coherente (15). En presencia de uno o más grandes operadores —gobiernos en este caso— las decisiones de algunos agentes normalmente inciden en los conjuntos de limitaciones de otros y, por tanto, en sus incentivos para tomar decisiones ulteriores. En tales casos, el proceso estadístico que representa un resultado de equilibrio emerge conjuntamente con las creencias de los agentes sobre qué sucedería en situaciones a las que ellos nunca tienen que hacer frente. Las creencias sobre esos eventos influyen de manera sustancial en los resultados que sí suceden (16). Chari y Kehoe (1990), Stokey (1991) y Bassetto (2005) han explorado y aplicado las nociones de equilibrio apropiado a situaciones en las que un gobierno de gran tamaño interactúa con muchos agentes privados atomizados.

No usaré formalmente un solo modelo en el resto de este artículo. Pero percepciones generales de esta clase de modelos dan virtualmente forma a todo cuanto observo en la historia fiscal y monetaria de Estados Unidos.

### B. ¿Mensaje de humildad?

Los modelos macro usan el concepto estándar de equilibrio para generar procesos estadísticos para cosas tales como el superávit público como resultados. Este es un potente método para «explicar» objetos como  $\{s_t\}$ . Pero el concepto de equilibrio puede incapacitar a quien se proponga mejorar los resultados. ¿Por qué? Porque el equilibrio ya contiene las mejores respuestas de todos los responsables de tomar decisiones, incluidas las autoridades públicas presentes en el modelo (17). Suponer que de un equilibrio que explicó los datos históricos también cabe esperar que «funcione» en el futuro pone al creador del modelo en la posición de no ser capaz de recomendar cambios en la política pública precisamente porque ha comprendido las fuerzas que han llevado a los responsables de dichas políticas a hacer lo que hacen. La forma del creador del modelo de comprenderlas es decir que estaban optimizándose. Y prestar asesoramiento implicaría que piensa que no estaban optimizándose o no estaban bien informadas (18).

### C. Modelando las reformas

Por el término «entorno» los teóricos de la economía entienden una lista de agentes, una especi-

ficación de acciones disponibles para cada agente, un espacio temporal de cuándo actúa uno, y un flujo de información que dice qué se sabe, y cuándo y por quién es conocido. Ciertos cambios en el entorno pueden suponer cambios en instituciones, por ejemplo, reexaminando decisiones concretas de un banco central independiente o asignando exclusivamente a los estados o al gobierno central determinados impuestos dentro de un sistema federal. Este concepto de equilibrio nos ata las manos al afirmar que si se quiere cambiar los resultados, como por ejemplo el proceso de superávit público antes mencionado, será preciso reformar las instituciones, lo que puede entrañar ponerse de acuerdo sobre una nueva Constitución. Algo que resulta subversivo. Sin embargo, eso es lo que nos enseña la teoría económica. George Washington y Alexander Hamilton lo sabían y por ello lideraron la segunda revolución política, esta en contra de los Artículos de la Confederación. Rediseñaron las instituciones estadounidenses en parte porque no les gustaba el proceso  $\{s_t\}$  (de equilibrio) ni el valor implícito de la deuda pública federal que los Artículos de la Confederación habían propiciado.

## III. ESTADOS UNIDOS

Reconociendo que carezco de algo que se aproxime a un modelo completo y, además, que estoy muy sesgado por una clase de modelos de equilibrio, emprendo ahora un ejercicio informal de reconocimiento de pautas para organizar los acontecimientos históricos que ocurrieron en Estados Unidos y que me recuerdan las opciones que tiene ahora ante sí Europa en la gestión de la moneda única (19). Veo a los autores de la Constitución en 1787, y a los arquitectos de las instituciones y políticas de nuestro gobierno federal en 1790-1792, bregando con las consecuencias de la restricción presupuestaria del gobierno federal [1], una ecuación que preocupa hoy tanto a Estados Unidos como a algunos Estados europeos (20).

### A. Victorioso pero insolvente

Estados Unidos salió de la guerra de Independencia en 1783 con grandes deudas y una Constitución que incapacitaba al gobierno central estadounidense. Los Artículos de la Confederación establecieron un Congreso Continental y un ejecutivo débil más allá de los sueños más dulces de cualquier estadounidense contemporáneo partidario de un gobierno pequeño. Los artículos tenían el efecto

deseado de impedir al gobierno federal exigir impuestos y gastar. Ese resultado servía a los intereses de algunos ciudadanos estadounidenses, pero no de otros. No era bueno para los acreedores del Congreso Continental. El Congreso Continental carecía de las competencias pertinentes para atender su sustancial deuda externa e interna. Para exigir impuestos, el gobierno central necesitaba la autorización unánime de 13 estados soberanos (21). Para financiar la guerra, el Congreso Continental tuvo que emitir IOU (de la expresión inglesa «I Owe you», Te debo) en forma de papel moneda no remunerado («pagarés»), así como en forma de deuda remunerada (22). Lo mismo hizo cada uno de los 13 estados. Después de la guerra, los estados pudieron exigir impuestos para al menos atender el servicio de parte de su deuda remunerada (23). Pero el gobierno central no pudo. Regularmente solicitaba contribuciones a los estados, con limitado éxito en el mejor de los casos (24). Una de las consecuencias de esto fue que la deuda continental cotizaba con grandes descuentos, y también la deuda de muchos estados. Los papeles moneda se depreciaron sustancialmente (25). Privado de ingresos tributarios, el Congreso Continental intentó renovar sus deudas al vencimiento y pagar los intereses devengados endeudándose más (26). Esto le resultaba cada vez más difícil conforme transcurrían los años de la década de 1780. Al final, el Congreso Continental dejó de pagar a sus acreedores y vio cómo crecían los intereses de demora en forma de unos nuevos IOU denominados *indents*. La competencia para exigir aranceles, la fuente con mayor potencial de recaudación de ingresos tributarios, correspondía a los estados. En 1781 y 1783, el Congreso Continental pidió a los 13 estados que ratificaran enmiendas a los Artículos de la Confederación que le habrían otorgado poder para exigir un arancel de importación continental cuya recaudación estaría afectada íntegramente al servicio de la deuda continental. Las dos veces, 12 estados lo aprobaron pero uno dijo no (Rhode Island, la primera vez, y Nueva York, la segunda), logrando el rechazo de la enmienda (véase McDonald 1985: 170-171).

### B. Políticas comerciales

En los años 1780, con arreglo a los Artículos de la Confederación, Estados Unidos tenía 13 políticas arancelarias y 13 políticas comerciales. El principal socio comercial de EE.UU., Gran Bretaña, aplicaba una política de discriminación contra el comercio y los productos estadounidenses. Gran Bretaña no había discriminado tanto antes de la revolución,

pero una consecuencia previsible de la victoria en la revolución estadounidense era que los 13 estados americanos quedarían excluidos del sistema comercial del Imperio británico. Ocasionalmente, los distintos estados de EE.UU. intentaron individualmente tomar represalias contra la discriminación británica, pero sus esfuerzos se vieron siempre minados por los estados vecinos (27). Los británicos podían usar unos estados de EE.UU. contra otros.

### C. Crisis y una segunda revolución

Milton Friedman dijo que los países se enfrentan a los problemas solo después de entrar en crisis. En los años 1780, los enormes intereses de la deuda y divisas que se habían emitido para financiar la guerra dieron lugar a una prolongada crisis fiscal desde el punto de vista no solo de los acreedores del gobierno, sino también de sus contribuyentes. Medidos a la par (pero no a los valores fuertemente descontados prevalecientes entonces en el mercado), la ratio de la deuda continental y estatal con respecto al PIB se situaba cerca del 40 por 100, una deuda descomunal para una época en la que el gobierno solo podía recaudar un porcentaje mínimo del PIB en impuestos. Unos dos tercios de esta deuda habían sido contraídos por el Congreso Continental, el resto por los 13 estados (28). A veces las crisis fiscales provocan revoluciones políticas que renegocian promesas pasadas y reajustan las cuentas entre contribuyentes y acreedores del gobierno, como sucedió en Francia en 1789 y en Estados Unidos en 1787-1788 (29).

## IV. REESTRUCTURACIÓN DE LAS INSTITUCIONES FISCALES

Para reordenar poderes e incentivos, los artífices prescindieron de la constitución original, los Artículos de la Confederación, y redactaron una constitución totalmente nueva, mejor diseñada para proteger a los acreedores del Gobierno de estadounidense (30). La Constitución de los Estados Unidos realineó incentivos y competencias de forma que: a) permitió al gobierno central dedicar suficientes ingresos tributarios para atender el pago de la deuda emitida por el Congreso Continental y por los estados para pagar la guerra, y b) asignó al gobierno central la competencia exclusiva para gravar y regular el comercio internacional de EE.UU. Esto proporcionó al gobierno federal las herramientas para implementar una política comercial nacional suscep-

tible de disuadir a los británicos de discriminar contra los ciudadanos estadounidenses.

En los primeros días de Estados Unidos, la restricción presupuestaria del gobierno vinculaba muy estrechamente la capacidad de atender la deuda a la política comercial. El hecho de que los aranceles fueran la principal fuente de ingresos federales situó al país frente a una opción que marcó la política estadounidense desde 1789 hasta 1815. Gran Bretaña era potencialmente su principal socio comercial. Recaudar ingresos tributarios para financiar la deuda de EE.UU. requería unos volúmenes de comercio cuantiosos y fiables con Gran Bretaña, aun cuando ello implicara abstenerse de reaccionar a la discriminación británica contra los productos y barcos estadounidenses. Ahora bien, debido a que Washington y Hamilton y los Federalistas acordaron priorizar el pago de la deuda del Gobierno estadounidense para ganar así una reputación para el país de buen pagador, convirtieron la salvaguarda de una difícil paz con Gran Bretaña en un elemento clave de su política. Así pues, se abstuvieron de tomar represalias contra las restricciones comerciales británicas. Más tarde, justamente porque querían tomar represalias contra las restricciones comerciales británicas, Jefferson y Madison y los Republicanos estuvieron dispuestos a poner en peligro el volumen de comercio con Gran Bretaña y sacrificar los ingresos arancelarios federales. Y estaban dispuestos a hacerlo incluso a costa de dañar los intereses de los acreedores de EE.UU. Irwin (2009) describe cómo las elecciones en torno a estos *trade-offs* pueden explicar los resultados políticos en EE.UU. tanto en los años 1790, cuando los Federalistas protegieron el comercio y la paz, como después de 1805, cuando los Republicanos pusieron en peligro el comercio y la paz, primero con un embargo y, luego, con la guerra de 1812 contra Gran Bretaña (31).

### A. Reorganización de los asuntos fiscales

Hamilton y el primer Congreso reorganizaron, en primer lugar, los asuntos fiscales (32). Las fechas reflejan las prioridades. El Congreso creó el Departamento del Tesoro el 2 de septiembre de 1789, un Banco de los Estados Unidos el 25 de febrero de 1791 y la Casa de la Moneda de los Estados Unidos con la Ley de Acuñación de 2 de abril de 1792. El 21 de septiembre de 1789, el Congreso ordenó al recién nombrado secretario del Tesoro Alexander Hamilton que elaborara un plan para «una adecuada provisión del crédito público». Hamilton presentó su *Informe sobre el Crédito Público* ante el

Congreso el 14 de enero de 1790. El Congreso aceptó las recomendaciones de Hamilton, incluida su propuesta de nacionalizar las deudas de los estados, en las Leyes de 4 y 5 de agosto de 1790 (33). En dichas leyes se establece un plan detallado para la reestructuración de la deuda continental vendiendo un conjunto de títulos que el Congreso diseñó con el asesoramiento de Hamilton. Estos nuevos títulos prometían pagos periódicos denominados en una unidad de divisa llamada «dólar», que a agosto de 1790 era una moneda de plata emitida por España.

Hamilton (1790) dijo al Congreso que cumplir las promesas originales del Congreso Continental de pagar, reduciría la rentabilidad *prevista* de la deuda federal al incrementar su rentabilidad *ex post* con respecto a lo previsto durante los años 1780, cuando la deuda continental cotizaba con grandes descuentos (34). También sostuvo que la rentabilidad prevista podría rebajarse si los operadores privados llegaban a considerar la deuda federal como una obligación totalmente fiable para el portador, incrementando su liquidez. Confirmando las expectativas de Hamilton, los descuentos de los bonos continentales y estatales se evaporaron cuando se difundió la noticia del resultado pro Administración del debate (35).

### B. Discriminación y liquidez

Una parte especialmente fascinante del informe de Hamilton es su respuesta a la propuesta de James Madison de discriminar entre los propietarios existentes de bonos continentales en función de la fecha en la que los hubieran comprado (véase Hamilton, 1790). Motivado por cierta preocupación por la justicia, Madison quería arrebatar las plusvalías excesivas a la gente que había comprado los bonos continentales con descuento; también quería compensar a los antiguos propietarios que los habían vendido con descuento. Hamilton convenció al Congreso de que tal discriminación *ex post* incidiría negativamente en las creencias de los potenciales compradores de deuda pública y, por ende, lastimaría su liquidez y la confianza del mercado en los títulos de deuda pública al portador (36).

### C. Rescate federal de los estados

Estados Unidos comenzó con un rescate global de los estados individuales cuando el 4 de agosto de 1790 el Congreso aceptó la propuesta de

Alexander Hamilton de nacionalizar (o «asumir») las deudas de los estados. Así culminó una negociación que comenzó en la convención constitucional en la que se transfirió la competencia de gravar las importaciones de los estados al gobierno federal. A cambio de hacerse con la fuente de ingresos tributarios más importante, el gobierno federal accedió a rescatar a los estados, una decisión que realineó los intereses de los acreedores en contra de los estados y a favor del gobierno federal (37). Al convertir a los acreedores de los estados en acreedores del gobierno central, Hamilton convirtió a esos bonistas en defensores de una política fiscal federal que consagrara una parte sustancial del producto de los aranceles al servicio de esos bonos. Una justificación explícita para nacionalizar la deuda de los estados fue que la mayor parte de la misma había sido incurrida para financiar las contribuciones de los estados a la guerra de Independencia nacional. El Tesoro de los Estados Unidos estableció un sistema diseñado para contabilizar las contribuciones de cada estado a la Gloriosa Causa y compensarlos consecuentemente. Habría sido prudente por parte de los prestamistas posteriores apreciar que el Congreso había reconocido que fue la contribución de los estados a esa empresa nacional lo que justificaba el rescate de 1790. Los inversores no deberían haberlo interpretado como una promesa de rescatar a los estados en el futuro, sea cual fuere el motivo, pero, evidentemente, así lo creyeron algunos muy a su pesar (por favor, véase la sección VI más adelante).

#### D. ¿Por qué pagar?

Las instituciones gubernamentales que diseñaron y las decisiones tomadas por el Congreso y el presidente en 1790 y 1791 confirman que los artífices tenían la intención de pagar íntegramente las deudas que habían heredado del Congreso Continental. Dar por buenas las promesas hechas originalmente a los tenedores de deuda continental y estatal incurrida para financiar la guerra de Independencia supuso defraudar otras expectativas y romper promesas dadas implícitamente al menos en otras dimensiones de la política fiscal, como, por ejemplo, mantener los impuestos bajos. Los fuertes descuentos con los que cotizaba la deuda continental a mediados de los años 1780 reflejaban las anticipaciones de los operadores de esa política de impuestos bajos. ¿Por qué, entonces, los artífices eligieron mantener algunas promesas (las hechas a sus acreedores, que aparentemente ya estaban descontadas de manera sustancial) y romper otras (a

los contribuyentes continentales) que habían sido protegidas por los Artículos de la Confederación? (38). Si, como parece apropiado, consideramos 1787 o 1789 como un nuevo comienzo —«tiempo 0» en los modelos de Ramsey de planes y diseños de mecanismos recursivos—, los modelos de Ramsey en la tradición de agentes representativos de Lucas y Stokey (1983), Chari, Christiano y Kehoe (1994) y Jones, Manuelli y Rossi (1997) no nos ayudarán a responder a esa pregunta. Esos modelos suelen aconsejar a los gobiernos que se declaren insolventes con respecto a la totalidad de la deuda pública inicial, para imponer así el impuesto menos distorsionador posible, un gravamen imprevisto sobre el capital (39). Otros gobiernos revolucionarios hicieron eso (40), pero no los artífices de EE.UU. Su objetivo a la hora de realinear competencias e intereses era afirmar que un «trato es un trato», al menos en cuanto concernía a las obligaciones para con los acreedores del gobierno, si bien no con los contribuyentes.

Para comprender por qué Hamilton y Washington y otros artífices querían pagar, tenemos que tener en cuenta las heterogeneidades de las situaciones económicas y consiguientes conflictos de intereses (véase Meltzer y Richard, 1981), al igual que las consideraciones sobre reputación que están ausentes en estos modelos de Ramsey. Los fines para los que se incurrieron en esas deudas iniciales, las identidades de los acreedores individuales y las consecuencias adversas percibidas de su impago eran factores todos que importaban y en cambio se despreciaban en los tres modelos de agentes representativos de Ramsey citados anteriormente (41). Dichos modelos de Ramsey ayudan a explicar las políticas públicas después de algunas revoluciones políticas, pero no la de Estados Unidos en 1789.

Con el pago de esas deudas continentales y estatales, el secretario del Tesoro Hamilton quería que el gobierno federal estadounidense lograra un acceso duradero a los mercados de crédito domésticos e internacionales. Ello ampliaría las opciones en caso de emergencias de financiación temporales del gasto público mediante empréstitos, permitiendo así a sus sucesores moderar las subidas de impuestos contemporáneas precisas para financiar tales emergencias (42). También afirmó que un destacado *stock* de deuda pública que genera una rentabilidad relativamente sin riesgo fomentaría el desarrollo de los mercados de crédito domésticos, los cuales, en su opinión, serían de gran ayuda para el comercio y la industria (43).

### E. Arreglos monetarios

Hamilton y el Congreso no se ocuparon de la política monetaria hasta después de la puesta en marcha de la política fiscal con las Leyes de 4 y 5 de agosto de 1790. Hamilton presentó un informe proponiendo un Banco de los Estados Unidos el 14 de diciembre de 1790, y su informe proponiendo la acuñación de monedas de plata y oro por la Casa de la Moneda de los Estados Unidos solo el 28 de enero de 1791. Por lo general, se suponía que Estados Unidos seguiría a los principales países europeos adoptando un patrón metálico. Así pues, las restantes decisiones de política monetaria de los artífices consistieron simplemente en elegir los tamaños de las monedas y decidir la tasa de señoreaje (44).

### F. ¿Un banco nacional?

Tras un tenso debate durante el cual James Madison afirmó que la fundación de un banco con monopolio federal sería inconstitucional, el Congreso otorgó un estatuto federal exclusivo de veinte años al Banco de los Estados Unidos (45). El banco era principalmente una entidad de propiedad privada y operaba básicamente en beneficio de sus accionistas privados, si bien sí desempeñaba las funciones de agente fiscal del gobierno federal y de depositario de los ingresos federales. También emitió billetes bancarios que circularon como divisa y eran convertibles en metal si se solicitaba. Emitió pagarés canjeables solo si estaban respaldados por préstamos a corto plazo al gobierno federal o préstamos comerciales a muy corto plazo de bajo riesgo. Evitó préstamos inmobiliarios y otros préstamos a largo plazo y arriesgados. De esta manera, podría decirse que implementó el régimen *real-bills* de Adam Smith (1806), cuya obra sobre la materia es muy probable que estuviera influido por Hamilton (46).

### G. Una Casa de la Moneda

Parece que los redactores de la Constitución de los Estados Unidos consideraron la política monetaria como un asunto marginal que era preciso ordenar solo después de haber sentado las bases de una política fiscal sensata. La Ley de 4 de agosto de 1790 (1 Estatutos, 138), había establecido procedimientos detallados para la financiación de las deudas de EE.UU. y de los estados. Los nuevos IOU federales se denominarían en dólares, que a 4 de agosto de 1790 significaba dólares españoles, ya

que en aquella época no había dólares estadounidenses. En un informe sobre acuñación entregado en mayo de 1791, Hamilton proponía que Estados Unidos fabricase un dólar de plata que habría de contener la misma cantidad de plata que el dólar español (47). En la Ley de la Casa de la Moneda de 2 de abril de 1792 se aceptaban prácticamente tal cual las recomendaciones de Hamilton mediante la creación del dólar estadounidense. En términos del determinante fundamental de su valor, a saber, su contenido de metal, el dólar estadounidense fue una copia del dólar español, con la única diferencia de que llevaba «leyendas» estadounidenses y no españolas estampadas en sus caras. En términos de sus fuerzas económicas esenciales, el hecho de que fuera o no Estados Unidos quien realmente acuñara esos dólares era secundario (48).

### H. Resultados

En el Anexo se muestran resultados importantes en gráficos de datos tomados principalmente de los primeros informes del Tesoro de Estados Unidos. Los fuertes descuentos de la deuda continental desaparecieron y el gobierno federal pudo reestructurar su deuda con éxito (véase nuevamente la ecuación [7] para el factor de descuento). Los aranceles representaban virtualmente todos los ingresos tributarios federales. Durante los años 1790 el gobierno federal recaudaba anualmente cerca del 2 por 100 del PIB en forma de impuestos. Un 40 por 100 de dichos ingresos se destinó a pagar la deuda. Bajo Hamilton y sus sucesores Federalistas, se pagó la deuda y el principal se renovó, pero el sustancial crecimiento económico permitió que la ratio deuda/PIB se redujera de manera más o menos continuada hasta la guerra de 1812, salvo el incremento usado para pagar la compra de Luisiana a Napoleón Bonaparte por 15 millones de dólares (49). En 1790 se previó un gran «espacio fiscal» (véase Ghosh *et al.*, 2011) para Estados Unidos por las perspectivas de rápido crecimiento de la población y de la economía, perspectivas que se realizaron en los veinticinco años posteriores a 1790.

### V. ¿AVANCE?

Los protocolos temporales que prevalecen en las sociedades democráticas suscitan cuestiones sempiternas sobre los roles de compromisos, precedentes y reputaciones. Las expectativas sobre las decisiones de gobiernos *futuros* influyen en los precios y en las cantidades *de hoy*, pero los ciudadanos

y responsables de las políticas públicas de hoy no pueden obligar a los ciudadanos futuros a seguir cursos de acción prescritos (50). Las decisiones tomadas en 1790 y 1791 fueron solo el principio de la gran aventura fiscal y monetaria estadounidense. Las conjeturas acerca de cómo sus sucesores completarían o modificarían sus planes preocuparon sobremanera a los artífices (51). Pretendían crear instituciones (¿protocolos temporales?) y precedentes (¿reputaciones?) que fueran susceptibles de limitar las opciones posteriores, de tal modo que indujeran a sus sucesores a elegir políticas públicas sensatas. En la historia posterior de EE.UU. se registraron revueltas fiscales (una rebelión armada contra el gobierno federal en 1794 en Pensilvania occidental, donde los agricultores protestaban contra un impuesto especial federal que gravaba el whisky) y revueltas contra la regulación de los aranceles y del comercio (en 1814, cuando los estados de Nueva Inglaterra amenazaron con disolver la Unión, y a comienzos de los años 1830, cuando el presidente Jackson se enfrentó a John C. Calhoun y a Carolina del Sur durante la crisis de la anulación). Las luchas relacionadas con el alcance de las competencias tributarias, de gasto y de regulación del gobierno federal continuaron hasta, e incluso después, de la guerra de Secesión.

En este punto conviene mencionar ejemplos de cómo las decisiones de un gobierno interactúan con las de gobiernos anteriores y posteriores.

### A. ¿Papel moneda federal y estatal?

Los autores de la Constitución y sus partidarios aborrecían el papel moneda y el estado lamentable al que se había visto reducido el crédito de Estados Unidos en el interior del país y, posiblemente, también en el extranjero. Esa actitud sirvió de marco a un debate en la convención constitucional sobre qué competencias sobre el patrón monetario debían asignarse a los gobiernos estatales y federal y cuáles no. Los delegados en la convención acordaron prohibir a los gobiernos *estatales* emitir pagarés o convertir cualquier otro tipo de papel moneda en moneda de curso legal (52). ¿Y qué hay del gobierno *federal*? En los borradores preliminares de la Constitución se había otorgado al Congreso federal el derecho a emitir pagarés. Así pues, aun cuando la convención ya había acordado explícitamente prohibir a los estados emitir papel moneda, en la mañana del 16 de agosto de 1787, la cláusula octava del artículo séptimo del borrador de Constitución decía que «el legislador de Estados Unidos

estará facultado para tomar dinero en préstamo y emitir títulos con cargo al crédito de Estados Unidos». En las notas de Madison de los procedimientos de la convención de 16 de agosto de 1787 se hace referencia a un debate sobre una moción para suprimir la cláusula que autorizaba al Congreso a emitir pagarés. La moción enfrentó a 9 estados contra 2.

Tres de las intervenciones en el debate del 16 de agosto me parecen especialmente fascinantes: 1) Las nítidas declaraciones de James Wilson haciendo hincapié en las ventajas *ex ante*, en términos de fomento del crédito, que se obtendrían denegando a los responsables de tomar decisiones de gobiernos futuros el poder para emprender acciones que ocasionalmente podrían tentarles *ex post*; 2) Las declaraciones de George Mason y Edmund Randolph instando a la convención a constatar las ventajas de reservar a los futuros responsables de tomar decisiones una flexibilidad suficiente para abordar contingencias que no se podían prever en 1787; y 3) La observación de Madison de que denegar la potestad de convertir en dinero de curso legal los pagarés del gobierno bastaría para limitar cualquier posible abuso (53).

En parte influidos por su comprensión de ese debate de 16 de agosto de 1787, durante los primeros setenta y cinco años del siglo XIX muchos estadounidenses creyeron que los artífices habían pretendido impedir al gobierno federal emitir papel moneda como dinero de curso legal, y que el hecho de que la mayoría de los delegados no hubiera ido más allá prohibiendo explícitamente al gobierno federal emitir pagarés solo reflejaba la presunción de los delegados en la convención constitucional de que los poderes no conferidos explícitamente debían entenderse como denegados al Congreso (54). Un vasto examen de los registros documentales convenció a Bancroft (1886) de que la intención de los redactores de la Constitución era claramente no permitir al Congreso establecer el papel moneda como dinero de curso legal (55).

### B. ¿Qué tipo de unión monetaria?

Incluso antes de 1789, los 13 estados ya habían formado, de hecho, una unión monetaria en el sentido que todos usaban el dólar español. En la Sección 8 del Artículo 1 de la Constitución de los Estados Unidos se otorga al Congreso federal la competencia exclusiva para «acuñar dinero, regular el valor del mismo así como de las monedas extran-

jas y para fijar los patrones de pesos y medidas». Como vimos en la sección V.A, la Constitución prohíbe expresamente a los estados emitir papel moneda, y la mayoría pensaba que la prohibición se aplicaba igualmente al gobierno federal. El gobierno federal solo eludió modesta y temporalmente esa limitación implícita al permitir al Banco de los Estados Unidos emitir billetes de circulación a cambio de deuda pública a corto plazo (56). Los estados necesitaron más tiempo para eludir la restricción (57). En enero de 1837, en *Briscoe vs. Bank of Kentucky*, la mayoría del Tribunal Supremo, incluido su recientemente nombrado presidente Taney, decidió que los bancos con autorización estatal y de propiedad estatal podían emitir billetes de papel (véase Howe, 2007, cap. 11). En el razonamiento de la doctrina de los *real-bills* de Adam Smith (1806) y Sargent y Wallace (1982), o en el razonamiento de Modigliani-Miller de Wallace (1981), se indica cómo esta decisión anula de forma efectiva la prohibición de la Sección 10 del Artículo I contra los estados de emitir títulos de crédito al permitir a los bancos estatales comprar bonos estatales con sus billetes de banco en circulación. Después de esto y hasta que el Congreso acabó con su existencia durante la guerra de Secesión, circulaba una multitud de monedas dentro y entre los estados durante lo que se ha dado en denominar de forma errónea la «era de libertad bancaria» (58). Muchas de dichas monedas circulaban simultáneamente con tipos de cambio variables entre ellas que reflejaban las probabilidades con las que los billetes de bancos con autorización estatal podrían convertirse en dinero en metálico si se solicitaba. Así pues, antes de la guerra de Secesión, de 1861 a 1865, teníamos una unión monetaria en un sentido: los metales preciosos eran la unidad de cuenta en toda la Unión. Pero en otro sentido no la teníamos: teníamos múltiples monedas que brindaban a los ciudadanos opciones de mantenimiento de divisas que conllevaban rentabilidades y riesgos diferentes. No existía ningún prestamista de última instancia, ni garantía de depósitos, ni tampoco presunción de rescate federal de los depositantes de los bancos. Todo lo que había detrás de esos billetes era la prudencia de los gerentes de los bancos promovida por lo que Bagehot (1920) denominó la «aprensión de conservación» de los propietarios de los billetes de banco (59).

Así pues, si los artífices pretendían establecer una unidad monetaria, en el mejor de los casos tuvieron un éxito dispar, al menos antes de la guerra de Secesión. Y si hubieran querido una unión monetaria, evidentemente se habría basado en dinero metálico,

no en una divisa fiduciaria gestionada como la que existe actualmente en EE.UU.

Ahora volveré sobre las continuadas controversias acerca del alcance de la unión fiscal establecida por los artífices en agosto de 1790.

## VI. ¿QUÉ TIPO DE UNIÓN FISCAL?

Desde el comienzo de la república en 1789 hasta la guerra de Secesión, los estadounidenses continuaron debatiendo sobre el alcance y la magnitud adecuados de las políticas tributaria, de gasto, transferencias y regulación del gobierno federal. Los intereses que confluyeron en los años 1830 en torno al «American System» del gran hombre de Estado del Partido Whig, Henry Clay, abogaban por el gasto federal en proyectos de infraestructuras —carreteras, canales, ferrocarriles, universidades—, bienes públicos que, en su opinión, merecían el apoyo de la política fiscal nacional. Una coalición de intereses fuertemente respaldada por los estados sureños bloqueó la mayor parte de estas iniciativas (60). McPherson (1988, sec. III, cap. 14) documenta cómo el 37 Congreso (1861-1862) aprovechó la ocasión de la secesión de la mayoría de los estados esclavistas para reordenar la unión federal con arreglo a criterios que cumplieran muchos de los objetivos de Clay. El 1 de julio de 1862, el Congreso aprobó la Ley de Rentas Internas, la cual, entre otras cosas, introdujo el primer impuesto federal sobre la renta. Ese mismo día, el Congreso aprobó la Ley de Ferrocarriles del Pacífico, concediendo suelo público y préstamos federales a las compañías que construyeran líneas de ferrocarriles intercontinentales. El 2 de julio de 1862, el Congreso aprobó la Ley Morrill por la que se otorgaban terrenos federales para la fundación de las que luego se conocerían como «Universidades de la Land Grant» (61). Anteriormente, leyes similares habían sido derrotadas por un Partido Demócrata —ahora diezmado por la desertión de su núcleo central a favor de la Confederación—, que quería establecer una unión federal más débil que la de Clay y Lincoln. Los estados secesionistas expresaron tales preferencias en una Constitución Confederal que en muchos aspectos importantes se parecía más a los Artículos de la Confederación que a la Constitución de los Estados Unidos. Fueron precisos cuatro años de espantosa guerra civil para forzar a los rebeldes a aceptar no solo la interpretación de Abraham Lincoln de lo que significaba que todos los hombres son «creados iguales», sino también el tipo de unión federal que

Hamilton y Washington habían comenzado y que Abraham Lincoln preservó y amplió.

*¿Otro rescate federal de los estados?* Una secuela del rescate de Hamilton en 1790 de las deudas de los estados brinda otro ejemplo de cómo una crisis fiscal puede provocar cambios institucionales duraderos, esta vez en el ámbito de los estados individuales (62). Actualmente, la constitución de muchos estados de EE.UU. obliga al ejecutivo estatal a equilibrar sus presupuestos anualmente. Antes de los años 1840, las constituciones estatales de los estados de EE.UU. no imponían presupuestos equilibrados cada año. Adams (1887) cuenta cómo, en respuesta a las adversas situaciones fiscales de finales de los años 1830 y comienzos de los años 1840, muchos estados reformaron su constitución para exigir presupuestos equilibrados anualmente (63). He aquí la historia.

Durante los treinta años posteriores a 1789, los ciudadanos debatieron si el gobierno federal debía o podía financiar proyectos de infraestructuras públicas. Antes de la guerra de Secesión decidieron que no podía. En respuesta a una serie de vetos presidenciales a dotaciones para obras públicas, los gobiernos estatales asumieron la responsabilidad de los proyectos de obras públicas. A partir de 1829, muchos gobiernos estatales incurrieron en abultados déficits públicos, una parte sustancial de los cuales estaba justificada en la época porque se consideraban déficits en la cuenta de capital, no en la cuenta corriente. La lógica era que esos bonos estatales habían sido emitidos para ayudar a financiar proyectos de infraestructuras públicas o privadas. La gente avanzaba la teoría de que esos bonos en última instancia se autofinanciarían, ya que promoverían el crecimiento y una mayor recaudación estatal vía tasas o impuestos sobre terrenos revalorizados. La creencia en esa teoría permitió que los bonos estatales se vendieran fácilmente. Algunos fueron comprados por inversores europeos que, en parte, estaban convencidos por la teoría de la autofinanciación, pero que también parecían haber entendido por error que conllevaban una protección para el inversor similar a la de los bonos federales, que se habían labrado una buena reputación por un historial sostenido de haber sido atendidos después de las guerras de Independencia y de 1812. Y los inversores en bonos estatales sabían que el gobierno federal había rescatado ampliamente las deudas de los estados al comienzo de la república. Asimismo, la Sección 1 del Artículo IV de la Constitución de los Estados Unidos disponía una fuerte protección para los propietarios de deudas estatales:

«En cada estado se dará total valor y crédito a los actos, registros y procedimientos judiciales públicos de todos los demás estados. Y el Congreso podrá ordenar mediante leyes generales la forma en que dichos actos, registros y procedimientos deban demostrarse y el efecto que producirán». Ahora bien, es posible que los inversores extranjeros en bonos estatales no se hubieran apercibido del debilitamiento de la protección de los inversores resultante de la Undécima Enmienda a la Constitución, aprobada en 1793 después de que un ciudadano de un estado hubiera demandado al gobierno de otro estado ante un tribunal federal. La Undécima Enmienda desmonta la protección del inversor originalmente garantizada por la Sección 1 del Artículo I, al establecer: «No se interpretará que el Poder judicial de los Estados Unidos tiene jurisdicción sobre los litigios en derecho o en equidad incoados o seguidos contra uno de los estados de la Unión por ciudadanos de otro estado o por ciudadanos o súbditos de cualquier estado extranjero».

La historia no tuvo un final feliz ni para los bonistas europeos ni para los demás. Durante una recesión a finales de los años 1830, muchos estados se declararon insolventes (véase Scott, 1893; Ratchford, 1941). Los bonistas europeos se enteraron entonces de que la Undécima Enmienda les privaba, tanto a ellos como a otros acreedores de los estados de EE.UU., de la protección de los tribunales federales. Durante los años 1840 el Congreso debatió pero al final desestimó las propuestas del gobierno federal de pagar esas deudas estatales. Durante los debates del Congreso, los partidarios del rescate aludieron al precedente sentado por el rescate de los estados de Hamilton en 1790. Pero los oponentes sostuvieron con éxito que Hamilton había rescatado las deudas de los estados incurridas para una gloriosa causa nacional, mientras que las deudas de comienzos de los años 1840 se habían incurrido para causas muy distintas, como eran las de financiar proyectos locales. Esos y otros argumentos llevaron al Congreso a denegar el rescate de las deudas estatales.

Este episodio costó a Estados Unidos una reputación de alta calidad ganada duramente para la deuda pública estadounidense, tanto federal como estatal, y sembró dudas sobre su reputación en dos direcciones. Parece que la respuesta de los mercados internacionales de deuda a los impagos de las deudas estatales no incluyó de manera inmediata una inclinación a adoptar una opinión matizada que discriminara finamente entre la solvencia de las autoridades estatales y federal. Durante años, la repu-

tación del crédito federal en Europa sufrió junto al estatal.

Pero la decisión del Congreso de no rescatar a los estados tuvo otras consecuencias para el país, supelementalmente más beneficiosas. Un legado de la decisión del Congreso fue que en los años 1840 más de la mitad de los estados de EE.UU. reformaron sus constituciones para exigir el equilibrio anual de las cuentas públicas. Este es otro ejemplo más de una crisis fiscal que genera un cambio institucional duradero que a veces denominamos revolución (64).

¿Hizo el Congreso lo correcto al negarse a asumir las deudas de los estados? Existen razones de peso para pensar que así fue: a costa de sacrificar temporalmente la buena reputación que el gobierno federal había ganado con gran esfuerzo ante los inversores internacionales que no eran capaces o no estaban dispuestos a distinguir entre el historial de reembolso de los gobiernos estatales y federal, esa decisión logró establecer una fuerte reputación del gobierno federal frente a los estados. El Congreso dijo a los estados que no esperasen que el gobierno federal acudiera en su ayuda para financiar su despilfarro (65). Expresándolo de forma más cruda, si al rescatar esas deudas estatales el gobierno federal hubiera generado la expectativa de que respaldaría los empréstitos de los estados en el futuro, tal decisión habría expuesto a Estados Unidos a consecuencias adversas del tipo de las que advierten Kareken y Wallace (1978) en otro contexto, a saber, el aseguramiento de las entidades financieras. Kareken y Wallace enseñaron que un seguro público a un precio insuficiente de depósitos de intermediarios financieros inadecuadamente regulados genera incentivos para que dichos intermediarios crezcan lo más posible en tamaño y riesgo. Casi con certeza ello pondrá al gobierno en el brete de tener que rescatarlos en el futuro. Por consiguiente, Kareken y Wallace vienen a decir que si se quiere extender el seguro de depósitos, es mejor regular bien las carteras de los intermediarios financieros. Ampliando y aplicando la lógica de Kareken y Wallace al rescate federal de los estados, a cambio de ofrecer dicho seguro, un rescate federal de los estados habría colocado a Estados Unidos en el camino a extender el control federal a las políticas fiscales de los estados. ¿Y adónde nos habría llevado esto? ¿Al control federal también de las ciudades? (66). Si en los años 1840 el Congreso no se hubiera negado a rescatar a los estados, es probable que esas constituciones estatales nunca se hubieran reformado para obligar a equilibrar anualmente las cuentas de los estados.

## VII. ¿QUÉ LECCIONES PUEDEN EXTRAERSE PARA AHORA?

Para el tipo de estado federal que teníamos con los Artículos de la Confederación en los años 1780 —una débil unión fiscal poco susceptible de pagar a sus acreedores lo que les había prometido—, esos bonos continentales fuertemente descontados representaban un precio adecuado en los años 1780. Hamilton y Washington se habían propuesto cambiar el «tipo» de estado federal realineando los intereses de tal forma que indujeran a Estados Unidos a pagar lo que había prometido anteriormente y lo que prometería más tarde. Y Hamilton quería que el mercado ajustara el precio de los bonos en consecuencia (vía fórmula [7] para el factor descuento nuevamente). Hamilton comenzó a manipular las expectativas presentes y futuras de los acreedores públicos sobre si el gobierno pagaría su deuda de la única manera que él sabía: creando una unión fiscal con instituciones e intereses alineados, de tal modo que se incrementaran las probabilidades reales de que el gobierno federal atendiera la deuda. El propósito de los artífices al crear esa unión fiscal no era primordialmente facilitar una unión monetaria, un proyecto distinto sobre el que revelaron una gran ambivalencia en su posterior indecisión sobre si autorizar o no un banco nacional, o en su lugar fomentar la competencia entre las divisas privadas emitidas por los diversos bancos estatales.

En términos de ordenación fiscal, la Unión Europea de hoy presenta características que recuerdan a los Estados Unidos de los Artículos de la Confederación. La competencia tributaria corresponde a los estados. Muchas decisiones fiscales importantes que afectan al conjunto de la Unión Europea requieren el acuerdo unánime de los Estados miembros. Hoy día los reformadores de Europa tratan de rediseñar estos aspectos de las instituciones europeas, pero hasta ahora el orden temporal en el que han pretendido reordenar las instituciones evidentemente ha diferido de las primeras experiencias de EE.UU. en aspectos clave. Estados Unidos primero nacionalizó la política fiscal y, para los artífices de EE.UU., la política monetaria no significaba gestionar una moneda fiduciaria común, o quizá ni siquiera tener una moneda común. La Unión Europea primero ha tratado de centralizar los mecanismos de gestión de una moneda fiduciaria común y hasta ahora ni siquiera se planteaba una unión fiscal. Y para comenzar su unión fiscal, Estados Unidos llevó a cabo un rescate global de la deuda pública de los estados individuales. De momento, al menos, la Unión Europea no tiene una unión fiscal, y pocos estadistas

abogan ahora abiertamente por un rescate total por la Unión Europea de la deuda pública emitida por los gobiernos de los Estados miembros.

A la vista, en especial, de la conflictiva y oscura situación política que caracteriza hoy día la política monetaria y fiscal de Estados Unidos, sin duda es poco adecuado que un estadounidense dé consejos a los ciudadanos europeos sobre qué lecciones extraer, en su caso, de la historia de cómo Estados Unidos creó una unión fiscal. Para sacar lecciones útiles sería importante identificar circunstancias en la Europa actual que coinciden con las de Estados Unidos en aquel entonces, así como las circunstancias que difieren. Estados Unidos creó su unión fiscal en una época en la que la gran mayoría de la gente vivía y trabajaba en el campo y en la que una minoría sustancial de personas eran esclavas. La gente era mucho más pobre entonces que ahora. La esperanza de vida era mucho más corta entonces que ahora. En aquella época muy pocos trabajadores vivían lo bastante o ganaban lo suficiente para permitirse dejar de trabajar mucho antes de morir. Los médicos y la medicina a menudo hacían más mal que bien, por lo que probablemente era mejor que la mayoría de la gente no pudiera permitírselos. Las retribuciones diferidas, en su mayor parte por el servicio militar (pensiones), aunque también algunas por las tierras confiscadas a las poblaciones nativas estadounidenses, eran las únicas transferencias públicas a las que se tenía derecho. La mayor parte de la población no podía votar. El gobierno federal era pequeño y solo redistribuía una pequeña parte del PIB. En la época de paz durante las dos primeras décadas de la existencia de Estados Unidos, el gasto federal rondó el 1-2 por 100 del PIB, y a comienzos de la década de 1790 el gobierno federal dedicaba el 40 por 100 de sus ingresos tributarios al servicio de la deuda federal. La deuda pública que el Congreso y el presidente nacionalizaron en los años 1790 había sido incurrida para una causa nacional ampliamente respaldada (67). Y cincuenta años más tarde, cuando el Congreso se negó a llevar a cabo otro rescate federal masivo de las deudas estatales, demostró su negativa que sí importaban los fines para los que se habían contraído dichas deudas estatales.

Muchas de esas circunstancias difieren de la Europa actual. A diferencia del gobierno central de los Estados Unidos de entonces, la Unión Europea no tiene en sí misma una abultada deuda pública; al contrario, las deudas en apuros que el mercado descuenta son todas ellas obligaciones incurridas por gobiernos estatales. La gente vive más tiempo y, en su mayor parte, no trabaja en el campo. Es pensionista durante un periodo sustancial de su vida y mucha

gente no empieza a trabajar hasta una edad bastante más avanzada que a la que comenzaban los primeros estadounidenses. El gasto público en educación es considerable. Los médicos y los medicamentos hacen que la gente viva más sana y sea más longeva. Las familias son más débiles. Las redes de seguridad y los sistemas de jubilación y de salud financiados con fondos públicos son universales y absorben una parte sustancial de los presupuestos nacionales. La legislación estatal en materia laboral ha cambiado (ya no existe la esclavitud), hay salarios mínimos, prestaciones por desempleo y discapacidad, así como leyes para la protección del empleo. Estas difieren en generosidad y fuerza entre los distintos Estados de la UE (68). ¿Hay diferencias más grandes entre estas instituciones y las habilidades y preferencias de las personas de los distintos Estados miembros de la UE hoy que las existentes en los Estados Unidos de entonces? En algunos aspectos, los estados de EE.UU. eran mucho más diversos, por ejemplo, en su actitud ante la esclavitud. Pero, en términos de la fracción del PIB, en lo que los ciudadanos de los distintos estados querían que consumiera y redistribuyera el gobierno federal, probablemente existía un acuerdo mucho mayor entre los estados de entonces que el existente en los Estados Unidos de hoy. Así pues, aparte de la redistribución desde los contribuyentes a los acreedores del gobierno, las actividades redistributivas del gobierno federal eran mínimas. Algunos partidarios de la unión fiscal en Europa hoy quizá deseen más redistribución y algunos detractores quizá deseen menos.

Es posible extraer lecciones para los Estados Unidos del presente. La restricción presupuestaria del gobierno y la ecuación de precios de la deuda pública siempre prevalecen. El mensaje de la desagradable aritmética de Sargent y Wallace (1981) es que con una política fiscal responsable —que mantiene el valor actual del equilibrio presupuestario del gobierno con cero ingresos del impuesto inflacionario—, es fácil para la autoridad monetaria mantener una inflación baja; ahora bien, con una política fiscal derrochadora, a la autoridad monetaria le resultará imposible mantener una inflación baja, ya que el presupuesto público inter-temporal tarde o temprano obligará a la autoridad monetaria a cargar un impuesto inflacionario lo suficientemente grande como para financiar el presupuesto. En este sentido, las políticas monetaria y fiscal no pueden ser independientes. Han de estar coordinadas. Existen mecanismos simples y transparentes para coordinar las políticas fiscal y monetaria (69). También son posibles otros métodos más oscuros, como el que parece prevalecer hoy día en Estados Unidos.

## NOTAS

(\*) Este es el discurso de aceptación del Premio Nobel pronunciado en Estocolmo el 8 de diciembre de 2011. Doy las gracias a George Hall por acompañarme en el estudio de la historia de la política fiscal de Estados Unidos. Quiero expresar mi agradecimiento a Anmol Bhandari, Alan Blinder, Alberto Bisin, David Backus, Timothy Cogley, V.V. Chan, George Hall, Lars Peter Hansen, Martin Eichenbaum, Michael Golosov, David Kreps, Robert E. Lucas Jr., Ramón Marimon, Rodolfo Manuelli, Carolyn Sargent, Robert Shimer, Cecilia Parlatore Siritto, Vasiliki Skreta, Richard Sylla, Christopher Tonetti, Eric Young y a Warren Weber por sus comentarios a las versiones anteriores.

(\*\*) Copyright © The Nobel Foundation (2011).

Source: www.Nobelprize.org

(1) Véase MUTH (1960, 1961), LUCAS (1972, 1976), LUCAS y PRESCOTT (1971, 1974), LUCAS y STOKEY (1983), KYDLAND y PRESCOTT (1977), HANSEN y SARGENT (1980), HANSEN (1982), SIMS (1972, 1980), FISHER (1926, cap. 11: 12), FRIEDMAN y SCHWARTZ (1963) y VELDE (2009). FISHER (1926, cap. 11: 12), con el título «Verificación Estadística», establece la hoja de ruta para FRIEDMAN y SCHWARTZ (1963). VELDE y WEBER (2000) formalizaron y ampliaron maravillosamente un esclarecedor modelo de bimetalismo creado por Fisher. La problemática que se describe en este documento existe desde hace mucho tiempo. Véase CONKLIN (1998) para una descripción y un análisis de los problemas de deuda soberana a los que tuvo que hacer frente España bajo el reinado de Felipe II. Para un ejemplo exquisito de cómo la teoría imita a la realidad, véase la descripción de VELDE (2009) de un experimento real de un mero cambio de unidad monetaria que es un ingrediente clave del experimento mental analizado por LUCAS (1972).

(2) El término «artífices (framers)» en lugar de «fundadores» o «padres fundadores» describe mejor cómo se veían a sí mismos, a saber: como creadores de un marco institucional dentro del cual actuarían sus sucesores. Véase RAKOVE (1997).

Nota de edición: Como se ve, Sargent decidió sustituir el término «fundadores» utilizado en la lectura de su Discurso Nobel, por el de «artífices» en la versión publicada en el *Journal of Political Economy*. En este artículo se utiliza la expresión artífices.

(3) MUTH (1960, 1961) inició este enfoque. Situaciones en las que las personas que más influyen en las previsiones pueden ser, ellas mismas, el resultado bien de largas experiencias derivadas de procesos de aprendizaje estadístico de las personas (véase BRAY y KREPS, 1987; MARCET y SARGENT, 1989), o bien de un proceso competitivo que fomenta de algún modo la supervivencia del más fuerte (BLUME y EASLEY, 2006). Véase SARGENT (2008) para las implicaciones macroeconómicas.

(4) Estocásticamente «no singularidad» significa que ningún elemento de  $y$  puede expresarse exactamente como una combinación lineal de valores del pasado, presente y futuro de otros elementos de  $y$ .

(5) HANSEN *et al.* (1991) ampliaron esta fórmula para resolver el caso interesante en el que la primera diferencia de  $s$  es una combinación lineal de un proceso de vector estacionario  $y$ , como [2]. Véanse HANSEN (2011) y HANSEN y SARGENT (2013) para generalizaciones adicionales.

(6) El numerador de  $k(z)$  está diseñado para contener un cero que cancele el polo en  $R^{-1}$ , es decir, el cero del denominador en  $R^{-1}$ . Esto hace que coincidan las expansiones de la serie de Taylor y de la serie de Laurent de  $k(z)$ .

(7) Otros requisitos de estimación relacionados desempeñan una función clave en AIYAGARI *et al.* (2002).

(8) Véase SARGENT (1981) para el papel de esas restricciones entre ecuaciones en otros contextos.

(9) Este es el tema de algunos trabajos incluidos en la obra sobre la econometría de las expectativas racionales editada por LUCAS y SARGENT (1981), en particular, el ensayo de la introducción. HANSEN (1982) y HANSEN y SARGENT (1991) ampliaron y afinaron la econometría de las expectativas racionales.

(10) Supongo que  $\phi$  y  $\pi$  son constantes y no dependen del proceso estocástico para el superávit neto de intereses  $s_t$ .

(11) ARELLANO (2008) usó ideas relacionadas con el modelo de riesgo soberano.

(12) Así pues, existe una relación sutil entre la teoría del valor actual descrita en esta sección y la causalidad en el sentido de GRANGER (1969) y SIMS (1972).

(13) Está muy simplificado con respecto a los trabajos que plasman la práctica habitual hoy día. En particular, la hipótesis de que el tipo de interés está exento de riesgos y es constante es una simplificación excesiva. Véase LUCAS (1978), HARRISON y KREPS (1979), EATON y GERSOVITZ (1981), HANSEN y SINGLETON (1983), HANSEN y RICHARD (1987), HANSEN y JAGANNATHAN (1991) y ARELLANO (2008), y referencias que citan y que les citan a ellos para sus ampliaciones del modelo básico que relaja el supuesto sobre el tipo de interés.

(14) El adjetivo «superficial» es descriptivo, no crítico.

(15) KREPS (1997) describe los rasgos comunes de los conceptos de equilibrio usados en las teorías de los juegos y del equilibrio general. Entender las observaciones empíricas en el caso práctico de Estados Unidos que se presenta en la siguiente sección de este artículo podría requerir ir más allá de este concepto de equilibrio incorporando la imprevisión y la adaptación de las formas nuevas que Kreps indica al final de su trabajo.

(16) FUDENBERG y LEVINE (1993) y SARGENT (2008) y los autores citados en sus obras describen y aplican nociones de un equilibrio autoconfinado, un tipo de equilibrio de expectativas racionales en el que posiblemente creencias erróneas sobre eventos que no suceden en equilibrio todavía producen efectos considerables en los resultados de equilibrio observados.

(17) Goethe lo expresó de esta manera: «El mundo está organizado tan divinamente que cada uno de nosotros, en nuestro lugar y tiempo, está en equilibrio con todo lo demás».

(18) La cuestión de si los modelos de equilibrio son normativos o positivos fue planteada a un nivel general por SARGENT y WALLACE (1976), y más específicamente en el contexto de la interpretación de los vectores autorregresivos por SARGENT (1984).

La única vez que vi a Milton Friedman quedarse sin palabras fue en una cena en Stanford a mediados de la década de los ochenta. Su amigo íntimo George Stigler tendió una trampa a Friedman formulándole dos preguntas. En primer lugar, Stigler preguntó si Friedman prestaba asesoramiento a empresas privadas. Friedman dijo que no, que puesto que los hombres de negocios tenían más información y ya la habían optimizado, no tenía nada útil que decirles. Entonces Stigler replicó: «Bueno, eso tiene sentido para mí, Milton, pero, entonces, ¿por qué siempre estás diciendo a los gobiernos lo que tienen que hacer?».

(19) Quizá se trata de un ejercicio de imposición de pautas. No seleccioné los hechos al azar. No se llega a ningún sitio aceptando una «democracia de los hechos» total, como ilustró BORGES (1962) en su cuento *Funes el memorioso*, que se negaba a imponer pautas porque quería dar cuenta de todo. Mi ejercicio equivale a un reconocimiento de pautas con fuertes ideas preconcebidas. Los prejuicios ayudan, ya que los datos son limitados.

(20) El resto de este trabajo se basa en pruebas empíricas reunidas para HALL y SARGENT (sin fecha).

(21) COURNOT (1897, cap. 9) construyó un modelo de un monopolista que compra *inputs* complementarios de  $n$  monopolistas. Ese modelo puede reinterpretarse para explicar cómo el proceso de toma de decisiones por consenso lleva a resultados muy inferiores.

(22) Las letras de crédito eran billetes de papel de baja denominación que circulaba como dinero. No tenían categoría de dinero de curso legal. Antes de la Revolución, las colonias estadounidenses habían emi-

tido billetes de papel declarados de curso legal, pero el Gobierno británico había prohibido que fueran dinero de curso legal en una ley de 1764.

(23) Véase WOOD (2009) para una descripción de las posiciones de deuda de los diferentes estados y de cómo incidieron estas en la situación política del país. Véase también ELKINS y MCKITRICK (1993) para un relato exhaustivo de las luchas políticas asociadas a la creación y gestión de instituciones estadounidenses durante la Administración Washington.

(24) MAILATH y POSTLEWATE (1990) y CHARI y JONES (2000) explican por qué los sistemas descentralizados con participación voluntaria son poco fiables a la hora de proveer bienes públicos.

(25) La divisa continental acabó depreciándose hasta un 1/40 o 1/100 de su valor inicial, pero esa inflación en el papel moneda no se reflejaba en los índices de precios agregados. DAVID y SOLAR (1977: 17) aportan un índice de precios fiable de Estados Unidos durante este período. Algo interesante en su serie es que, al estar la unidad de cuenta en especie, no se aprecia la depreciación del papel moneda continental. Es un contraste interesante que, durante la guerra de Secesión, el dólar en papel desplazó al dinero en metálico como la unidad de cuenta en la mayoría de los estados que siguieron formando parte de la Unión. California y Oregón fueron las excepciones. Sus tribunales rechazaron hacer valer el dinero de curso legal federal, y mantuvieron el patrón dinero metálico.

(26) Esto genera la dinámica subyacente a la desagradable aritmética de SARGENT y WALLACE (1981).

(27) Véase RAKOVE (1997, cap. 2) e IRWIN (2009) para la historia, y a COURNOT (1897, cap. 9) para la teoría.

(28) HAMILTON (1790) estimó que a comienzos de 1790 la deuda total a la par ascendía a 79 millones de dólares, de los cuales 25 millones estaban en poder de los estados y 12 millones en poder de teneedores extranjeros.

(29) SARGENT y VELDE (1995) ven la Revolución francesa a través del prisma de la restricción presupuestaria del gobierno.

(30) Existe un elemento de verdad en la interpretación controvertida de los motivos de los artífices de la Constitución de 1788 realizada por BEARD (1913).

(31) Una hipótesis de WILLS (2002) es que James Madison sobrevaloró el daño que podía infligir un embargo a Gran Bretaña y que infravaloró el que haría al comercio estadounidense y a los lazos que unían Nueva Inglaterra a la Unión.

(32) Véase SYLLA (2009) para un relato exhaustivo y una interpretación interesante de los planes de Hamilton. Véase también WRIGHT (2008).

(33) Entre las leyes aprobadas en la segunda sesión del Primer Congreso, figura la Ley de 4 de agosto de 1790, que autorizaba la emisión de deuda de Estados Unidos; la Ley de 5 de 1790, que establecía métodos más eficaces para liquidar cuentas entre Estados Unidos y los estados individuales; y la Ley de 19 de agosto de 1790, que adoptaba disposiciones adicionales para el pago de las deudas de Estados Unidos.

(34) Recuérdese la fórmula [7] para el factor de descuento.

(35) Hamilton había alterado la opinión de los acreedores sobre el «tipo» de gobierno. La situación del nuevo gobierno de Estados Unidos en 1789 me recuerda un ejemplo de impago soberano en BASSETTO (2005, sec. 4). Supóngase que un gobierno con un dudoso historial fiscal deja el poder y es sustituido por un nuevo gobierno que es perfectamente creíble y está comprometido con el pago de la deuda. A pesar de las mejores intenciones, el que el nuevo gobierno suspenda o no pagos aún se verá decisivamente influido por las creencias de los agentes privados. Si persisten en su creencia de que el nuevo gobierno suspenderá pagos, exigirán tipos de interés prohibitivos, impidiendo incluso a un gobierno bien intencionado atender sus obligaciones a

esos tipos. Así pues, para sobrevivir, el nuevo gobierno tendrá que implementar políticas económicas buenas y además ser bueno (¿tener buena suerte?) en la «gestión de las expectativas», sea lo que sea lo que esto significa. Véase BASSETTO (2006).

(36) Si bien el Congreso rechazó la propuesta de discriminación de Madison, una idea afín volvió para afectar a la Administración Madison dos décadas después, durante la guerra de 1812. DEWEY (1912: 134) describe una ley de 24 de marzo de 1814 que obligaba al Gobierno a ofrecer retroactivamente condiciones más favorables a los acreedores anteriores si las emisiones posteriores obtenían precios de mercado más bajos.

Las propuestas de discriminación entre acreedores reaparece a menudo durante las negociaciones de reestructuración de la deuda. Por ejemplo, existen propuestas para que los tenedores privados de deuda pública deliberadamente empezaron de cero tras la Segunda Guerra Mundial y adquirieron la deuda en manos del público reiniciando el sistema monetario.

(37) McDONALD (1985: 166-167) describe cómo a comienzos de los años 1780 el superintendente de Hacienda Robert Morris intentó sin éxito organizar a los acreedores nacionales del Congreso Continental como una fuerza nacionalizadora.

(38) La pregunta de «¿por qué pagar?» ha sido brillantemente planteada por BULOW y ROGOFF (1989) y KLETZER y WRIGHT (2000).

(39) A veces también hicieron cuanto estuvo a su alcance para adquirir la deuda neta en manos del sector privado para financiar gastos futuros eficientemente. PAAL (2000) describe cómo los comunistas húngaros deliberadamente empezaron de cero tras la Segunda Guerra Mundial y adquirieron la deuda en manos del público reiniciando el sistema monetario.

(40) Lenin y Trotski y sus admiradores en Europa Oriental hicieron lo mismo. Los líderes de la Revolución francesa de 1789 no lo hicieron, sino que se esforzaron valientemente durante años para atender el pago de la deuda prerrevolucionaria hasta que las circunstancias acabaron forzándoles a declarar un impago sustancial en 1797. Véase SARGENT y VELDE (1995).

(41) La situación política y las políticas de Estados Unidos con respecto a la gestión de la deuda en los años inmediatamente posteriores a la guerra de Independencia eran notablemente distintas, por ejemplo, de las que vivió Alemania después de la Primera Guerra Mundial. Los acreedores domésticos ostentaban la mayor parte de la abultada deuda pública que Alemania había acumulado durante la Primera Guerra Mundial, pero luego el Tratado de Versalles impuso una importante deuda adicional al Gobierno alemán en forma de gigantescos e inciertos pagos por reparaciones de guerra a algunos de los vencedores. La situación política estadounidense después de la guerra de Independencia difirió de la de Alemania tras la Primera Guerra Mundial porque la deuda externa de Estados Unidos había procedido de la benevolencia y confianza de amigos en Francia y Holanda que habían enviado sus recursos durante la guerra, y no de la venganza de potencias extranjeras que nos hubieran derrotado, como en el caso de Alemania. La hiperinflación generó las consecuencias que permitieron a Alemania escapar del pago de la mayor parte de dichas reparaciones de guerra, si bien a costa de los tremendos daños colaterales en forma de una masiva redistribución en detrimento de los acreedores nominales alemanes y a favor de los deudores nominales alemanes vía depreciación del marco alemán con respecto a su cotización de antes de la Primera Guerra Mundial, cuyo valor se había reducido a una billonésima parte en noviembre de 1923. SARGENT (1982) describe cómo Alemania acabó bruscamente con su hiperinflación usando una versión de la teoría simple [1] de la valoración de la deuda del gobierno. Antes de noviembre de 1923, el componente más importante del proceso de superávit público de Alemania  $s_t$  era un impuesto inflacionario. La hiperinflación fue frenada en seco aplicando políticas que ajustaron los gastos y los impuestos del gobierno, junto con un reforzamiento de la independencia del banco central que en adelante se negaría a utilizar el impuesto inflacionario.

(42) Es decir, quería tener la opción de emitir deuda en la forma establecida explícitamente por el secretario del Tesoro Albert Gallatin

en su informe de 1807 ante el Congreso (véase DEWEY, 1912: 128), una política que más tarde sería formalizada en los modelos de suavización tributaria de BARRO (1979) y AIYAGARI *et al.* (2002).

(43) Véase KRISHNAMURTHY y VISSING-JORGENSEN (2010) y referencias citadas allí de argumentos modernos sobre los buenos efectos fomentados por un *stock* de deuda pública segura. Véase en BREWER (1989) y NORTH y WEINGAST (1989) un relato de la flexibilidad lograda por el Gobierno británico mediante la puesta en marcha con éxito de las instituciones fiscales que admiraba Hamilton. Una implicación de BASSETTO (2005, 2006) es que, incluso con buenas instituciones y responsables de políticas bien intencionados, a veces existen equilibrios múltiples, y se precisa suerte o habilidad para seleccionar los más acertados.

(44) Establecieron la tasa de señoreaje en cero, una decisión denominada «libre acuñación».

(45) Madison cambió de opinión cuando, siendo presidente veinte años más tarde, se solicitara la renovación del convenio del banco y los oponentes al banco recurrieran a los argumentos de 1791 del congresista Madison para usarlos contra la solicitud de su gobierno de renovar el convenio del banco. Aunque cambió de bando, Madison estuvo en el lado perdedor en ambas ocasiones, ya que el Congreso se negó a renovar el fuero del banco en 1811, haciendo que Estados Unidos tuviera que financiar la guerra de 1812 con su habitual agente fiscal recién abolido e improvisando desesperadamente mecanismos alternativos para obtener crédito a corto plazo. El contar o no con un banco nacional actuando como agente fiscal del gobierno federal es algo sobre lo que hombres de Estado tales como James Madison y Henry Clay cambiaron de opinión, al igual que el propio país. El convenio del primer Banco de Estados Unidos no fue renovado en 1811, así como tampoco lo fue el convenio del segundo banco en 1836.

(46) La doctrina de los *real-bills* de Adam Smith hace hincapié en los beneficios de permitir a un intermediario financiero de propiedad pública o privada emitir billetes en circulación respaldados por evidencias seguras de deuda privada. Para Smith, «real» significaba relativamente sin riesgo. Smith señaló las ganancias de eficiencia que se obtendría permitiendo la circulación de billetes de papel respaldados por evidencias privadas seguras de deuda, desplazando a los metales preciosos que de lo contrario servirían de medio de cambio. Véase SARGENT y WALLACE (1982) para un análisis de las ventajas y desventajas de la doctrina de los *real-bills*.

(47) En el Artículo 9 de la Ley de 2 de abril de 1792 se dispone que cada dólar «tendrá el valor de un dólar español tal y como está actualmente acuñado».

(48) La Casa de la Moneda estadounidense funcionaba como solían hacerlo las casas de la moneda europeas de aquella época. La Casa de la Moneda estaba dispuesta para vender bajo demanda a un precio fijo, pero no compraba, monedas de oro o plata a cambio de oro o plata en lingotes, respectivamente. Quien deseara comprarle monedas tenía que llevarle los lingotes. La Casa de la Moneda inspeccionaba el metal y luego lo fundía y acuñaba las monedas correspondientes. Quien deseara volver a fundir las monedas para recuperar lingotes, podía hacerlo él mismo o exportar o vender las monedas a partes privadas por metal.

(49) Para poner las magnitudes en perspectiva, a valor nominal, el total de deuda continental y estatal que Hamilton reestructuró en 1790 fue de unos 79 millones de dólares, lo que en aquel momento era cerca del 40 por 100 del PIB, una estimación sujeta a una incertidumbre sustancial. La Compra de Luisiana fue un buen negocio para Estados Unidos.

(50) KYDLAND y PRESCOTT (1977) describieron esta tensión. Véase KLEIN y RÍOS-RULL (2003), DEBORTOLI y NUNES (2007) y KLEIN, KRUSELL y RÍOS-RULL (2011) para una pequeña muestra de una literatura importante en macroeconomía que usa el equilibrio perfecto de Markov para estudiar cuantitativamente cómo los resultados obtenidos bajo un protocolo de tiempo secuencial difieren de los obtenidos con un protocolo temporal que otorga al gobierno la capacidad de elegir de una vez por todas. Véase BATTAGLINI y COATE (2008) para un equilibrio político-económico bajo un protocolo de votación secuencial.

(51) En la convención de 26 de junio de 1787, MADISON (1956) dijo: «Para crear un sistema que deseamos que dure muchas generaciones, no deberíamos perder de vista los cambios que los años traerán consigo». En 1811, el secretario del Tesoro Albert Gallatin declaró ante el Congreso: «Para atender estos préstamos en el futuro debemos confiar en la prosperidad venidera y en la sabiduría de nuestros sucesores; esto es, en unas circunstancias favorables y en una economía rígida» (citado en DEWEY, 1912: 129).

(52) En el Artículo 1, Sección 10, se incluyen las siguientes restricciones: «Ningún Estado podrá celebrar Tratados, Alianzas o Confederaciones ni otorgará Patentes de Corso y Represalia; ni acuñará Moneda, ni emitirá Pagarés, ni establecerá como Forma de Pago de las Deudas cualquier otra cosa que no sea la Moneda de oro y plata».

(53) Véase BANCROFT (1886) para relatos acerca de las leyes sobre el dinero de curso legal en la América colonial y de la aversión de los artífices a convertir el papel moneda en dinero de curso legal. Madison se mantuvo firme en este asunto. Como presidente de 1809 a 1817, encabezó una administración que emitió pagarés federales para financiar la mayor parte de los gastos de la guerra de 1812, pero no las convirtió en dinero de curso legal.

(54) Sosteniendo esta tradición, la Confederación no convirtió el papel moneda en dinero de curso legal.

(55) La revisión de Bancroft de la evidencia vino motivada por lo que él consideró un flagrante desprecio por parte de la mayoría del Tribunal Supremo de los antecedentes históricos a la hora de fallar en el asunto sobre dinero de curso legal de 1884 *Juilliard v. Greenman*. El alto tribunal estimó que, puesto que el Congreso estaba facultado para pagar deudas, podía hacerlo por cualquier medio no expresamente prohibido por la Constitución; que no debía prestarse mayor atención a los debates y a las votaciones en la convención constitucional porque era difícil apreciar consenso alguno en los mismos; que la competencia del Congreso para pedir dinero en préstamo incluía la facultad de emitir obligaciones en cualquier forma apropiada, incluyendo dinero real; y que el poder de emitir billetes de curso legal era inherente al derecho de acuñación (véase DEWEY, 1912: 366-367).

(56) El Congreso se negó a renovar la autorización del banco en 1811.

(57) En realidad, algunos de los bancos autorizados por los estados estuvieron emitiendo billetes antes de que el Congreso autorizara el primer Banco de Estados Unidos.

(58) La libertad bancaria, en el sentido de libertad de entrada, no perduró. La mayoría de los bancos debían tener autorización estatal. Muchas de las autorizaciones estatales de esos bancos contenían disposiciones explícitas que obligaban a los bancos a conceder préstamos a los estados autorizantes o a comprar los bonos que emitían para financiar canales, ferrocarriles o carreteras. La mayoría de los activos que compraban estos bancos con los billetes eran préstamos y descuentos. Sin embargo, los bancos que operaron con arreglo a las leyes de la denominada «libertad bancaria» estaban obligados a comprar bonos estatales para respaldar sus billetes.

(59) Véase ROLNICK y WEBER (1983, 1984). Con múltiples medios de cambio privados devengando tasas de rentabilidad diferentes y variables, los emisores normalmente aceptaban (pero no reembolsaban) las obligaciones a la vista de otros. Un resultado era que los emisores solían querer reembolsar y compensar pagarés emitidos por otros bancos para incrementar sus tenencias de metálico (o «dinero legal»). Entre 1820 y 1859, Suffolk Bank of Boston operó con éxito una cámara de compensación privada para los bancos de toda Nueva Inglaterra. El Suffolk Bank gestionó una «unión monetaria» privada en el sentido de que los billetes de los bancos de Nueva Inglaterra circulaban a la par por toda la región. Véase WEBER (2009).

(60) Esos intereses suristas eran entusiastas a la hora de usar recursos federales en aventuras militares, como la guerra con México a la que se había opuesto Abraham Lincoln y otros miembros del Partido

Whig, y a través de la cual Estados Unidos adquirió territorios para construir más estados y senadores esclavistas.

(61) El Congreso también aprobó una ley para conceder tierras federales a colonos (los *homesteaders*).

(62) Una de las leyes favoritas de Milton Friedman era la «ley de las consecuencias no deseadas».

(63) Esas nuevas constituciones obligaron a los estados a renunciar a las ganancias de eficiencia de la suavización tributaria descrita por BARRO (1979) y AİYAGARI *et al.* (2002).

(64) Véase WALLIS y WEINGAST (2005). Como se ha señalado, la Undécima Enmienda a la Constitución de los Estados Unidos estableció que las deudas de los estados no pueden hacerse valer en los tribunales federales. Sin embargo, las deudas de las corporaciones municipales y condados son exigibles ante los tribunales estatales y federales. ADAMS (1887) proclamó que este sistema de mecanismos de protección de los inversores y las restricciones de presupuestos equilibrados en las constituciones estatales explican que el gasto y el endeudamiento público se trasladara ostensiblemente de los ejecutivos estatales a los gobiernos locales, de municipios y condados, durante el siglo XIX. WALLIS (2000, 2001) se ha ocupado eficazmente de este tema.

La historia no termina aquí. La Sección 4 de la Decimocuarta Enmienda a la Constitución de los Estados Unidos dice: «No se pondrá en duda la validez de la deuda pública de los Estados Unidos autorizada por ley, incluidas las deudas contraídas para el pago de pensiones y recompensas por los servicios prestados para sofocar insurrecciones o rebeliones. Pero ni los Estados Unidos ni ninguno de los estados reconocerán ni pagarán ninguna deuda ni obligación contraída para ayudar cualquier insurrección o rebelión contra los Estados Unidos, ni ninguna reclamación por la pérdida o emancipación de ningún esclavo, sino que todas esas deudas, obligaciones o reclamaciones se considerarán ilegales y nulas». La Decimocuarta Enmienda trata simultáneamente de proteger la reputación de la deuda federal y de destruir la reputación de las deudas estatales emitidas por los estados confederados.

(65) Véase FUDENBERG y KREPS (1987) para una descripción de cuán difícil puede ser sustentar reputaciones distintas con múltiples partes. Otro ejemplo de esta dificultad podría ser que en los arreglos y decisiones que se establecieron para pagar las deudas federales y estatales de los años 1790, Estados Unidos, liderado por los Federalistas de los años 1790, había sentado precedentes que generaron involuntariamente expectativas en los acreedores de los estados de que el gobierno federal acudiría en ayuda de los estados en apuros.

(66) Problemas similares podrían plantearse pronto en Estados Unidos: ¿rescatará el gobierno federal a los estados altamente endeudados? ¿Debería poder deducirse el impuesto sobre la renta estatal en la declaración de la renta federal, estableciéndose así una transferencia de los estados que menos gastan a los estados que más gastan?

(67) Los Tories se habían ido o permanecían callados.

(68) LJUNGVIST y SARGENT (2008) estudian cómo las diferencias en estas características de las redes de seguridad social entre países y continentes pueden explicar los diferentes resultados de desempleo ante cambios comunes en el entorno microeconómico.

(69) Puede que parezca que Milton Friedman cambió bruscamente de opinión con respecto a cómo coordinar las políticas monetaria y fiscal, pero si se examinan en mayor profundidad sus ideas se comprueba que no se produjo tal cambio. Friedman recomendó dos métodos que parecían diametralmente opuestos para coordinar las políticas monetaria y fiscal. En 1953, Friedman recomendaba a la autoridad monetaria usar operaciones de mercado abierto para comprar el 100 por 100 de la deuda pública. Eso situaba la responsabilidad del crecimiento de la oferta monetaria totalmente en manos de las autoridades fiscales. Para controlar el crecimiento de la oferta monetaria, recomendaba a la autoridad fiscal equilibrar el presupuesto a lo largo del ciclo económico. En 1960, Friedman se rebatió a sí mismo y en vez de ello recomendó una versión de la famosa regla de que la autoridad monetaria se com-

prometiera a imprimir el dinero fiduciario emitido por el gobierno a un porcentaje  $k$  por periodo, fuera cual fuera el déficit público, comprometiéndose así a financiar como mucho una pequeña fracción del déficit público existente. Véase a SIMS (2001) para algunas reflexiones sobre las ventajas y desventajas de la «dolarización» como mecanismo de coordinación.

## BIBLIOGRAFÍA

- ADAMS, H.C. (1887), *Public Debts: An Essay in the Science of Finance*, Appleton, Nueva York.
- AİYAGARI, S.R.; MARCET, A.; SARGENT, T.J., y SEPPALA, J. (2002), «Optimal Taxation without State-Contingent Debt», *J.P.E.*, 110(6): 1220-1254.
- ARELLANO, C. (2008), «Default Risk and Income Fluctuations in Emerging Economies», *A.E.R.*, 98(3): 690-712.
- BAGEHOT, W. [1873] (1920), *Lombard Street: A Description of the Money Market*, Dutton, Nueva York.
- BANCROFT, G. (1886), *A Plea for the Constitution of the U.S. of America: Wounded in the House of Its Guardians*, Harper, Nueva York.
- BARRO, R.J. (1979), «On the Determination of the Public Debt», *J.P.E.*, 87(5): 940-971.
- BASSETTO, M. (2005), «Equilibrium and Government Commitment», *J. Econ. Theory*, 124(1): 79-105.
- (2006), «Fiscal Policy and Price Stability: The Case of Italy, 1992-98», *Chicago Fed Letter*, n.º 233 (diciembre).
- BATTAGLINI, M., y COATE, S. (2008), «A Dynamic Theory of Public Spending, Taxation, and Debt», *A.E.R.* 98(1): 201-236.
- BEARD, Ch.A. (1913), *An Economic Interpretation of the Constitution of the United States*. N.º beard1913 in History of Economic Thought Books, Archive for the History of Economic Thought, McMaster University.
- BLUME, L., y EASLEY, D. (2006), «If You're So Smart, Why Aren't You Rich? Belief Selection in Complete and Incomplete Markets», *Econometrica*, 74(4): 929-966.
- BORGES, J.L. (1962), *Labyrinths*, New Directions, Nueva York.
- BRAY, M., y KREPS, D.M. (1987), «Rational Learning and Rational Expectations», en G. FEIWEL (Ed.), *Arrow and the Ascent of Modern Economic Theory*, New York University Press, Nueva York, pp. 597-625.
- BREWER, J. (1989), *The Sinews of Power: War, Money and the English State, 1688-1783*, Unwin Hyman, Londres.
- BULOW, J., y ROGOFF, K. (1989), «Sovereign Debt: Is to Forgive to Forget?», *A.E.R.*, 79(1): 43-50.
- CHARI, V.V.; CHRISTIANO, L.J., y KEHOE, P.J. (1994), «Optimal Fiscal Policy in a Business Cycle Model», *J.P.E.*, 102(4): 617-652.
- CHARI, V.V., y JONES, L.E. (2000), «A Reconsideration of the Problem of Social Cost: Free Riders and Monopolists», *Econ. Theory*, 16(1): 1-22.
- CHARI, V.V., y KEHOE, P.J. (1990), «Sustainable Plans», *J.P.E.*, 98(4): 783-802.
- CONKLIN, J. (1998), «The Theory of Sovereign Debt and Spain under Philip II», *J.P.E.*, 106(3): 483-513.
- COURNOT, A. (1897), *Researches into the Mathematical Principles of the Theory of Wealth*, Macmillan, Nueva York.

- DAVID, P.A., y SOLAR, P. (1977), «A Bicentenary Contribution to the History of the Cost of Living in America», en P. USELDING (Ed.), *Research in Economic History*, vol. 2, JAI, Greenwich, CT, pp. 1-80.
- DEBORTOLI, D., y NUNES, R. (2007), «Political Disagreement, Lack of Commitment, and the Level of Debt». Manuscrito. Universidad Pompeu Fabra.
- DEWEY, D.R. (1912), *Financial History of the United States* (4.ª ed.), Longmans, Green, Nueva York.
- EATON, J., y GERSOVITZ, M. (1981), «Debt with Potential Repudiation: Theoretical and Empirical Analysis», *Rev. Econ. Studies*, 48(2): 289-309.
- ELKINS, S., y MCKITRICK, E. (1993), *The Age of Federalism*, Oxford University Press, Nueva York.
- FISHER, I. (1926), *The Purchasing Power of Money: Its Determination and Relation to Credit, Interest, and Crises*, Macmillan, Nueva York.
- FRIEDMAN, M. (1953), «A Monetary and Fiscal Framework for Economic Stability», en M. Friedman (Ed.), *Essays in Positive Economics*, Chicago University Press, Chicago, pp. 133-156.
- (1960), *A Program for Monetary Stability*, Fordham University Press, Nueva York.
- FRIEDMAN, M., y JACOBSON SCHWARTZ, A. (1963), *A Monetary History of the United States, 1867-1960*, Princeton University Press, Princeton, NJ.
- FUDENBERG, D., y KREPS, D.M. (1987), «Reputation in the Simultaneous Play of Multiple Opponents», *Rev. Econ. Studies*, 54(4): 541-568.
- FUDENBERG, D., y LEVINE, D.K. (1993), «Self-Confirming Equilibrium», *Econometrica*, 61(3): 523-545.
- GHOSH, A.R.; KIM, J.I.; MENDOZA, E.G.; OSTRY, J.D., y QURESHI, M.S. (2011), «Fiscal Fatigue, Fiscal Space and Debt Sustainability in Advanced Economies». Working Paper n.º 16.782. NBER, Cambridge, MA.
- GRANGER, C.W.J. (1969), «Investigating Causal Relations by Econometric Models and Cross-Spectral Methods», *Econometrica*, 37(3): 424-438.
- HALL, G., y SARGENT, Th.J. (n.d.), «A Fiscal History of the United States». Monografía en preparación.
- HAMILTON, A. (1790), *Report on Public Credit*. Presentación en el Congreso, 9 de enero.
- HANSEN, L.P. (1982), «Large Sample Properties of Generalized Method of Moments Estimators», *Econometrica*, 50(4): 1029-1054.
- (2011), «Dynamic Valuation Decomposition with Stochastic Economies». Fisher-Schultz lecture, Univ. Chicago.
- HANSEN, L.P.; HEATON, J.; LEE, J., y ROUSSANOV, N. (2007), «Intertemporal Substitution and Risk Aversion», en J.J. HECKMAN y E.E. LEAMER (Eds.), *Handbook of Econometrics*, vol. 6, pt. 1, Elsevier, Ámsterdam, pp. 3967-4056.
- HANSEN, L.P., y JAGANNATHAN, R. (1991), «Implications of Security Market Data for Models of Dynamic Economies», *J.P.E.*, 99(2): 225-262.
- HANSEN, L.P., y RICHARD, S.F. (1987), «The Role of Conditioning Information in Deducing Testable Restrictions Implied by Dynamic Asset Pricing Models», *Econometrica*, 55(3): 587-613.
- HANSEN, L.P.; ROBERDS, W., y SARGENT, Th.J. (1991), «Time Series Implications of Present Value Budget Balance and of Martingale Models of Consumption and Taxes», en L.P. HANSEN y Th.J. SARGENT (Eds.), *Rational Expectations Econometrics*, Westview, Boulder, CO.
- HANSEN, L.P., y SARGENT, Th.J. (1980), «Formulating and Estimating Dynamic Linear Rational Expectations Models», *J. Econ. Dynamics and Control*, 2(1): 7-46.
- (Eds.) (1991), *Rational Expectations Econometrics*, Westview, Boulder, CO.
- (2013), *Risk, Uncertainty, and Value*, Princeton University Press, Princeton, NJ.
- HANSEN, L.P., y SINGLETON, K.J. (1983), «Stochastic Consumption, Risk Aversion, and the Temporal Behavior of Asset Returns», *J.P.E.*, 91(2): 249-265.
- HARRISON, J.M., y KREPS, D.M. (1979), «Martingales and Arbitrage in Multiperiod Securities Markets», *J. Econ. Theory*, 20(3): 381-408.
- HOWE, D.W. (2007), *What Hath God Wrought: The Transformation of America, 1815-1848*, Oxford University Press, Nueva York.
- IRWIN, D.A. (2009), «Revenue or Reciprocity? Founding Feuds over Early U.S. Trade Policy», en D.A. IRWIN y R. SYLLA (Eds.), *Founding Choices: American Economic Policy in the 1790s*, Chicago University Press (para NBER), Chicago, pp. 89-120.
- JONES, L.E.; MANUELLI, R.E., y ROSSI, P.E. (1997), «On the Optimal Taxation of Capital Income», *J. Econ. Theory*, 73(1): 93-117.
- KAREKEN, J.H., y WALLACE, N. (1978), «Deposit Insurance and Bank Regulation: A Partial-Equilibrium Exposition», *J. Bus.*, 51(3): 413-438.
- KLEIN, P.; KRUSEL, P., y RÍOS-RULL, J.V. (2011), «Time-Consistent Public Policy». Manuscrito, Univ. Minnesota.
- KLEIN, P., y RÍOS-RULL, J.V. (2003), «Time-Consistent Optimal Fiscal Policy», *Internat. Econ. Rev.*, 44(4): 1217-1245.
- KLETZER, K.M., y WRIGHT, B.D. (2000), «Sovereign Debt as Intertemporal Barter», *A.E.R.*, 90(3): 621-639.
- KREPS, D.M. (1997), «Economics—the Current Position», *Daedalus*, 126(1): 59-85.
- KRISHNAMURTHY, A., y VISSING-JORGENSEN, A. (2010), «The Aggregate Demand for Treasury Debt». Working Paper, NBER, Cambridge, MA.
- KYDLAND, F.E., y PRESCOTT, E.C. (1977), «Rules Rather Than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans», *J.P.E.*, 85(3): 473-491.
- LIUNGVIST, L., y SARGENT, Th.J. (2008), «Two Questions about European Unemployment», *Econometrica*, 76(1): 1-29.
- LUCAS, R.E., JR. (1972), «Expectations and the Neutrality of Money», *J. Econ. Theory*, 4(2): 103-124.
- (1976), «Econometric Policy Evaluation: A Critique», *Carnegie-Rochester Conf. Ser. Public Policy*, 1(1): 19-46.
- (1978), «Asset Prices in an Exchange Economy», *Econometrica*, 46(6): 1429-1445.
- LUCAS, R.E., JR., y PRESCOTT, E.C. (1971), «Investment under Uncertainty», *Econometrica*, 39(5): 659-681.
- (1974), «Equilibrium Search and Unemployment», *J. Econ. Theory*, 7(2): 188-209.
- LUCAS, R.E., JR., y SARGENT, Th.J. (Eds.) (1981), *Rational Expectations and Econometric Practice*, Minnesota University Press, Minneapolis.

- LUCAS, R.E., JR., y STOKEY, N.L. (1983), «Optimal Fiscal and Monetary Policy in an Economy without Capital», *J. Monetary Econ.*, 12(1): 55-93.
- MADISON, J. (1956), *Notes of Debates in the Federal Convention of 1787*, Norton, Nueva York.
- MAILATH, G., y POSTLEWAITE, A. (1990), «Asymmetric Information Bargaining Problems with Many Agents», *Rev. Econ. Studies*, 57: 351-367.
- MARCEY, A., y SARGENT, Th.J. (1989), «Convergence of Least Squares Learning Mechanisms in Self-Referential Linear Stochastic Models», *J. Econ. Theory*, 48(2): 337-368.
- MCDONALD, F. (1985), *Novus Ordo Seclorum: The Intellectual Origins of the Constitution*, Univ. Kansas, Lawrence.
- MCPHERSON, J. (1988), *Battle Cry of Freedom*, Oxford University Press, New York.
- MELTZER, A.H., y RICHARD, S.F. (1981), «A Rational Theory of the Size of Government», *J.P.E.*, 89(5): 914-927.
- MUTH, J.F. (1960), «Optimal Properties of Exponentially Weighted Forecasts», *J. American Statist. Assoc.*, 55(290): 299-306.
- (1961), «Rational Expectations and the Theory of Price Movements», *Econometrica*, 29: 315-335.
- NORTH, D.C., y WEINGAST, B.R. (1989), «Constitutions and Commitment: The Evolution of Institutions Governing Public Choice in Seventeenth-Century England», *J. Econ. Hist.*, 49(4): 803-832.
- PAAL, B. (2000), «Destabilizing Effects of a Successful Stabilization: A Forward-Looking Explanation of the Second Hungarian Hyperinflation», *Econ. Theory*, 15(3): 599-630.
- RAKOVE, J.M. (1997), *Original Meanings: Politics and Ideas in the Making of the Constitution*, Vintage, Nueva York.
- RATCHFORD, B.U. (1941), *American State Debts*, Duke University Press, Durham, NC.
- ROLNICK, A.J., y WEBER, W.E. (1983), «New Evidence on the Free Banking Era», *A.E.R.*, 73(5): 1080-1091.
- (1984), «The Causes of Free Bank Failures: A Detailed Examination», *J. Monetary Econ.*, 14(3): 267-291.
- SARGENT, Th.J. (1971), «A Note on the 'Accelerationist' Controversy», *J. Money, Credit and Banking*, 3(3): 721-725.
- (1977), «The Demand for Money during Hyperinflations under Rational Expectations: I», *Internat. Econ. Rev.*, 18(1): 59-82.
- (1979), «A Note on Maximum Likelihood Estimation of the Rational Expectations Model of the Term Structure», *J. Monetary Econ.*, 5(1): 133-143.
- (1981), «Interpreting Economic Time Series», *J.P.E.*, 89(2): 213-248.
- (1982), «The Ends of Four Big Inflations», en R.E. HALL (Ed.), *Inflation: Causes and Effects*, Chicago University Press (para NBER), Chicago, pp. 41-98.
- (1984), «Autoregressions, Expectations, and Advice», *A.E.R.*, 74(2): 408-415.
- (2008), «Evolution and Intelligent Design», *A.E.R.*, 98(1): 5-37.
- SARGENT, Th.J., y VELDE, F.R. (1995), «Macroeconomic Features of the French Revolution», *J.P.E.*, 103(3): 474-518.
- SARGENT, Th.J., y WALLACE, N. (1976), «Rational Expectations and the Theory of Economic Policy», *J. Monetary Econ.*, 2(2): 169-183.
- (1981), «Some Unpleasant Monetarist Arithmetic», *Fed. Reserve Bank Minneapolis Q. Rev.*, 5 (otoño).
- (1982), «The Real-Bills Doctrine versus the Quantity Theory: A Reconsideration», *J.P.E.*, 90(6): 1212-1236.
- SCOTT, W.A. (1893), *The Repudiation of State Debts: A Study in the Financial History of Mississippi, Florida, Alabama, North Carolina, South Carolina, Georgia, Louisiana, Arkansas, Tennessee, Minnesota, Michigan, and Virginia*, Crowell, Nueva York.
- SIMS, Ch.A. (1972), «Money, Income, and Causality», *A.E.R.*, 62(4): 540-552.
- (1980), «Macroeconomics and Reality», *Econometrica*, 48(1): 1-48.
- (2001), «Fiscal Consequences for Mexico of Adopting the Dollar», *J. Money, Credit and Banking*, 33(2): 597-616.
- SMITH, A. (1806), *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*, 3 vols., Greec, Edimburgo.
- STOKEY, N.L. (1991), «Credible Public Policy», *J. Econ. Dynamics and Control*, 15(4): 627-656.
- SYLLA, R. (2009), «Financial Foundations: Public Credit, the National Bank, and Securities Markets», en D.A. IRWIN y R. SYLLA (Eds.), *Founding Choices: American Economic Policy in the 1790s*, Chicago University Press (para NBER), Chicago, pp. 59-88.
- VELDE, F.R. (2009), «Chronicle of a Deflation Unforetold», *J.P.E.*, 117(4): 591-634.
- VELDE, F.R., y WEBER, W.E. (2000), «A Model of Bimetallism», *J.P.E.*, 108(6): 1210-1234.
- WALLACE, N. (1981), «A Modigliani-Miller Theorem for Open-Market Operations», *A.E.R.*, 71(3): 267-274.
- WALLIS, J.J. (2000), «American Government Finance in the Long Run: 1790 to 1990», *J. Econ. Perspectives*, 14(1): 61-82.
- (2001), «A History of the Property Tax in America», en W. OATES (Ed.), *Property Taxation and Local Government Finance*, Lincoln Inst. Land Policy, Cambridge, MA.
- WALLIS, J.J., y WEINGAST, B.R. (2005), «Equilibrium Impotence: Why the States and Not the American National Government Financed Economic Development in the Antebellum Era». Manuscrito, Hoover Inst., Stanford, CA.
- WEBER, W.E. (2009), «Clearing Arrangements in the United States before the Fed». Manuscrito, Fed. Reserve Bank Minneapolis.
- WILLS, G. (2002), *James Madison*, Times Books, Nueva York.
- WOOD, G. (2009), *Empire of Liberty: A History of the Early Republic, 1789-1815*. Oxford History of the United States. Oxford University Press, Oxford.
- WRIGHT, R.E. (2008), *One Nation under Debt: Hamilton, Jefferson, and the History of What We Owe*. McGraw Hill, Nueva York.

## ANEXO

### RESULTADOS EN GRÁFICOS

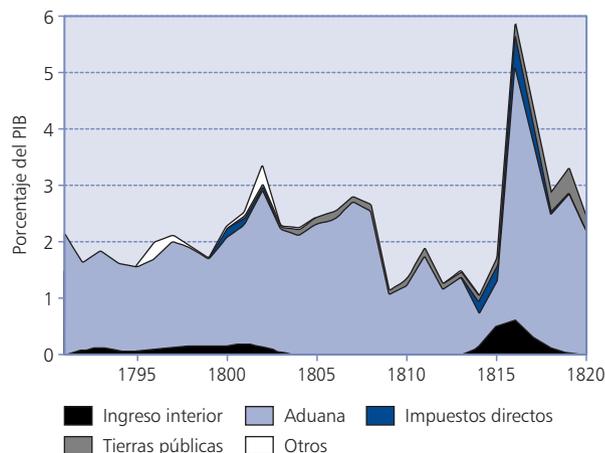
Los gráficos A1, A2, A3, A4, A5, A6, A7, A8, A9 y A10 muestran algunos de los resultados fiscales de las políticas que diseñaron Washington y Hamilton.

Los gráficos A1 y A3 muestran los ingresos federales por fuente de 1790 a 1820, tanto con respecto al PIB como per cápita, respectivamente. Estos gráficos confirman que los aranceles eran la fuente primordial de ingresos federales. Obsérvese cómo se resintieron esos ingresos cuando, durante el embargo de Madison y Jefferson en 1808 y 1809, Estados Unidos al final recurrió a la política comercial para tomar represalias contra los británicos. En la actualidad, a veces se define a Hamilton como alguien que defendía un gran Estado, aunque es preciso situar tal afirmación en el contexto de los años 1790, cuando, como se muestra en el gráfico A1, un defensor de «Estado grande» quería recaudar cerca de un 2 por 100 del PIB en ingresos federales y usar la mayor parte de dichos ingresos para atender la deuda federal. La política de contemporalización con los británicos durante los años 1790 de Hamilton y Washington estaba diseñada para proteger los ingresos federales y evitar los resultados que acabó provocando la política de Madison y Jefferson. En los gráficos A2 y A4 se muestra la composición de los gastos federales, tanto con respecto al PIB como per cápita, respectivamente. Evidentemente, a lo largo del periodo, una gran fracción del gasto se dedicó al servicio de la deuda federal.

En el gráfico A5 se muestra la ratio del déficit federal neto de intereses con el PIB, y en el gráfico A6 la ratio deuda/PIB con la deuda valorada a la par. En el gráfico A7 se muestra la tasa de crecimiento del PIB y la tasa de inflación. Ambas tasas deben considerarse sujetas a grandes errores de medición. En el gráfico A8 se indica la composición de la deuda federal, y se muestra cómo la deuda doméstica sin fondos se convirtió en el instrumento descrito en la Ley de 4 de agosto de 1790 y la gran rapidez con la que el Tesoro logró reestructurar con éxito esa deuda. Conviene señalar la deuda que se emitió en 1803 para ayudar a financiar la compra del Territorio de Luisiana.

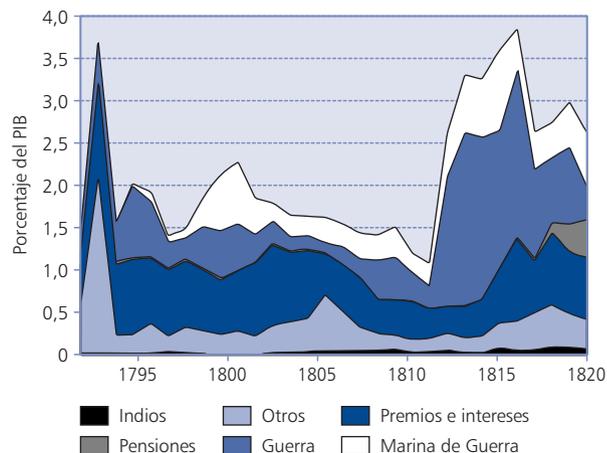
En los gráficos A9 y A10 se muestran el PIB real per cápita y el PIB nominal per cápita, de nuevo, ambos probablemente sujetos a errores de medición sustanciales. Evidentemente, la ratio deuda/PIB se redujo a lo largo del periodo debido principalmente al crecimiento del PIB.

**GRÁFICO A1  
COMPOSICIÓN DE LOS INGRESOS FEDERALES  
POR FUENTE**



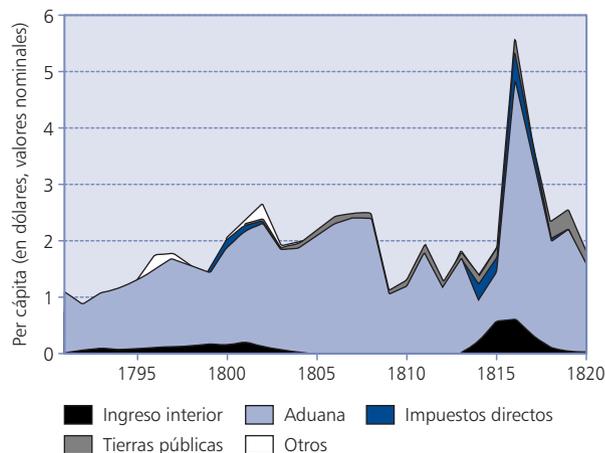
Fuente: Ingresos tributarios: *Memoria Anual del Secretario del Tesoro sobre el Estado de las Finanzas durante el Ejercicio 1870* (Oficina de Publicaciones del Gobierno Federal, Washington, DC, 1870), tabla K, Estado de Ingresos de EE.UU. desde el 4 de marzo de 1789 hasta el 30 de junio de 1870, por Años Naturales hasta 1843, y por Ejercicios Fiscales (terminados a 30 de junio) a partir de esta fecha (pp. XXVI-XXVIX). PIB nominal: L. Johnston y S.H. Williamson, «What Was the U.S. GDP Then?», *MeasuringWorth* (<http://www.measuringworth.org/usgdp/>, 2010).

**GRÁFICO A2  
COMPOSICIÓN DE LOS GASTOS FEDERALES  
POR TIPO**



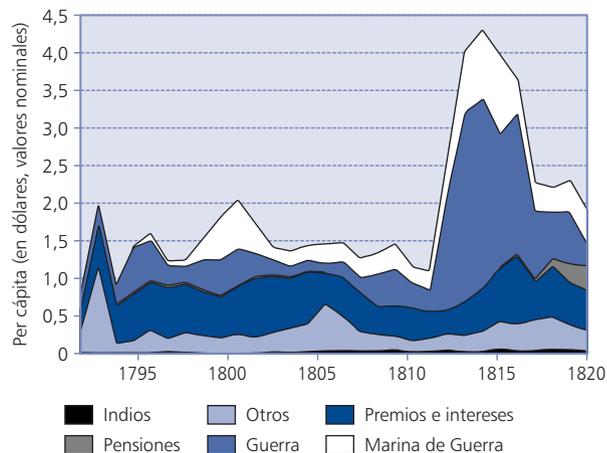
Fuentes: Gastos: *Memoria Anual del Secretario del Tesoro sobre el Estado de las Finanzas durante el Ejercicio 1870* (Oficina de Publicaciones del Gobierno Federal, Washington, DC, 1870), tabla K, Estado de Gastos de EE.UU. desde el 4 de marzo de 1789 hasta el 30 de junio de 1870, por Años Naturales hasta 1843, y por Ejercicios Fiscales (terminados a 30 de junio) a partir de esta fecha (pp. XXX-XXXI). PIB nominal: L. Johnston y S.H. Williamson, «What Was the U.S. GDP Then?», *MeasuringWorth* (<http://www.measuringworth.org/usgdp/>, 2010).

**GRÁFICO A3  
COMPOSICIÓN DE LOS INGRESOS FEDERALES  
PER CÁPITA Y FUENTE**



Fuentes: Se utilizan los mismos datos de ingresos y gastos que en los gráficos A1 y A2. Población: Oficina del Censo de EE.UU., *Historical Statistics of the United States, Earliest Times to the Present*, millennial ed. (Cambridge University Press, Nueva York, 2006), tabla Aa7 (las cifras incluyen esclavos); también de *Measuring Worth*.

**GRÁFICO A4  
COMPOSICIÓN DE LOS GASTOS FEDERALES  
PER CÁPITA Y TIPO**



Fuentes: Se utilizan los mismos datos de ingresos y gastos que en los gráficos A1 y A2. Población: Oficina del Censo de EE.UU., *Historical Statistics of the United States, Earliest Times to the Present*, millennial ed. (Cambridge University Press, Nueva York, 2006), tabla Aa7 (las cifras incluyen esclavos); también de *Measuring Worth*.

GRÁFICO A5  
RATIO PIB/DÉFICIT PRIMARIO



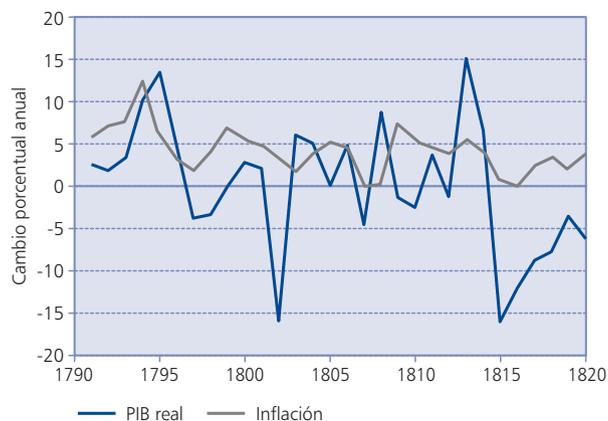
Fuentes: Hall y Sargent (n.d.) calcularon el déficit primario usando los datos de ingresos y gastos citados arriba. PIB nominal: Se utilizan los mismos datos que en los gráficos A1 y A2.

GRÁFICO A6  
RATIO DEUDA A VALOR NOMINAL/PIB



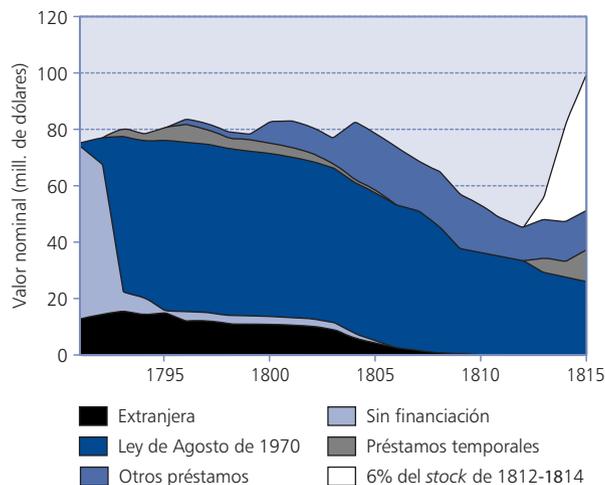
Fuentes: Deuda: *Memoria Anual del Secretario del Tesoro sobre el Estado de las Finanzas durante el Ejercicio 1870* (Oficina de Publicaciones del Gobierno Federal, Washington, DC, 1870), tabla H, Estado del Principal de la Deuda Pública de EE.UU. a 1 de enero de cada año, desde 1790 hasta 1842, ambos incluidos (p. XXV).

GRÁFICO A7  
INFLACIÓN ANUAL Y CRECIMIENTO DEL PIB REAL



Fuente: Deflactor del PIB y crecimiento del PIB real *Measuring Worth*.

GRÁFICO A8  
COMPOSICIÓN DE LA DEUDA VIVA POR TIPO DE OBLIGACIÓN



Fuente: Informes del Secretario del Tesoro de Estados Unidos: *Informe sobre las Finanzas*, diciembre de 1815, tabla C, Estado de la Deuda Pública a 1 de enero de cada año, desde 1791 hasta 1815, ambos incluidos (pp. 47-50) ([http://fraser.stlouisfed.org/docs/publications/treasar/AR\\_TREASURY\\_1815.pdf](http://fraser.stlouisfed.org/docs/publications/treasar/AR_TREASURY_1815.pdf)).

**GRÁFICO A9**  
**PIB REAL PER CÁPITA (USD DE 2005)**



Fuente: De Measuring Worth.

**GRÁFICO A10**  
**PIB NOMINAL PER CÁPITA**



Fuente: De Measuring Worth.

## Resumen

Este artículo se dedica a discutir las posibles vías de consecución de una mayor integración fiscal. Para ello, se analiza el papel que desempeñan los gobiernos centrales, en el marco de una federación, como órganos encargados de dar forma a las políticas fiscales subnacionales. En particular, se examina la actuación de los gobiernos centrales en 10 federaciones (8 correspondientes a economías avanzadas y 2 a mercados emergentes) en relación con tres aspectos cruciales: el establecimiento y la supervisión de objetivos fiscales subnacionales, la utilización de políticas fiscales en el ciclo completo y la financiación de los déficits subnacionales. Y, a partir de este estudio, se extraen lecciones para la integración fiscal europea. Es crucial que los responsables políticos aprovechen las oportunidades existentes para desarrollar instrumentos de política paneuropeos y que, mientras tanto, se aseguren de que las políticas de menor alcance sean coherentes con este objetivo.

*Palabras clave:* integración fiscal, federación, gobierno central, política fiscal, supervisión.

## Abstract

This article seeks to inform the debate by looking at the role that the central government plays in shaping subnational fiscal policy in federations. In particular, this article looks at the role of central governments in 10 federations (8 advanced economies and 2 emerging markets) respect to three defining points: the setting and monitoring of subnational fiscal targets, the use of fiscal policies over the cycle, and the financing of subnational deficits. And, from this study, it then attempts to draw lessons for European fiscal integration. It will be crucial for decision makers to seize opportunities for the development of pan-European policy instruments, and in the meantime, to ensure that narrower policy decisions remain consistent with this goal.

*Key words:* fiscal integration, federation, central government, fiscal policy, monitoring.

*JEL classification:* E62, E65, F02, H77.

# HACIA UNA INTEGRACIÓN FISCAL MÁS EFICIENTE: ENSEÑANZAS PARA EUROPA DE LAS PRÁCTICAS DE FEDERALISMO FISCAL (\*)

Martine GUERGUIL

Fondo Monetario Internacional

## I. INTRODUCCIÓN

La crisis de deuda soberana en la zona del euro y el largo y doloroso camino hacia su solución han dado origen a un debate muy intenso sobre el alcance y la conveniencia de una mayor integración fiscal en la Unión Económica y Monetaria europea (UEM). Las opiniones sobre la materia, y a la vez las reformas que se contemplan, cubren un amplio espectro, que va desde una transición rápida hacia la plena integración fiscal hasta un simple reforzamiento de los acuerdos vigentes, con múltiples alternativas entre ambos extremos. Es interesante subrayar a este respecto que la mayoría de los analistas recomiendan dar un papel más protagonista a las instituciones europeas en este proceso, ya sea aumentando su influencia en la definición de las políticas fiscales nacionales o aumentando su capacidad de supervisión y sanción.

Este artículo se propone contribuir a este debate analizando el papel que desempeñan, en las federaciones, los gobiernos centrales con respecto a la política fiscal de los gobiernos subnacionales (1). Conviene dejar sentados desde el comienzo los límites de este ejercicio. En primer lugar, no existe un modelo único de federalismo fiscal; como pone de manifiesto la vasta literatura sobre la materia, las prácticas va-

rían de un país a otro (2). En segundo lugar, el paralelismo entre la UEM y las federaciones es solo parcial. La UEM no fue concebida como una federación en sentido estricto, sino más bien, en palabras de sus creadores, como «un experimento *sui generis*». Lo cierto es que la UEM difiere en muchos sentidos de las federaciones, especialmente en cuanto que las federaciones son uniones políticas y fiscales, mientras que este no es el caso de la UEM. Por tanto, no hay ningún motivo para pensar que las relaciones fiscales dentro de la UEM deban adoptar uno de los formatos que se observan en las federaciones; por el contrario, pueden más bien tomar una forma *sui generis*. Pero, aun así, se han observado en las federaciones episodios de tensiones entre los diferentes niveles de gobierno que se asemejan bastante a los que se manifiestan en la UEM (por ejemplo, con respecto a la adopción de objetivos fiscales divergentes o a la entrega de ayuda financiera a un miembro en apuros). Así pues, aunque el alcance de la comparación es limitado, puede todavía ser ilustrativo.

En este artículo analizamos el papel de los gobiernos centrales en las federaciones en tres aspectos claves: el diseño y la supervisión de los objetivos fiscales subnacionales; la utilización de la política fiscal de los gobiernos subnacionales; la utilización de la

política fiscal para fin de estabilización; y, por último, la financiación de los déficits subnacionales. De estas experiencias intentamos extraer unas lecciones para la integración fiscal europea. El enfoque es similar al utilizado en Cottarelli y Guerguil (2014), que examina de forma más amplia las relaciones entre gobiernos centrales y subnacionales en una muestra de 13 federaciones, y las posibles lecciones que pueden ser útiles para la UE. Debido a limitaciones con la información estadística, en este artículo el análisis se limita a un total de 10 federaciones (8 de las cuales corresponden a economías avanzadas y 2 a mercados emergentes) (3).

## II. CONTROLES INSTITUCIONALES SOBRE LAS POLÍTICAS FISCALES SUBNACIONALES EN LAS FEDERACIONES

En una federación, la autoridad fiscal se reparte entre diferentes niveles de gobierno. Eso genera, entre otros, un riesgo de incoherencia en las decisiones fiscales (al cual se suman los problemas tradicionales de compartir recursos (*common pool*) y de riesgo moral). Este es el motivo por el que existen, en todas las federaciones, acuerdos institucionales cuyo objeto es garantizar un mínimo de coherencia entre la política fiscal federal y la política fiscal de los gobiernos subnacionales. Estos acuerdos pueden incluir restricciones explícitas sobre la formulación de la política fiscal subnacional (las llamadas «reglas fiscales») y/o mecanismos de coordinación intergubernamental. La UEM no es ninguna excepción a este respecto, ya que está dotada desde su creación de un conjunto de reglas fiscales y de mecanismos supranacionales de supervisión fiscal.

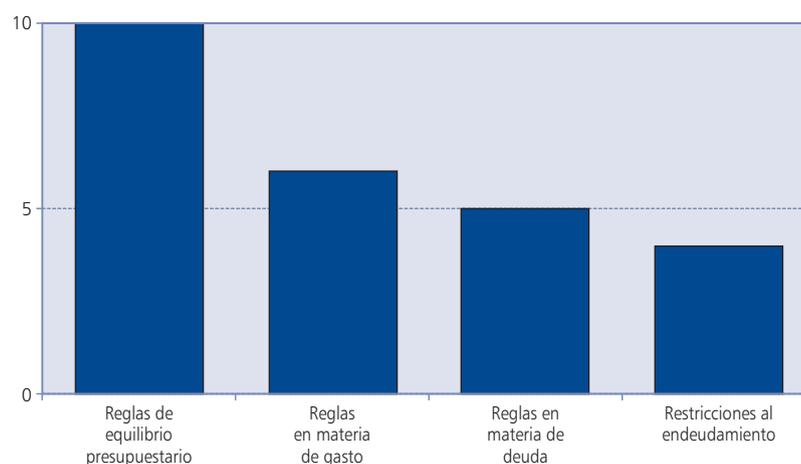
En todas las federaciones existen reglas fiscales al nivel subnacional, pero su naturaleza varía de un país a otro (4). En nuestra muestra de federaciones, las reglas subnacionales son autoimpuestas en cerca de la mitad de las economías avanzadas (tal es el caso, en particular, de Estados Unidos, pero también de Australia, Canadá y Suiza). En otras federaciones es la legislación federal (en algunos casos, la constitución federal) la que impone tales reglas. A este último grupo pertenecen los Estados miembros de la UE, que son también ellos mismos federaciones, además de los dos mercados emergentes de la muestra. Las reglas autoimpuestas suelen diferir de un gobierno subnacional a otro dentro de una misma federación; incluso puede darse el caso de que algunas entidades subnacionales no han adoptado ninguna regla. En cambio, las normas impuestas por la autoridad federal se aplican a todos los gobiernos subnacionales, aunque

haya detalles específicos que puedan variar de una entidad subnacional a otra.

Las reglas fiscales subnacionales suelen ser bastante sencillas. Las más comunes fijan un objetivo en términos de déficit. Las reglas de déficits se encuentran, bajo distintas fórmulas, en todas las federaciones de economías avanzadas. Luego vienen las reglas definidas en términos de gasto, seguidas por los techos de deuda y límites de endeudamiento (gráfico 1). La mayoría de los gobiernos subnacionales combinan varias reglas.

Normalmente, los objetivos incluidos en estas reglas se formulan en términos nominales. Esto se debe en parte a la escasez de datos y a otras limitaciones técnicas, que dificultan mucho el cálculo de ajustes cíclicos o estructurales en el ámbito subnacional. Pero la sencillez en el diseño también facilita el escrutinio público, objetivo central de la

GRÁFICO 1  
UTILIZACIÓN DE REGLAS FISCALES EN LAS FEDERACIONES  
(Número de países de la muestra)



Fuente: Eyraud y Gómez Sirera (2014).

descentralización fiscal: a los votantes les resulta más fácil entender una regla simple, que pueden utilizar para evaluar los resultados de las autoridades electas en el ámbito fiscal.

En las federaciones, los gobiernos centrales rara vez desempeñan un papel activo en el diseño de las reglas fiscales aplicadas a las entidades subnacionales, en gran medida porque esto iría en contra de su soberanía. Las pocas excepciones a esta norma las encontramos en los mercados emergentes. En estos países, la autoridad central a veces ha condicionado la entrega de ayuda financiera a las entidades subnacionales a la imposición de controles directos. Brasil es el ejemplo más destacado. Hay que señalar al respecto que, por lo general, tales intervenciones han sido limitadas en el tiempo.

Además de las reglas fiscales, la mayoría de las federaciones han establecido órganos de coordinación entre los diferentes niveles de gobierno (en ese contexto, Estados Unidos es la principal excepción). En las últimas décadas, estos órganos han ido asumiendo un papel cada vez más destacado en la supervisión de la política fiscal subnacional. Ello se debe esencialmente a la adopción de leyes federales, como por ejemplo leyes de responsabilidad fiscal que regulan de forma explícita las relaciones entre los diferentes niveles de gobierno. Estas leyes suelen exigir que los gobiernos subnacionales participen en dichos órganos, pero el proceso sigue descansando fundamentalmente en la negociación. El gobierno central también suele participar en las instancias de coordinación, pero rara vez dispone de un poder de decisión, porque ello también se

percibiría como una interferencia en la soberanía de los gobiernos subnacionales. Del mismo modo, las autoridades centrales rara vez asumen funciones de supervisión fiscal sobre los gobiernos subnacionales (5). En los casos en los que sí las asumen, suele ser como complemento de los controles directos que se establecieron después de una crisis de deuda subnacional.

En comparación con lo que ocurre en la mayoría de las federaciones, en la UE los acuerdos institucionales son relativamente complejos y bastante ambiciosos: incluyen un conjunto intrincado de reglas fiscales (6); esfuerzos importantes de armonización de los procesos presupuestarios; múltiples instancias de coordinación de las políticas fiscales, y una supervisión activa por parte de las instituciones supranacionales. Este último elemento es un rasgo muy distintivo de la UEM (como indicábamos más arriba, en las federaciones los gobiernos centrales solo han asumido funciones de supervisión fiscal de forma temporal, y en la mayoría de los casos después de una crisis de la deuda). En cambio, en la UE, la supervisión supranacional es un elemento permanente del marco institucional (7). En la práctica, no obstante, la eficiencia de la supervisión se ve mitigada por la escasa capacidad de las instituciones supranacionales para imponer sanciones o medidas correctivas cuando los Estados miembros no cumplen con las reglas. Aunque recientemente el «Paquete de Dos medidas» y el «Paquete de Seis medidas» han dado más poderes a las instancias supranacionales, estos siguen siendo muy inferiores a los asumidos por los gobiernos federales después de una crisis de deuda subnacional.

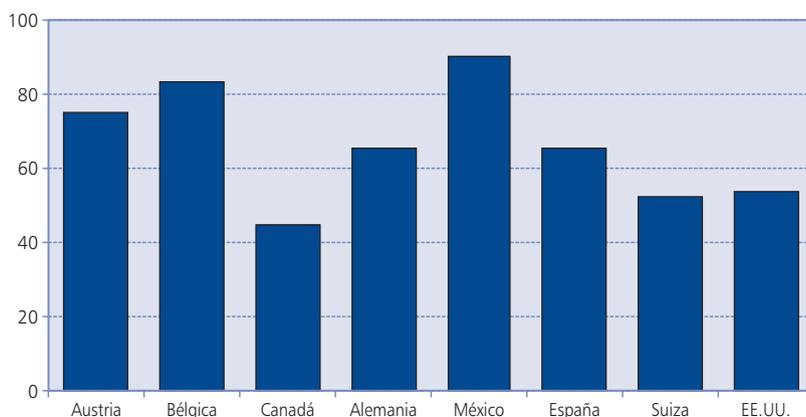
### III. POLÍTICA FISCAL Y ESTABILIZACIÓN EN LAS FEDERACIONES

En un marco federal, la respuesta de la política fiscal frente a un *shock* macroeconómico podría ser subóptimo, debido a la descentralización de las decisiones presupuestarias. Este es el motivo por el que se suele atribuir al gobierno central un rol protagonista en materia de políticas de estabilización y de políticas redistributivas (8). Desde comienzos del siglo xx, el uso de estas políticas se ha ido generalizando y el tamaño de los presupuestos de los gobiernos centrales ha crecido de forma paralela a un ritmo mucho más rápido que el de los presupuestos de las entidades subnacionales. Por ejemplo, en Estados Unidos, en 1929 el presupuesto del gobierno federal representaba cerca de un 2,5 por 100 del PIB, lo que equivalía a una tercera parte del presupuesto de los estados de EE.UU. En 1939, esa proporción había subido a un 10 por 100 del PIB, y en 2010, a un 14 por 100 del PIB (frente al 11 por 100 del conjunto de los estados) (Shannon, 1990).

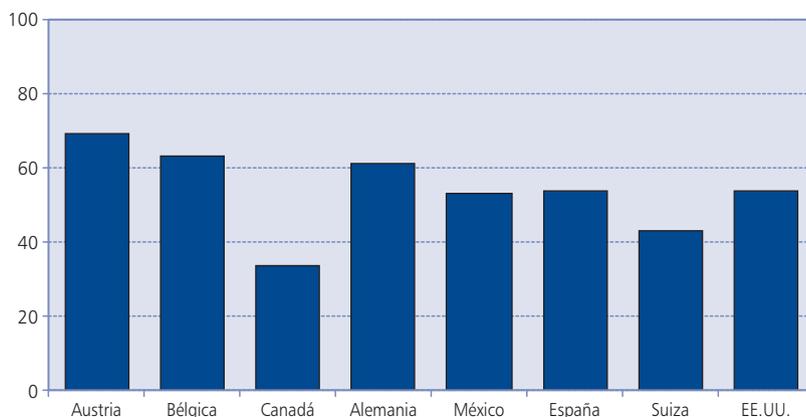
Por tanto, aunque el federalismo busque por definición una mayor descentralización, el presupuesto del gobierno central suele ser bastante abultado en las federaciones. En nuestra muestra, más de la mitad de los ingresos y gastos públicos consolidados es imputable al gobierno central (gráfico 2). Aunque por debajo de la mediana, esta proporción sigue siendo importante (entre un 30 y un 50 por 100), en federaciones más descentralizadas como Canadá, Suiza y Estados Unidos. Por el contrario, el presupuesto que controlan las instituciones europeas es extremadamente reducido: poco más

GRÁFICO 2  
PROPORCIÓN DE INGRESOS Y GASTOS DEL GOBIERNO CENTRAL

A) Ingresos del gobierno central (como % de los ingresos públicos generales)



B) Gasto del gobierno central (como % del gasto público general)



del 1 por 100 del PIB de la UE. En parte, esto refleja la ausencia de políticas comunes de estabilización macroeconómica y de redistribución en el marco de la UE, incluso en el seno de la zona del euro.

En la práctica, no es fácil separar las políticas de redistribución de las políticas de estabilización. Por ejemplo, el impuesto sobre la renta de las personas físicas es, a la vez, uno de los principales estabilizadores automáticos y un instrumento clave de la redistribución. Resulta complicado, entonces, medir de manera precisa la contribución respectiva de los distintos niveles de gobierno a la función de estabilización. Una aproximación se obtiene al mirar la distribución entre gobierno central y gobiernos subnacionales de los ingresos tributarios más sensibles al ciclo (que son los impuestos sobre la renta de las personas físicas y sobre sociedades). El cuadro n.º 1 pone de manifiesto que, en las federaciones, el gobierno central se queda con una parte considerablemente mayor de los ingresos procedentes de estos dos impuestos que de los generados por otros impuestos; en el caso del impuesto sobre sociedades, la proporción está muy próxima, de hecho, a la que recauda el

CUADRO N.º 1

DISTRIBUCIÓN DE LOS INGRESOS FISCALES POR NIVEL DE GOBIERNO  
(Como porcentaje de la recaudación tributaria global)

	FEDERACIONES		ESTADOS UNITARIOS	
	Administración central	Adm. local y subnac.	Administración central	Adm. local y subnac.
Ingresos fiscales totales .....	65,0	35,0	85,1	14,9
Ingresos derivados de impuestos sensibles al ciclo:				
Impuesto sobre la renta de las personas físicas .....	72,7	27,3	80,1	19,9
Impuestos sobre sociedades .....	81,5	18,5	93,8	6,2
Ingresos derivados de otros impuestos .....	57,0	43,0	86,9	13,1

Fuente: Bases de datos de la OCDE sobre federalismo fiscal y sobre ingresos fiscales.

gobierno central en los estados unitarios.

Esto confirma que, en las federaciones, la mayor proporción, aunque no la totalidad, de los estabilizadores automáticos está en manos del gobierno central. En cambio, en la UEM, casi todos los estabilizadores automáticos están en manos de los Estados miembros. La mayor fuente de financiación del presupuesto europeo son las transferencias de los Estados miembros (9), que varían poco con el ciclo económico. De todos modos, el presupuesto europeo es tan reducido que no podría tener un impacto estabilizador. La única excepción sea quizá la agricultura, que se beneficia de unas amplias políticas de sostenimiento de precios, aunque su participación en el PIB es demasiado pequeña para marcar alguna diferencia. Con todo, la UEM dispone de muy pocos mecanismos de distribución del riesgo, muchos menos que las federaciones (Allard *et al.*, 2013).

#### IV. EL ENDEUDAMIENTO DE LAS ENTIDADES SUBNACIONALES EN LAS FEDERACIONES

El endeudamiento de las entidades subnacionales entraña grandes riesgos para la estabilidad fiscal de las federaciones. Por consiguiente, cerca de las dos terceras partes de las federaciones incluidas en nuestra muestra limitan de forma explícita el acceso de los gobiernos subnacionales a los mercados de crédito, mediante límites al endeudamiento y mediante topes de deuda. En la mitad de los casos, esas restricciones son autoimpuestas. Cuando no lo son, se trata de países que han afrontado una grave crisis de deuda sub-

nacional (Brasil es otra vez el ejemplo más destacado). Curiosamente, son todavía más estrictos los límites que se imponen a los gobiernos locales (sobre todo, a los ayuntamientos), tanto en las federaciones como en los estados unitarios (Shah, 1998).

En las federaciones de nuestra muestra, los gobiernos centrales no acostumbran a financiar las entidades subnacionales «por debajo de la línea» (Palomba *et al.*, 2014) (10). Aunque rara vez se prohíban de forma explícita, los préstamos federales a las entidades subnacionales son muy poco frecuentes y apenas representan entre el 1 y el 2 por 100 del *stock* de deuda subnacional. Cuando se producen, en la mayoría de los casos tienen un objetivo concreto, y casi siempre de desarrollo (por ejemplo, financiar proyectos de infraestructura) (11). En las federaciones de las economías emergentes, los bancos públicos, tales como bancos de desarrollo, son una fuente de préstamos para los gobiernos subnacionales, dado que dichas entidades financieras representan a menudo una proporción muy considerable del crédito doméstico. Pero incluso en estas economías la mayor parte de la financiación subnacional procede de los mercados. Los gobiernos subnacionales emiten sus propios instrumentos financieros. Es muy poco frecuente que utilicen títulos de deuda compartida entre varias entidades de gobiernos, comparables con los eurobonos y las euroletras cuya adopción está siendo objeto de debate en la zona del euro. Los avales federales a los gobiernos subnacionales son también infrecuentes.

La situación puede ser distinta en periodos de crisis. En algunas federaciones de nuestra muestra (pero no todas), el gobierno cen-

tral ha proporcionado amplia ayuda financiera a sus entidades subnacionales cuando estas han tenido dificultades para pagar su deuda (entre otros, en Brasil a finales de los ochenta y de los noventa, en Alemania a comienzos de los noventa y en México a mediados de los noventa). Entre estos, solo en Alemania la crisis de la deuda subnacional no coincidió con una crisis de la deuda federal. En todos los casos, los rescates se vieron acompañados de un fuerte endurecimiento de los controles centrales sobre las políticas fiscales subnacionales, vía legislación federal o enmiendas constitucionales. Del mismo modo, en ciertos periodos de crisis el gobierno central ha asumido la totalidad o parte de la deuda subnacional, o se ha endeudado bajo su propio nombre para financiar a las entidades subnacionales. Esto ha ocurrido, por ejemplo, en el momento de formación de una federación (como en Estados Unidos o Canadá) o en periodos en los que tanto el gobierno central y los gobiernos subnacionales afrontaban graves crisis financieras (como en Australia en los años treinta y en Brasil en los ochenta).

Los acuerdos sobre el endeudamiento público dentro de la UEM son globalmente similares a los observados en las federaciones. Existe un tope de deuda que han de respetar los Estados miembros de la UEM (aunque este se infringe en muchos casos). La financiación central de los Estados miembros, mediante préstamos concedidos por el BEI, es bastante modesta y la mayoría de los Estados miembros financian su déficit recurriendo a los mercados de deuda, al menos hasta que se produjo la crisis de deuda. El tratado fundacional de la UEM prohíbe explícitamente los rescates entre Estados miembros, aun-

que se hicieron excepciones en el contexto de la crisis reciente, con el establecimiento del FEEF/MEDE y de otros instrumentos de resolución de la crisis en manos del BCE. El carácter relativamente permanente e institucionalizado de esos instrumentos difiere en cierta medida del enfoque más *ad hoc* adoptado para la resolución de crisis de deuda subnacional en las federaciones (Cordes *et al.*, 2014); pero esto tal vez sea reflejo de la magnitud sin precedentes de la crisis de deuda de la zona del euro, cuyas posibles consecuencias sistémicas requerían esfuerzos de resolución mucho más formalizados.

La principal diferencia entre la UEM y las federaciones reside, más bien, «por encima de la línea». En las federaciones, el presupuesto federal y los presupuestos subnacionales están conectados mediante una multiplicidad de vínculos financieros, como pueden ser las transferencias para programas educativos y de salud, proyectos de infraestructura y reparto de impuestos. En cambio, aunque la UE dedique cerca de una tercera parte de su presupuesto a transferencias a los Estados miembros mediante los fondos estructurales y de cohesión, las cuantías son demasiado pequeñas como para crear los mismos canales informales que facilitan la armonización de las políticas fiscales en las federaciones.

## V. MECANISMOS PARA UNA INTEGRACIÓN FISCAL MÁS EFICIENTE EN LA UEM

En suma, en comparación con las federaciones, la UEM se apoya más en la supervisión supranacional y menos en los instrumentos compartidos de política fiscal

para garantizar la coherencia de las políticas fiscales a nivel de la unión. La UEM asigna un papel de vigilancia importante a las instituciones supranacionales, pero no incluye un instrumento centralizado de estabilización, y los vínculos presupuestarios entre el nivel supranacional y los Estados miembros son muy escasos. En contraposición, en la mayoría de las federaciones, es más bien raro que el gobierno central supervise o controle los resultados fiscales de las administraciones subnacionales; sí asume, no obstante, una parte muy considerable de las políticas de estabilización; y, aunque solo financia de modo explícito los déficits subnacionales en muy contadas ocasiones, *de facto*, los presupuestos central y subnacionales están estrechamente vinculados.

Para que en la UEM la integración fiscal fuera más eficiente sería necesario un reajuste entre los instrumentos institucionales y de política fiscal, así como entre el nivel supranacional y los Estados miembros. En lo que respecta a las políticas, la opción más sencilla consistiría en establecer una herramienta supranacional de estabilización. Podría tratarse de una herramienta adicional (por ejemplo, a través del establecimiento de un nuevo impuesto europeo o de un fondo paneuropeo de estabilización) o sustitutiva (por ejemplo, mediante la transferencia de parte de los impuestos existentes, o de parte de los sistemas de seguro de desempleo existentes, de los Estados miembros a una instancia supranacional). La primera alternativa incrementaría el tamaño del conjunto de los estabilizadores automáticos en la UEM, mientras que la segunda solo modificaría su distribución (de los Estados miembros hacia el nivel supranacional). Pero incluso si no

crece el tamaño de los estabilizadores automáticos, su centralización parcial (es decir, el hecho de que una parte de esos estabilizadores pase bajo control supranacional) reforzaría su eficacia y reduciría la vulnerabilidad de la UE frente a las crisis, y eso de tres maneras: 1) Durante una recesión, las entidades subnacionales pueden tener más dificultades que el gobierno central en acceder a los mercados de crédito, lo que limita su capacidad para utilizar los estabilizadores automáticos. 2) La existencia de mecanismos centrales de estabilización, al reducir el impacto del *shock*, puede ayudar a las entidades subnacionales a cumplir con sus propias reglas fiscales. Ello a su vez incrementa la credibilidad del marco institucional (y de paso la credibilidad de la regla de prohibición del rescate, si esta existe). Y 3) La existencia de un presupuesto central de cierto peso implica que una parte importante de las decisiones en materia de política fiscal se adoptan en el centro, reduciendo así el espacio para la aplicación de políticas fiscales inconsistentes (12).

También se podría considerar una revisión de las modalidades y del alcance de la supervisión ejercida por las instancias supranacionales, ya que es posible que se haya extendido en forma excesiva, desde el punto de vista tanto técnico como político. La experiencia de las federaciones indica que, para ser eficientes, las restricciones subnacionales deben ser congruentes con la legislación y las prácticas subnacionales. La obligación de inscribir las reglas fiscales dentro de los marcos legales de los Estados miembros, tal como se estipula en el Pacto Fiscal, constituye un gran paso adelante; lo mismo que el uso obligatorio de agencias de supervisión independien-

tes para fiscalizar la observancia de dichas reglas. Ahora bien, se necesitan otras reformas para lograr una verdadera «internalización» de las restricciones fiscales por los Estados miembros. Es muy probable, por ejemplo, que a consecuencia de los cambios recientes en el marco fiscal de la UEM el sistema sea ahora más vinculante para las autoridades de los Estados miembros (un avance en términos de eficiencia técnica); sin embargo, el sistema se ha vuelto más complejo y más auto-referente, lo cual crea aún más distancia entre los ciudadanos de la UE y los instrumentos de política europea (un retroceso en términos de eficiencia política). Además, existe un riesgo de tensión o incluso de falta de coherencia entre el extenso sistema de reglas y acuerdos supranacionales y los sistemas desarrollados por los Estados miembros en sus esfuerzos por reforzar la disciplina fiscal. Unas reglas más sencillas y una mayor tolerancia a las variaciones entre Estados miembros podrían contrarrestar estas tendencias, pero tendrían que ir acompañadas de un reforzamiento de los compromisos nacionales y, posiblemente, de las sanciones en caso de infracción.

En lo que respecta a la financiación, es importante mantener el principio de que cada nivel de gobierno se hace cargo de los costes financieros derivados de sus decisiones fiscales. No obstante, es muy posible que los mecanismos de resolución de crisis, como el MEDE, tengan que mantenerse durante varios años, en tanto los mercados financieros y laborales de la UE siguen fragmentados. Con mercados fragmentados, una integración fiscal más estrecha podría reducir, aunque no eliminar, el riesgo de *shocks* macroeconómicos idiosincrásicos y de crisis subnacionales.

Para limitar el riesgo moral, el acceso de las entidades subnacionales en crisis a los fondos de apoyo tendría que ser condicionado, tal y como se ha establecido en el caso del MEDE. Al mismo tiempo, la emisión de bonos por el propio MEDE podría contribuir a reducir la fragmentación financiera. Permitiría el desarrollo subsiguiente de un mercado de instrumentos financieros comunes «seguros», con dos ventajas importantes: debilitaría el círculo vicioso deuda pública-bancos y, por ende, reduciría el riesgo de doble crisis: de deuda y bancaria. Además, fomentaría el desarrollo de mecanismos privados de distribución de riesgos (13).

En conclusión, la experiencia de las federaciones parece indicar que la existencia de herramientas de política comunes facilita sustancialmente la coordinación fiscal entre niveles de gobiernos. Estos instrumentos compartidos son relativamente escasos en la UEM, especialmente en el ámbito fiscal. En el contexto actual, será difícil encontrar apoyo político para establecer tales instrumentos: porque ellos demandarían una profundización de la unión política en un momento de creciente desafección con el proyecto europeo; y porque no constituyen una prioridad inmediata, sobre todo comparado con los esfuerzos todavía en curso para dejar atrás la crisis de deuda y sus múltiples legados. Así pues, se puede esperar que el marco de coordinación fiscal en la UEM siga descansando por algún tiempo más sobre restricciones institucionales definidas al nivel supranacional. En este contexto será de vital importancia aprovechar todas las oportunidades que se presenten para plantar las semillas que permitirán luego desarrollar instrumentos de política paneuropeos, y evitar que se

tomen medidas que podrían convertirse en un obstáculo a este objetivo.

#### NOTAS

(\*) Subdirectora, Departamento de Finanzas Públicas, Fondo Monetario Internacional. Se agradecen los comentarios y sugerencias de Carlo Cottarelli y Luc Eyraud, y la asistencia de Tafadzwa Mahlanganise en la preparación del material de apoyo a este estudio. Las opiniones vertidas en este artículo son responsabilidad exclusiva de su autora y no pueden atribuirse ni al FMI, ni a su Consejo Ejecutivo, ni a su dirección.

(1) En este artículo, los términos «gobierno central» y «gobierno federal» se refieren a la autoridad central en una federación; a su vez, el término «gobierno subnacional» se refiere al nivel inmediatamente inferior (estados o provincias). Del mismo modo, cuando hablamos de la UEM, el término «supranacional» se refiere a las instituciones europeas creadas mediante los tratados de la UEM, mientras que el término «Estados miembros» designa a los países firmantes de dichos tratados.

(2) Véanse, por ejemplo, AHMAD y BROSIO (2006) y TER-MINASSIAN (1997).

(3) Alemania, Australia, Austria, Bélgica, Brasil, Canadá, España, México, Suiza y Estados Unidos.

(4) Véase EYRAUD y GÓMEZ SIRERA (2014) para un análisis más detallado de la utilización de reglas fiscales y de otras limitaciones en una muestra más grande de federaciones, así como para una comparación con el marco de instituciones fiscales en la UE.

(5) Por el mismo motivo, son pocas las federaciones que disponen de herramientas comunes de gestión de las finanzas públicas, tales como directrices comunes para la elaboración de presupuestos, normas comunes de contabilidad y requisitos comunes de información.

(6) EYRAUD y GÓMEZ SIRERA (2014) ponen de manifiesto que la UEM utiliza no menos de cinco reglas, frente a un promedio de dos en las federaciones.

(7) Desde sus inicios, los tratados de la UEM han asignado a la Comisión Económica la responsabilidad de supervisión de los resultados fiscales de los Estados miembros, incluyendo esta la comprobación del cumplimiento de las reglas fiscales, así como la formulación de recomendaciones para corregir las desviaciones que se produzcan.

(8) Debido al efecto de las economías de escala y de las externalidades (en la medida que los beneficios de las políticas de redistribución y estabilización pueden ser capturados más allá de las fronteras subnacionales). Sin embargo, en la práctica, factores políticos,

históricos e institucionales pueden tener un peso más determinante sobre el reparto de competencias entre los diferentes niveles de gobierno (AHMAD y BROSIO, 2007; FMI, 2009).

(9) Cerca del 80 por 100 de los ingresos de la UE proceden de transferencias de los Estados miembros, de las cuales una quinta parte depende de los ingresos procedentes del IVA y el resto de indicadores de riqueza relativa.

(10) Dos notables excepciones son Argentina y, hasta comienzos de los años 2000, la India.

(11) Excepto en Austria, cuyo gobierno central concede préstamos a las administraciones subnacionales y se encarga de obtener fondos en los mercados de capitales para financiar los presupuestos subnacionales.

(12) COTTARELLI (2013) argumenta que la centralización de los estabilizadores automáticos entraña ventajas adicionales para el funcionamiento de una unión monetaria, sobre todo al promover la convergencia de las economías subnacionales a medio plazo.

(13) Con ello se reforzarían las ventajas de la unión bancaria, aunque de ningún modo sería un sustituto de esta última.

## BIBLIOGRAFÍA

AHMAD, E., y BROSIO, G. (Eds.) (2006), *Handbook of Fiscal Federalism*. Cheltenham, Edward Elgar, Reino Unido.

ALLARD, C.; BROOKS, P.K.; BLUEDORN, J.C.; BORNHORST, F.; CHRISTOPHERSON, K.; OHNSORGE, F., y POGHOSYAN, T. (2013), «Toward a Fiscal Union for the Euro Area». IMF Staff Discussion Notes, SDN/13/09, septiembre.

CORDES, T. et al. (2014), «Subnational Fiscal Crises», en C. COTTARELLI y M. GUERGUIL (Eds.), *Designing a European Fiscal Union: Lessons from the Experience of Fiscal Federations*, Routledge, en prensa.

COTTARELLI, C. (2013), «European Fiscal Union: A Vision for the Long Run», *Swiss Journal of Economics and Statistics*, 149(junio): 167-174.

COTTARELLI, C., y GUERGUIL, M. (Eds.) (2014), *Designing a European Fiscal Union: Lessons from the Experience of Fiscal Federations*, Routledge, en prensa.

EYRAUD, L., y GÓMEZ SIRERA, R. (2014), «Constraints on Subnational Fiscal Policy», en C. COTTARELLI y M. GUERGUIL (Eds.), *Designing a European Fiscal Union: Lessons from the Experience of Fiscal Federations*, Routledge, en prensa.

FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (2009), *Macro Policy Lessons for a Sound Design of Fiscal Decentralization*, Washington.

MUSGRAVE, R. (1959), *The Theory of Public Finance*, Mc Graw Hill, Nueva York.

OATES, W. (2005), «Toward a Second-Generation Theory of Fiscal Federalism», *International Tax and Public Finance*, 12(4): 349-373.

PALOMBA, G.; JENKNER, E.; MENKULASI, J., y SOLA, S. (2014), «Financing of Central and Subnational Governments», en C. COTTARELLI y M. GUERGUIL (Eds.), *Designing a European Fiscal Union: Lessons from the Experience of Fiscal Federations*, Routledge, en prensa.

SHAH, A. (1998), «Fiscal Federalism and Macroeconomic Governance». Policy Research Documento de Trabajo n.º 2.005, Banco Mundial, Washington.

SHANNON, J. (1990), «The Deregulation of the American Federal System: 1789-1989», en Th. SWARTZ y E. PECK (Eds.), *The Changing Face of Fiscal Federalism*, M. E. Sharpe, Nueva York.

TER-MINASSIAN, T. (1997), *Fiscal Federalism in Theory and Practice*, Fondo Monetario Internacional, Washington.



---

COLABORACIONES

**II.**  
**EL AVANCE HACIA LA UNIÓN FISCAL  
EN LA UNIÓN EUROPEA**

## 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 prevalecientes 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

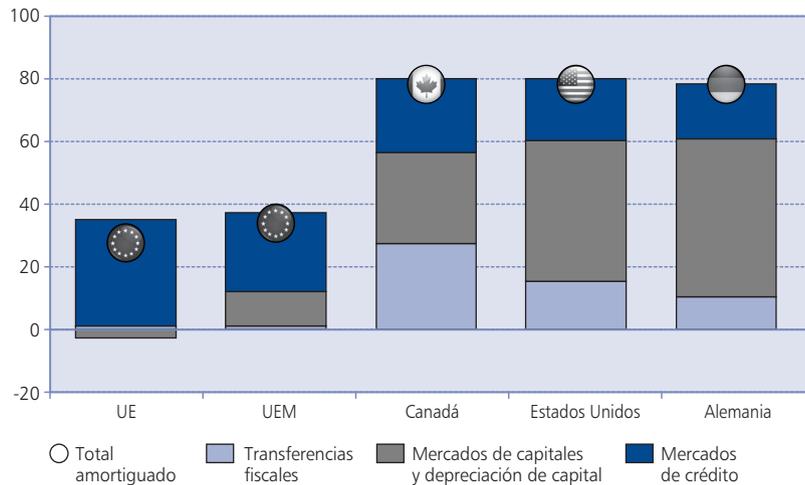
Las reformas en el marco de la UEM han corregido en gran medida las carencias institucionales iniciales. Los nuevos mecanismos para abordar las crisis y la posibilidad de acuerdos contractuales que ayuden a financiar las reformas aumentan la capacidad del sistema para absorber *shocks*, mientras que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

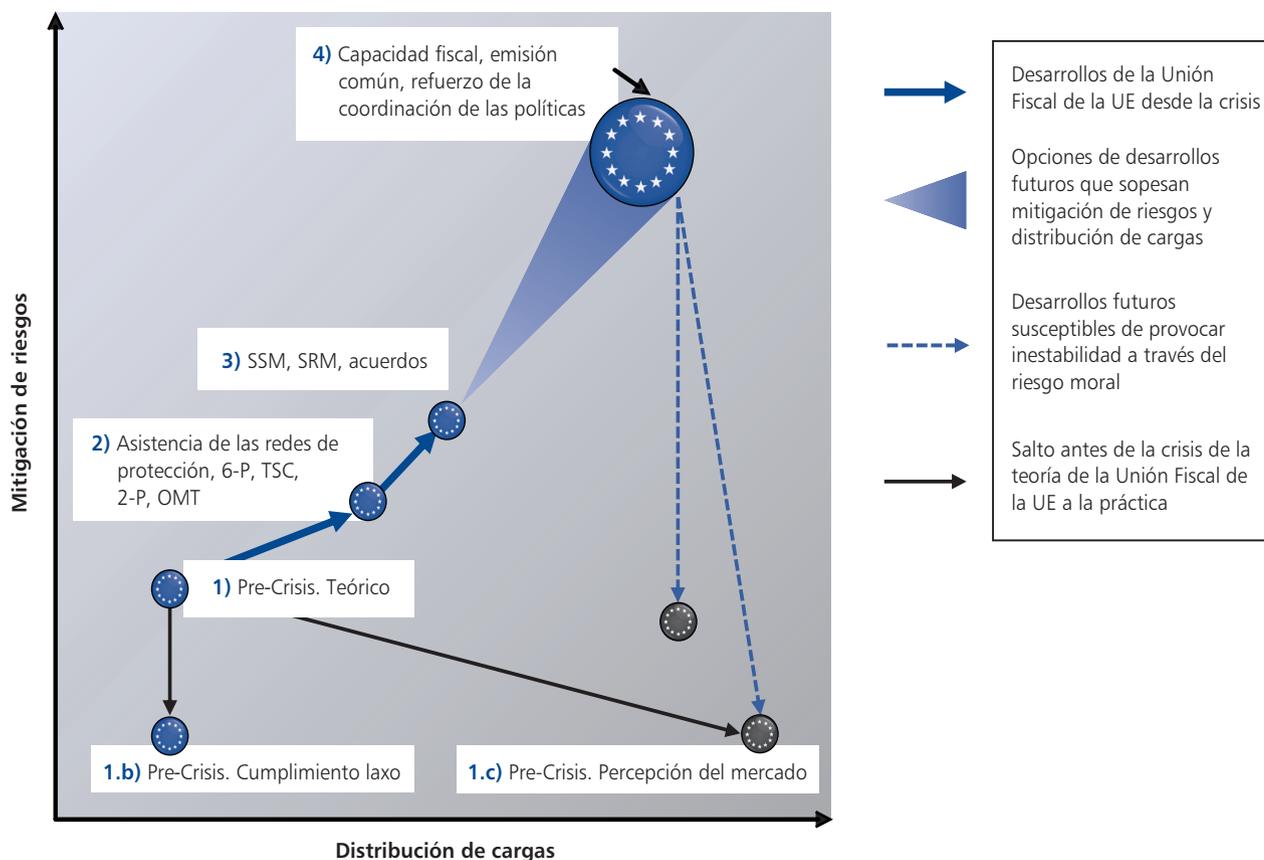
### 3. Mayor coordinación presupuestaria y económica

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](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](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](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](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](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](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](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](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/](http://www.sachverstaendigenrat-wirtschaft.de/).

<p><i>Declaración de la Cumbre de Líderes del G-20 de Londres</i> (2009). Disponible en: <a href="http://www.g20.org/sites/default/files/g20resources/library/LondonDeclaration.pdf">www.g20.org/sites/default/files/g20resources/library/LondonDeclaration.pdf</a>.</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) (<a href="http://www.piie.com/blogs/realtime/index.cfm?p=3729">http://www.piie.com/blogs/realtime/index.cfm?p=3729</a>).</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 (<a href="http://www.bruegel.org/publications/publication-detail/publication/504-a-european-fund-for-economic-revival-in-crisis-countries/">http://www.bruegel.org/publications/publication-detail/publication/504-a-european-fund-for-economic-revival-in-crisis-countries/</a>).</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 (<a href="http://www.bruegel.org/publications/publication-detail/publication/646-what-kind-of-fiscal-union/">http://www.bruegel.org/publications/publication-detail/publication/646-what-kind-of-fiscal-union/</a>).</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 (<a href="http://www.voxeu.org/article/eurobills-not-euro-bonds">http://www.voxeu.org/article/eurobills-not-euro-bonds</a>).</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 (<a href="http://www.bruegel.org/publications/publication-detail/publication/756-the-known-unknowns-and-the-unknown-unknowns-of-the-emu/">http://www.bruegel.org/publications/publication-detail/publication/756-the-known-unknowns-and-the-unknown-unknowns-of-the-emu/</a>).</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 (<a href="http://www.bruegel.org/publications/publication-detail/publication/274-weathering-the-storm-fair-weather-versus-stormy-weather-governance-in-the-euro-area/">http://www.bruegel.org/publications/publication-detail/publication/274-weathering-the-storm-fair-weather-versus-stormy-weather-governance-in-the-euro-area/</a>).</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 (<a href="http://www.bruegel.org/publications/publication-detail/publication/765-options-for-a-euro-area-fiscal-capacity/">http://www.bruegel.org/publications/publication-detail/publication/765-options-for-a-euro-area-fiscal-capacity/</a>).</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 (<a href="http://ssrn.com/abstract_id=1791598">http://ssrn.com/abstract_id=1791598</a>).</p> <p>SUMMERS, L. (2008), «Why America Must Have Fiscal Stimulus», <i>Financial Times</i>, 6 de enero (<a href="http://www.ft.com/intl/cms/s/0/3b3bd570-bc76-11dc-bcf9-0000779fd2ac.html#axzz2mLYOjz1u">http://www.ft.com/intl/cms/s/0/3b3bd570-bc76-11dc-bcf9-0000779fd2ac.html#axzz2mLYOjz1u</a>).</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 (<a href="http://www.eng.notre-europe.eu/011-3317-Completing-the-EuroA-roadmap-towards-fiscal-union-in-Europe.html">http://www.eng.notre-europe.eu/011-3317-Completing-the-EuroA-roadmap-towards-fiscal-union-in-Europe.html</a>).</p> <p>UBIDE, A. (2013), «How to Form a More Perfect Banking Union», <i>Peterson Institute for International Economics Policy Brief</i>, 13/23 (<a href="http://piie.com/publications/pb/pb13-23.pdf">http://piie.com/publications/pb/pb13-23.pdf</a>).</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 (<a href="http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_Data/docs/pressdata/en/ec/134069.pdf">http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_Data/docs/pressdata/en/ec/134069.pdf</a>).</p> <p>VERON, N. (2013), «A realistic Bridge Towards a European Banking Union», <i>Peterson Institute for International Economics Policy Brief</i>, 13-17 (<a href="http://www.iie.com/publications/interstitial.cfm?ResearchID=2430">http://www.iie.com/publications/interstitial.cfm?ResearchID=2430</a>).</p> <p>VON WEIZSACKER, J., y DELPLA, J. (2010), «The Blue Bond Proposal», <i>Bruegel Policy Brief</i>, Edición 2010/03, 6 de mayo (<a href="http://www.bruegel.org/publications/publication-detail/publication/403-the-blue-bond-proposal/">http://www.bruegel.org/publications/publication-detail/publication/403-the-blue-bond-proposal/</a>).</p> <p>WOLFF, G. (2012), «A budget for Europe's monetary union», <i>Bruegel Policy Contribution</i>, Edición 2012/22, de 3 de diciembre (<a href="http://www.bruegel.org/publications/publication-detail/publication/762-a-budget-for-europes-monetary-union/">http://www.bruegel.org/publications/publication-detail/publication/762-a-budget-for-europes-monetary-union/</a>).</p>
---	---	---

# LOS ATRIBUTOS DE UNA UNIÓN FISCAL EN EUROPA: RECURSOS PROPIOS, UNIÓN DE TRANSFERENCIAS Y DEUDA (\*)

**Santiago LAGO PEÑAS**

*GEN, IEB y Universidad de Vigo*

**Albino PRADA BLANCO**

*ERENEA y Universidad de Vigo*

## Resumen

En este trabajo se analiza el presupuesto de la actual Unión Europea (UE-27) teniendo presentes los objetivos y funciones propias de la hacienda federal de una unión fiscal avanzada. En el análisis se presta especial atención a las fuentes de ingresos, la composición del gasto y los flujos fiscales transfronterizos motivados por el juego de gastos e ingresos comunitarios. A partir del análisis anterior, discutimos los fundamentos e instrumentos de una reforma de los ingresos con mayor o menor grado de ambición, la mutualización de la deuda pública y otras opciones en la financiación del endeudamiento de los Estados miembros.

*Palabras clave:* Unión Europea, integración fiscal, presupuesto comunitario, armonización fiscal, federalismo fiscal.

## Abstract

This paper analyzes the budget of the current European Union (EU-27) taking into account the aims and functions specific to federal public finance frameworks. The analysis pays particular attention to revenues sources, public expenditure level and composition, and cross-national fiscal flows boosted by the play of EU public expenditures and revenues. Afterward, we discuss the foundations and tools for reforming the revenue system from different standpoints regarding the degree of ambition. Finally, debt mutualization and public indebtedness by Member States are examined.

*Key words:* personal income tax, tax reform.

*JEL classification:* F55, H77.

«Cuando se trata de ayudar a personas cuyos hábitos de vida y formas de pensar nos son familiares, o de corregir la distribución de las rentas o las condiciones de trabajo de gentes que nos podemos imaginar bien y cuyos criterios sobre su situación adecuada son, en lo fundamental, semejantes a los nuestros, estamos generalmente dispuestos a hacer algún sacrificio. Pero ¿quién se imagina que existan algunos ideales comunes de justicia distributiva gracias a los cuales el pescador noruego consentiría en aplazar sus proyectos de mejora económica para ayudar a sus compañeros portugueses, o el trabajador holandés en comprar más cara su bicicleta para ayudar a la industria mecánica de Coventry, o el campesino francés en pagar más impuestos para ayudar a la industrialización de Italia?»

F.A. HAYEK (1944)

## I. INTRODUCCIÓN

La Unión Europea no es una unión fiscal. El presupuesto de la UE-27 supone hoy apenas el 1 por 100 de su PIB y el equilibrio presupuestario es obligatorio. Además, no existen fundamentos para pensar que vaya a serlo en el corto o medio plazo (1). Porque el futuro inmediato lo definen el Tratado sobre Estabilidad, Coordinación y Gobernanza (TSCG, por sus siglas en inglés) firmado en 2012, que no contempla el fortalecimiento de los instrumentos presupuestarios y tributarios a escala comunitaria (European Council, 2012); así como las

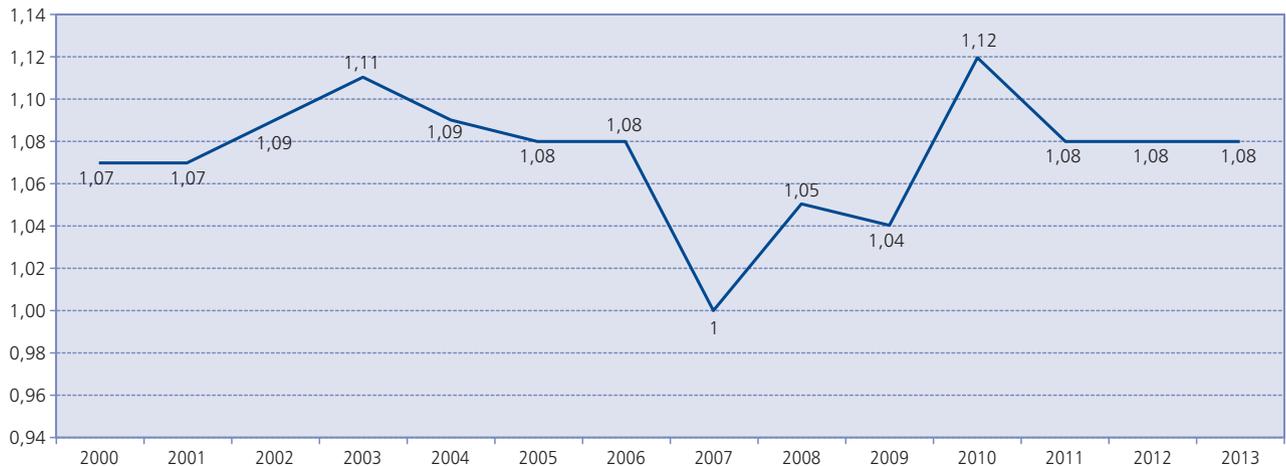
Perspectivas Financieras 2014-2020, que no conllevarán un incremento significativo del presupuesto.

No obstante, sin una integración fiscal avanzada no es posible desempeñar las funciones propias de una hacienda pública autónoma y eficaz; en particular, las que tienen que ver con la estabilización macroeconómica, la nivelación interterritorial y la mutualización de riesgos (Allard *et al.*, 2013). Como tampoco es fácil garantizar la solidez de una moneda única (De Grauwe, 2000).

Una integración fiscal avanzada que debería ir de la mano de un genuino gobierno federal a escala europea, con una lógica diametralmente opuesta a la actual, en la que predominan los procesos intergubernamentales. Y ello, siendo conscientes de que esa nueva lógica supone replantearse cuestiones políticas fundamentales que tienen que ver, entre otros aspectos, con la noción de ciudadanía europea, la asunción de competencias de gasto relevantes hoy en manos de los Estados, o las barreras reales que suponen las fronteras nacionales para la redistribución y la solidaridad, como ilustra la cita que encabeza este trabajo.

La crisis económica refleja con nitidez las deficiencias apuntadas en la dinámica de las primas de riesgo nacionales, en las restricciones de crédito

GRÁFICO 1  
GASTO PRESUPUESTARIO DE LA UE-27 COMO PORCENTAJE DEL PIB



Fuente: Elaboración propia con datos de European Commission (2012).

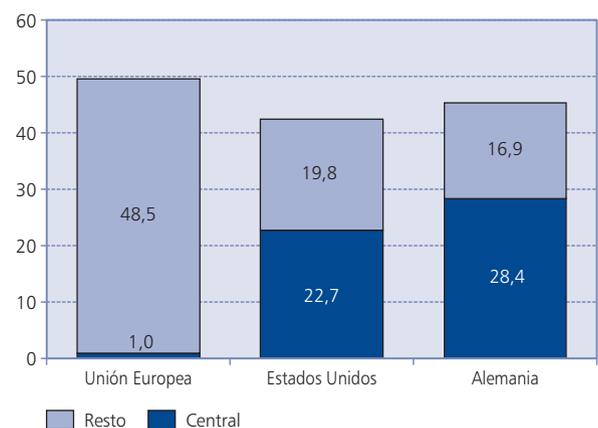
to, en los flujos de capital y en los ataques especulativos. Sin embargo, no hay que perder de vista que la integración fiscal en Estados Unidos y Canadá fue en parte una consecuencia de la Gran Depresión. Por ese motivo, es oportuno revisar en otros presupuestos federales o en las propuestas de reforma existentes qué figuras se podrían utilizar para abrir espacio a la autonomía fiscal de la Unión Europea y, al tiempo, aumentar su potencia presupuestaria en relación al PIB. En definitiva, prepararse para aprovechar oportunidades venideras en el proceso de construcción europea.

Con esta finalidad, el objetivo de este artículo es doble: analítico y propositivo. En la sección II analizamos en detalle el nivel y la autonomía presupuestaria del gobierno europeo, así como la estructura de sus ingresos y gastos actuales y previstos, en comparación con lo que sucede en otros espacios federales de referencia. También se evalúa la progresividad del actual sistema de ingresos respecto a la riqueza relativa de los distintos países. En la sección III realizamos un análisis agregado de los impactos redistributivos derivados de los saldos o posiciones netas que acreditan los distintos Estados miembros. En las secciones IV y V se revisan, sucesivamente, las propuestas de reforma tanto en lo que se refiere a los ingresos no financieros, en el marco analítico que proporciona la literatura sobre federalismo fiscal, como a la mutualización de deudas a escala federal. La sección VI sintetiza las conclusiones.

## II. UN PRESUPUESTO FEDERAL RAQUÍTICO Y SIN AUTONOMÍA FISCAL

El presupuesto de gastos de la Unión Europea duplicó su volumen en términos del PIB comunitario entre los años setenta y noventa del pasado siglo, alcanzando el 1 por 100. A partir de entonces, el progreso se detie-

GRÁFICO 2  
DISTRIBUCIÓN DEL GASTO PÚBLICO EN 2011  
COMO PORCENTAJE DEL PIB



Fuente: Elaboración propia con base de datos de la OCDE.

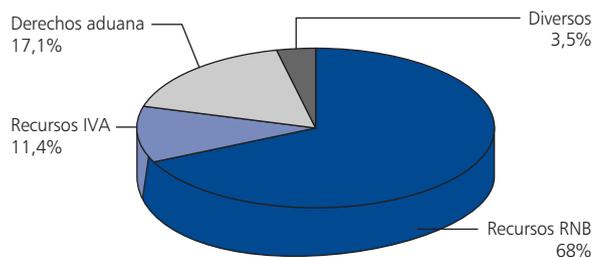
ne y la dinámica se vuelve errática, con un máximo que se alcanza en 2010, como se observa en el gráfico 1.

La estructura del gasto público en la Unión Europea según niveles de gobierno es muy diferente a la de Estados Unidos, federación de referencia a escala mundial, o a la de Alemania, la mayor federación en la Unión Europea. A partir de los datos que proporciona la OCDE (2), hemos estimado el gráfico 2. Los resultados no deberían sorprender al lector: un porcentaje de gasto del gobierno central/federal en la Unión Europea de 1 punto frente a los más de 20 puntos de PIB en Estados Unidos (Lannoo, 2012).

Esta circunstancia condiciona que la Unión Monetaria Europea (UME) sea una estructura institucional muy frágil ante choques asimétricos, como el reciente estallido de las burbujas inmobiliarias en varios países europeos. En ausencia de un presupuesto comunitario con capacidad suficiente para actuar de forma compensatoria, los Estados nacionales que comparten esa moneda podrían verse abocados a dejar de pagar su deuda, salir del área (De la Dehesa, 2012; Allard *et al.* 2013) o afrontar un duro proceso de devaluación interna, ante la imposibilidad de utilizar como herramientas de gestión macroeconómica la política monetaria/cambiaría y la política fiscal, sujeta también a restricciones comunitarias. Nada, dicho sea de paso, que no advirtiese la literatura sobre áreas monetarias óptimas que arranca con los trabajos seminales de Robert Mundell y Ronald McKinnon en los años sesenta.

En lo que concierne al vector de ingresos del presupuesto comunitario, la principal característica es su muy escasa autonomía. A pesar de que el propio Tratado de Lisboa recoge el principio de que la Unión Europea se financiará mediante fondos propios derivados de políticas comunes, tan solo los derechos de aduana se recaudan a partir de un objeto imponible extranacional y presentan una vinculación clara con las políticas de la Unión Europea (3). Los recursos recaudados como porcentaje de la renta nacional de cada Estado miembro han ganado importancia relativa en las últimas décadas. En contrapartida, la han perdido tanto los derechos de aduana como los derivados del IVA. La relevancia actual de los principales conceptos de ingresos sitúa al conjunto de los que dependen de la renta nacional de cada Estado miembro en un 0,75 por 100 del PIB de la UE-27 (siendo el 68 por 100 del total de ingresos, como se visualiza en el gráfico 3) y en un 0,23 por 100 los derivados del IVA o de derechos de aduana (4). Sirva como contraste que en Estados Unidos los impuestos federales recaudados por

GRÁFICO 3  
ESTRUCTURA DE INGRESOS DE LA UE-27 EN 2011



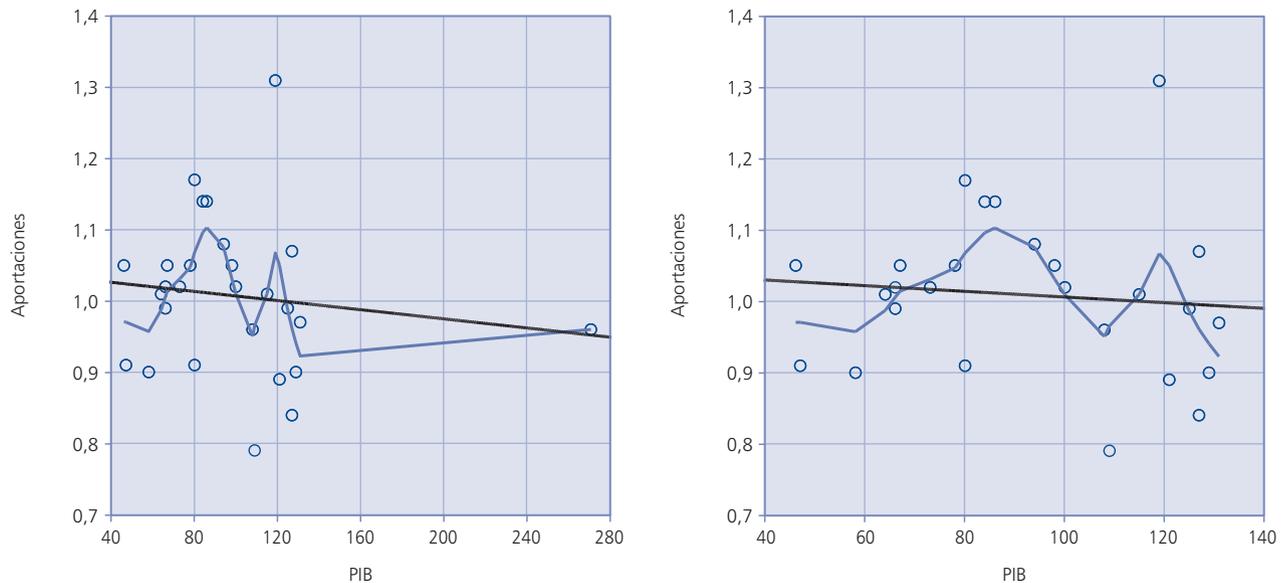
Fuente: Elaboración propia con datos de European Commission (2012).

los estados oscilan entre el 12 y el 20 por 100 del PIB de cada estado (De la Dehesa, 2012).

En la medida en que se ha potenciado el vínculo de los ingresos con la renta nacional frente al vector del consumo, debería haber aumentado la progresividad en su exacción, ya que la contribución de los estados más ricos debería haber aumentado porcentualmente. No obstante, la aplicación de diversas correcciones *ex post*, que favorecen sobre todo a los países más ricos, neutraliza esa progresividad. De hecho, los datos ponen en evidencia que no existe relación estadística entre el nivel de riqueza nacional (PIB per cápita en paridades de poder de compra) y el porcentaje de esa riqueza aportado al presupuesto común. En el gráfico 4 se representa la relación entre las contribuciones al presupuesto de la Unión Europea, medidas como porcentaje de la renta nacional, y el PIB per cápita para los distintos Estados miembros. La diferencia entre ambas figuras se debe a la inclusión o no de Luxemburgo, país con un PIB per cápita muy superior a la media. El ajuste lineal muestra la inexistencia de una relación estable entre las variables; y el no lineal (5) muestra una pauta errática. Basten dos ejemplos de tratamientos asimétricos: Alemania y Letonia aportan el mismo 0,90 por 100 de su renta nacional; Alemania y Bélgica, con un nivel de PIB per cápita similar, aportan el 0,90 y el 1,31 por 100, respectivamente.

En cuanto a la estructura del gasto, las dos principales partidas son la asociada a la agricultura y al mundo rural (conservación) y la vinculada a las políticas estructurales de cohesión y desarrollo regional. La primera tiene como beneficiario directo y permanente a un segmento minoritario de población con rentas y niveles de bienestar muy inferiores

**GRÁFICO 4**  
**RELACIÓN ENTRE LAS APORTACIONES AL PRESUPUESTO DE LA UNIÓN EUROPEA DE CADA ESTADO MIEMBRO**  
**Y SU PIB PER CÁPITA**



Fuente: Elaboración propia con datos de Eurostat y European Commission (2012).

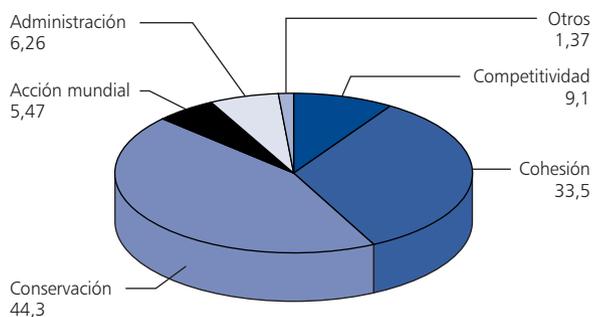
a los del mundo urbano, y en este sentido podrían considerarse un tipo particular de gasto redistributivo. La segunda tiene como destino fundamental el impulso de los espacios económicos estructuralmente más desfavorecidos, lo que lleva a clasificarlos también dentro de la función redistributiva del presupuesto. De forma complementaria, el Fondo Social Europeo y otros programas de protección

social integrados en esta segunda partida están girando en los últimos años a una utilización más innovadora y próxima a la función de estabilización (6). El peso relativo de la cohesión y la conservación en 2011 aparece representado en el gráfico 5.

Una tercera partida en expansión, aunque todavía no alcance el 10 por 100 del total, es la que engloba los programas dirigidos a la mejora de la competitividad y que persiguen impulsar un crecimiento sostenible e inteligente (7). Se incluyen aquí los gastos para I+D, para la red básica de infraestructuras y para reducir las emisiones de gases efecto invernadero e incrementar las fuentes de energía renovables. El resto del presupuesto engloba los gastos de administración y los vinculados a la ciudadanía y redistribución global: ayuda al desarrollo, ayuda frente a catástrofes humanitarias, etcétera.

Mediante una desagregación alternativa entre gastos corrientes y de inversión, se pueden también evaluar las necesidades y capacidades de los presupuestos de la Unión Europea. Las inversiones necesarias para cumplir los objetivos de Europa 2020 se estiman en más de 200.000 millones de euros al año (8), una cifra que supera el actual presupuesto federal de la Unión Europea, ya que nos sitúa en el

**GRÁFICO 5**  
**ESTRUCTURA DE GASTOS DE LA UE-27 EN 2011**



Fuente: Elaboración propia con datos de European Commission (2012).

1,6 por 100 del PIB de la UE-27 en 2012. Son objetivos de inversión que influirían positivamente sobre el crecimiento, la cohesión y la redistribución en la Unión Europea y que justificarían un endeudamiento del presupuesto federal europeo hoy legalmente imposible, como se argumenta en un reciente informe del Fondo Monetario Internacional (Allard *et al.*, 2013).

La clasificación funcional del gasto incluido en el Marco Financiero 2014-2020 aparece en el cuadro n.º 1. Por relevancia cuantitativa, los tres objetivos principales son la redistribución territorial (28,5 por 100), la estabilización agraria (9) (27,5 por 100) y el reforzado crecimiento inteligente y sostenible (21,1 por 100). La cohesión social, que como señalamos está parcialmente vinculada a la función estabilizadora del presupuesto, se queda muy atrás, en el 8,2 por 100.

Estas cifras pergeñan un cambio en la composición del gasto que convierte progresivamente en esencial la función de crecimiento y competitividad y que se limita a considerar «importante» la cohesión económica, social y territorial y la solidaridad entre los Estados miembros (10). Es así que en la propia política regional europea se ha abierto camino el objetivo de la competitividad frente al más tradicional de la convergencia (Mancha y Gallo, 2013). Sin embargo, ambas políticas (regionales, estructurales y de competitividad) sí deben considerarse de naturaleza federal, como también lo sería una política industrial para la Unión Europea, la armonización de los sistemas de pensiones (Lannoo, 2012) o la cobertura parcial de las prestaciones de desempleo (Allard *et al.*, 2013).

En este sentido es importante aclarar que el volumen de gasto de un determinado nivel de gobierno siempre va de la mano del reparto competencial. Es absurdo fijarse de entrada como objetivo un determinado porcentaje para un gobierno federal a escala comunitaria. El punto de llegada puede ser cualquiera entre el actual y el ya señalado para Estados Unidos. Necesariamente y aun en el mejor de los casos, será un proceso lento y acumulativo, en el que se iría hablando de cesión de competencias de forma escalonada. En los párrafos anteriores hemos apuntado las competencias de contenido económico en la que esa cesión hacia arriba parece más urgente y razonable. Pero es obvio que el proceso subyacente es de naturaleza política y conlleva transformaciones institucionales que requieren su tiempo de maduración.

CUADRO N.º 1

## MARCO FINANCIERO 2014-2020

	Millones euros	%	Anual/PIB
Redistribución y cohesión	376.020	<b>36,7</b>	<b>0,40</b>
territorial .....	292.020	28,5	0,31
social .....	84.000	8,2	0,09
Estabilización agraria .....	281.825	<b>27,5</b>	<b>0,30</b>
Crecimiento .....	215.990	<b>21,1</b>	<b>0,23</b>
inteligente .....	114.888	11,2	0,12
sostenible .....	101.102	9,9	0,11
Ciudadanía y global .....	88.535	<b>8,6</b>	<b>0,09</b>
Administración .....	62.629	<b>6,1</b>	<b>0,07</b>
	1.024.999	<b>100,0</b>	<b>1,08</b>

Fuente: Elaboración propia con datos de COM(2011)500 final pp. 7 y 15.

### III. UN ANÁLISIS AGREGADO DE LOS IMPACTOS REDISTRIBUTIVOS INTERNACIONALES

Ante la existencia de divergencias en los niveles de desarrollo o de choques asimétricos, una unión fiscal genera automáticamente flujos fiscales interregionales, porque gastos e impuestos dependen del PIB per cápita. Es verdad que la intensidad de los flujos depende de la fortaleza de los programas de gasto e ingreso en cada país, del grado de descentralización o de las disparidades interterritoriales. Pero los estudios para los países europeos muestran con claridad que los flujos interterritoriales son relevantes en todos los casos; y que Estados Unidos y Canadá se hallan en sintonía con la media europea (Lago-Peñas *et al.*, 2013).

¿Qué deberíamos esperar sobre los flujos fiscales internacionales en el seno de la UE-27? Obviamente, con un tamaño presupuestario global limitado, no deberíamos esperar cifras equiparables siquiera al país que exhibe menores flujos interregionales. Aun así, dadas las grandes diferencias en los niveles de PIB y la estructura funcional del gasto que hemos descrito, cabría aguardar un efecto redistributivo estadísticamente significativo.

¿Qué nos dicen los datos? Para responder, partimos de los saldos presupuestarios de los Estados miembros definidos como la diferencia entre los ingresos aportados y los gastos financiados por la Unión Europea en cada país (11). En el cuadro n.º 2 presentamos los saldos para 2011 expresados como porcentaje de la renta nacional bruta (RNB) de cada Estado miembro. Un saldo negativo significa que

CUADRO N.º 2

## SALDOS PRESUPUESTARIOS Y NIVEL DE RIQUEZA (2011)

2011	SalDOS	PIBpc
Bélgica.....	-0,36	119
Bulgaria.....	1,94	46
República Checa.....	1,01	80
Dinamarca.....	-0,34	125
Alemania.....	-0,34	121
Estonia.....	2,31	67
Irlanda.....	0,31	127
Grecia.....	2,22	80
<b>España.....</b>	<b>0,29</b>	<b>98</b>
Francia.....	-0,31	108
Italia.....	-0,38	100
Chipre.....	0,04	94
Letonia.....	3,62	59
Lituania.....	4,63	66
Hungría.....	4,67	66
Malta.....	1,15	86
Países Bajos.....	-0,36	131
Austria.....	-0,27	129
Polonia.....	3,10	65
Portugal.....	1,81	78
Rumania.....	1,08	47
Eslovenia.....	1,40	84
Eslovaquia.....	1,71	73
Finlandia.....	-0,34	115
Suecia.....	-0,33	127
Reino Unido.....	-0,32	109
Luxemburgo.....	-0,24	271

Fuente: Elaboración propia con datos de European Commission (2012) y Eurostat.

estamos ante un Estado miembro que a través de los diferentes instrumentos de gasto e ingreso transfiere renta a otros menos ricos; y viceversa (12). Acompañamos este indicador del nivel relativo de PIB por habitante expresado respecto a la media comunitaria, igualada a 100.

Todos los Estados miembros con renta superior a la media de la Unión realizan un esfuerzo redistributivo semejante. Italia, con un índice de PIB, realiza un esfuerzo del -0,38 por 100 de su renta nacional, mientras que Luxemburgo con el 271 realiza el -0,24 por 100; Holanda y Austria, con un 130 en el indicador de PIB, realizan esfuerzos redistributivos menores que Italia. Caso aparte es el de Irlanda. Situada entre los países ricos con un nivel de renta de 127, muestra en 2011 un saldo de 0,31 por 100. Esta cifra supera la correspondiente a España, con un nivel de 98. Se encuentra también fuera de la tendencia que dibujaría una redistribución progresiva el caso de Bulgaria: con un índice de PIB per cápita de 46 recibe un beneficio redistribu-

butivo similar al de Portugal, país con un índice de PIB de 78.

En los gráficos 6 y 7 profundizamos en esta paradoja representando en un gráfico de dispersión la relación que existe entre ambas variables. En el gráfico 7 se excluye el valor extremo correspondiente a Luxemburgo, a fin de comprobar la robustez de la relación (13).

Al ajustar una línea recta a la nube de puntos, la pendiente es negativa y estadísticamente significativa en ambos casos. No obstante, el coeficiente de determinación es bajo cuando se utilizan todas las observaciones ( $R^2 = 0,36$ ), e intermedio cuando Luxemburgo es excluido ( $R^2 = 0,62$ ). La utilización de la misma técnica de ajuste no lineal que en gráficos anteriores muestra la existencia de tres tramos claramente diferenciados. Un primer tramo en el que la relación es positiva (hasta un valor del PIB en torno a 65), un segundo tramo en el que es negativa (hasta un nivel de PIB alrededor de 100) y un aplanamiento de la curva que arranca a partir de ahí. En otras palabras, para valores de PIB per cápita bajos, la relación entre el saldo y el PIB per cápita es inversa a la que predice el ajuste lineal; y la relación desaparece una vez que se cruza la frontera de la media comunitaria.

En el gráfico 8 replicamos el gráfico con todos los datos anuales disponibles para el periodo 2000-2011 y todos los países, salvo de nuevo Luxemburgo (14). El comportamiento que se derivaba del análisis de un único año se confirma. De hecho, ahora a partir de valores de PIB per cápita situados alrededor de 130, la relación vuelve a ser positiva debido a las observaciones correspondientes a Irlanda, que combinan un PIB per cápita elevado con saldos positivos.

A partir de los resultados anteriores, exploramos las relaciones entre la dinámica del PIB per cápita relativo y de los saldos fiscales, estimando las siguientes ecuaciones:

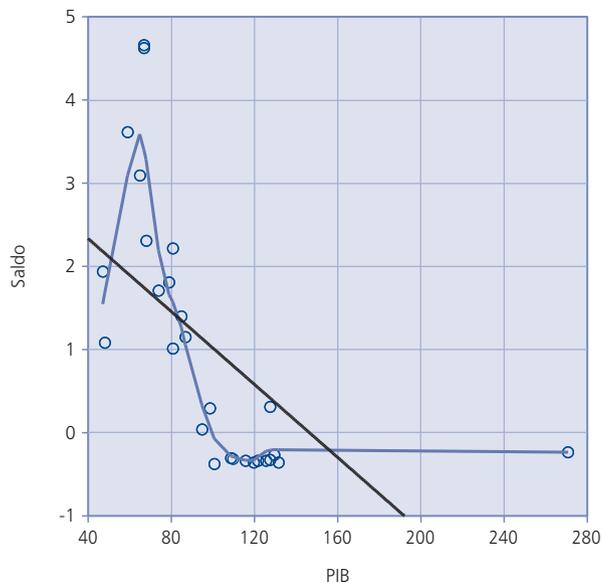
$$\Delta SALDO_{it} = \alpha + \beta \cdot \Delta PIB_{it} + \varepsilon_{it} \quad [1]$$

$$SALDO_{i2011} - SALDO_{i2000} = \alpha + \beta \cdot (PIB_{i2011} - PIB_{i2000}) + \mu_i \quad [2]$$

$$PIB_{i2011} - PIB_{i2000} = \alpha + \beta \cdot PIB_{i2000} + v_i \quad [3]$$

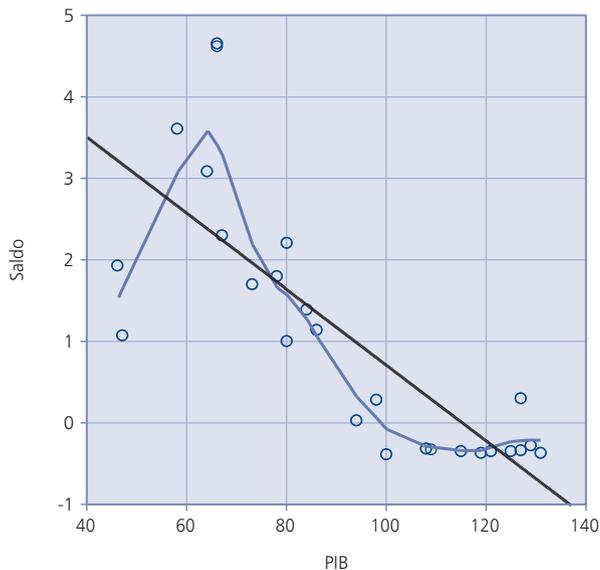
La definición y fuentes de las variables son las mismas que antes. La ecuación [1] vincula las variaciones anuales en el saldo fiscal con las que se ma-

**GRÁFICO 6**  
**RELACIÓN ENTRE SALDO FISCAL EN PORCENTAJE**  
**DE LA RENTA NACIONAL Y PIB PER CÁPITA**  
**EN 2011**



Fuente: Elaboración propia con datos de Eurostat y European Commission (2012).

**GRÁFICO 7**  
**RELACIÓN ENTRE SALDO FISCAL EN PORCENTAJE**  
**DE LA RENTA NACIONAL Y PIB PER CÁPITA**  
**EN 2011 (LUXEMBURGO EXCLUIDO)**

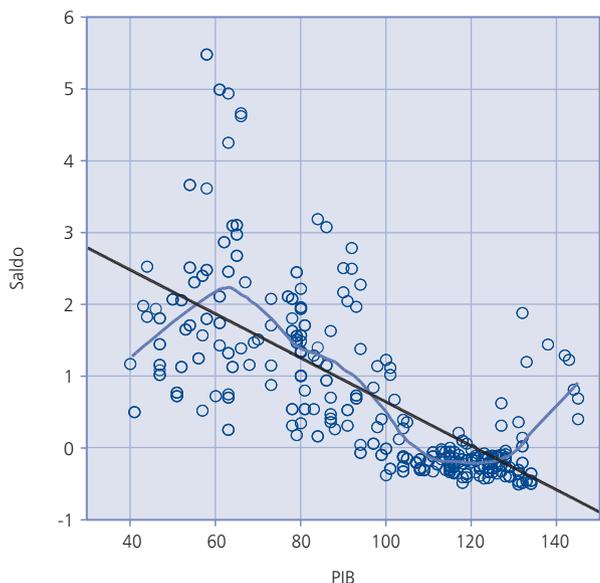


Fuente: Elaboración propia con datos de Eurostat y European Commission (2012).

nifiestan en el producto (15). Para estimarla utilizamos todas las observaciones disponibles, un total de 243. La ecuación [2] relaciona la dinámica acumulada del saldo a lo largo del periodo 2000-2011 con la del PIB en los mismos años. En este caso contamos con las 15 observaciones correspondientes a los países de la UE-15. Finalmente, la ecuación [3] analiza la existencia de convergencia en renta per cápita, relacionando su variación entre 2000 y 2011 con el valor en el año inicial. El motivo por el que en las ecuaciones [2] y [3] excluimos los países que ingresaron posteriormente en la Unión Europea es que para el análisis de convergencia es necesario referirse a un periodo de tiempo suficientemente largo; desde luego no menos de una década.

En el cuadro n.º 3 se sintetizan los principales resultados. El método utilizado es el de Mínimos Cuadráticos Ordinarios (MCO). Los resultados no variaban al utilizar estimadores de las varianzas robustos a problemas de heterocedasticidad de sección cruzada. La diferencia en el tamaño muestral entre las dos primeras columnas se debe a que en la segunda se incluyen solo las observaciones para la UE-15, a fin de contextualizar el resto de los resultados de la tabla.

**GRÁFICO 8**  
**RELACIÓN ENTRE SALDO FISCAL EN PORCENTAJE**  
**DE LA RENTA NACIONAL Y PIB PER CÁPITA ENTRE**  
**2000 Y 2011 (LUXEMBURGO EXCLUIDO)**



Fuente: Elaboración propia con datos de Eurostat y European Commission (2012).

CUADRO N.º 3

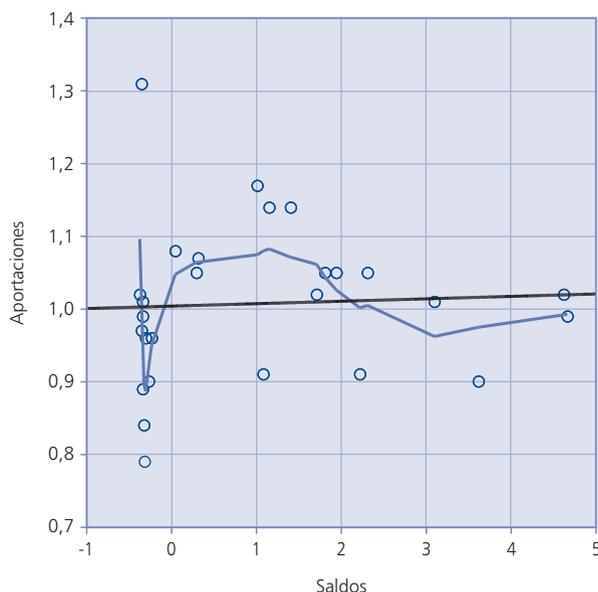
## ESTIMACIÓN MCO DE LAS ECUACIONES [1] A [3]

Ecuación	[1]	[1]	[2]	[3]
Constante.....	0,05 (1,57)	-0,03* (1,69)	-0,30* (2,43)	-26,2*** (4,07)
$\Delta PIB_t$ .....	-0,02** (2,00)	-0,005 (0,86)		
$PIB_{2011} - PIB_{2000}$ .....			0,03 (1,05)	
$PIB_{2000}$ .....				0,19*** (3,81)
R <sup>2</sup> .....	0,02	0,005	0,08	0,53
Observaciones .....	243	165	15	15

Notas: Entre paréntesis aparecen los estadísticos-t.  
\*\*\*, \*\* y \* indica significatividad al 1, 5 y 10%, respectivamente.  
Fuente: Elaboración propia.

Los resultados de la primera columna muestran una relación negativa entre las variables, aunque de magnitud pequeña. Un punto porcentual más de PIB reduce el saldo solo en 2 centésimas, en promedio. Además, el  $R^2$  es muy bajo. La relación pasa

GRÁFICO 9  
RELACIÓN ENTRE APORTACIONES  
AL PRESUPUESTO DE LA UNIÓN EUROPEA  
Y SALDOS FINANCIEROS



Fuente: Elaboración propia con datos de Eurostat y European Commission (2012).

a ser no significativa cuando nos centramos en los países de la Unión Europea en la segunda columna. En ese caso, la dinámica del saldo y del PIB en términos relativos no tiene nada que ver. Resultado que se confirma al estimar la ecuación [2] utilizando datos acumulados para el conjunto del periodo 2000-2011. Finalmente, la cuarta columna pone en evidencia la existencia de un proceso de acercamiento en PIB per cápita muy relevante entre los países de la UE-15, lo que confirma que la riqueza relativa de los países sí ha cambiado, al recortar distancias los que estaban más atrasados en 2000.

En el análisis anterior no debemos perder de vista que las transferencias monetarias netas que reciben los Estados miembros desde el presupuesto federal de la Unión Europea se situarían en torno a un 2 por 100 del PIB (solo los Estados miembros de la última ampliación se situarían entre esa cifra y el 4 por 100), mientras que en Estados Unidos esas transferencias se sitúan entre el 9 y el 31 por 100 del PIB respectivo (De la Dehesa, 2012; Allard *et al.*, 2013), lo que ilustra la muy distante potencia federal y redistributiva de su presupuesto.

Aunque la relación relevante para nuestro análisis es la que antecede, no es ocioso dejar constancia de la relación errática que en la actualidad existe, también, entre los saldos netos y el esfuerzo relativo en la financiación del presupuesto común. Se repite la inexistencia de una relación estable cuando se relacionan las aportaciones de los Estados miembros con los saldos financieros de los países en su relación con la Unión Europea. No se detectan aquí pautas definidas. En este caso, la inclusión o no de Luxemburgo no altera los resultados (gráfico 9).

Los puntos extremos recogen los casos de Reino Unido y Bélgica, que tendrían el mismo saldo neto negativo con una aportación muy desigual; del 0,79 y el 1,31 por 100 de su RNB, respectivamente. Lo mismo sucede con la República Checa y Rumania, que cuentan con el mismo saldo neto positivo (1 por 100), mientras que su aportación al presupuesto común es del 1,17 y 0,91 por 100, respectivamente. Por último, países tan distintos como Italia, Portugal, Polonia y Hungría realizan un esfuerzo semejante a la financiación pero muestran saldos netos muy distantes entre sí.

Paradójicamente, la percepción imperante es justo la contraria, lo que explicaría que los grandes contribuyentes al presupuesto estimen que sus contribuciones netas son elevadas en exceso (16). Lejos de ser objeto de ajustes para reforzar la progresivi-

CUADRO N.º 4

**SALDOS NETOS FINALES Y CORRECCIONES PREVIAS (2011-2012)**  
(Millones de euros)

	<i>Saldos netos</i>	<i>Correcciones</i>	<i>Saldo brutos</i>	<i>% corrección</i>
Reino Unido .....	5.565	3.800	9.365	40,6
Alemania .....	9.002	1.651	10.653	15,5
Países Bajos .....	2.214	1.236	3.450	35,8
Austria .....	805	96	901	10,7
Suecia .....	1.325	508	1.833	27,7

Fuente: Elaboración propia con datos de SEC (2011) 876 final y European Commission (2012).

dad, las aportaciones de países como Reino Unido, Alemania, Países Bajos, Austria y Suecia son corregidas a la baja con el objetivo de atenuar sus saldos (cuadro n.º 4). Una atenuación cuyo mantenimiento se defiende, utilizando para ello cálculos simples y a tanto alzado (17).

Precisamente, esta es una justificación fundamental para preferir los ingresos tributarios propios frente a las transferencias de los Estados miembros como fuente fundamental de financiación para la Unión Europea. Mientras los primeros vinculan a los ciudadanos directamente con el gobierno comunitario, las segundas sitúan a los gobiernos estatales de intermediarios, lo que acaba provocando que las aportaciones se contemplen de forma agregada y nacional. En España, la financiación autonómica nos proporciona un buen ejemplo de las consecuencias de ello. Aunque el sistema foral y el común deberían generar resultados financieros similares, es obvio que no es así; que la combinación de recaudación propia y transferencia vertical hacia un nivel superior de gobierno acaba obstaculizando políticamente el flujo de recursos.

#### IV. PROPUESTAS DE REFORMA: LOS INGRESOS ORDINARIOS

En el ámbito tributario, los esfuerzos en la Unión Europea se han focalizado en la armonización tributaria en el ámbito de la imposición al consumo general (IVA) y específica (18). Fundamentalmente, porque esa convergencia tributaria resultaba necesaria para vertebrar un mercado comunitario de bienes y servicios integrado. Sin menospreciar otros acuerdos sobre doble imposición internacional, compartición de información sobre contribuyentes o fiscalidad del ahorro, el escalón comunitario es dejado a un lado sistemáticamente cuando se habla

de reformas fiscales y reparto del poder tributario. La consecuencia es la estructura y nivel de ingresos analizada en la sección anterior.

No obstante, es cierto que en el seno de la Unión Europea se han discutido y presentado numerosas propuestas de reforma de sus ingresos. Todas ellas persiguen sustituir (19) el IVA y reducir el ingreso basado en la renta nacional por ingresos derivados de políticas comunes y recaudados directamente por la Unión Europea. Pero se propone hacerlo en un contexto de consolidación presupuestaria que ancle los compromisos de gastos entre el 1 y el 1,23 por 100 de la RNB de la UE-27 (European Council, 2013, puntos 6 y 111). Por ello son escasamente ambiciosas en el terreno cuantitativo.

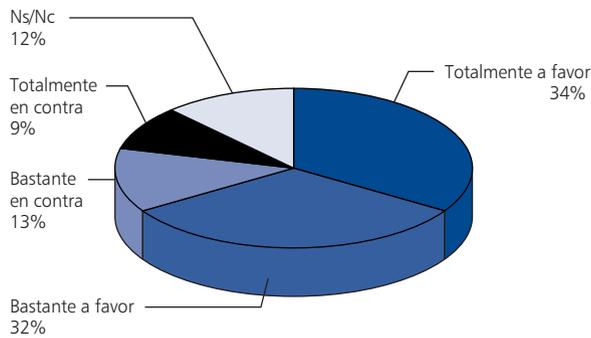
Comenzamos con la descripción de estas propuestas «ortodoxas», para continuar con la discusión sobre qué se podría hacer si el objetivo no fuese un mero cambio en la composición de los ingresos, sino un gran salto en la construcción de un presupuesto federal a escala europea. Las seis propuestas que destacamos en el primer sentido son las siguientes (20):

1. Recurso a un nuevo IVA europeo.
2. Un impuesto sobre las actividades financieras (TTF).
3. Impuesto sobre la renta de las sociedades.
4. Ingresos sobre derechos de emisión de GEI.
5. Impuestos sobre la energía.
6. Tasa sobre el transporte aéreo.

La transición del recurso del IVA actual a un nuevo IVA europeo dotaría de autonomía financiera al presupuesto comunitario alejándolo de las correcciones y de la lógica de las contribuciones netas presuntamente excesivas. Se pasaría de aplicar un tipo del 0,3 por 100 sobre los ingresos por IVA de los Estados miembros, a un tipo del 1 por 100 sobre las operaciones sujetas a IVA con tipo estándar. Se favorecería así una mayor armonización del impuesto a escala europea, al tiempo que se reforzaría su potencia recaudatoria.

El TTF y el impuesto sobre la renta de las sociedades encajan en una estrategia de lucha contra los paraísos fiscales y la evasión/deslocalización de rentas generadas dentro de la Unión Europea por parte de una Agencia Fiscal Federal Europea. Siendo figu-

GRÁFICO 10  
VALORACIÓN SOCIAL DEL IMPUESTO  
A LAS TRANSACCIONES FINANCIERAS  
POR LA POBLACIÓN EUROPEA (2012)



Fuente: Parlamento Europeo, Eurobarometer, marzo de 2012.

ras que, además, al recaudarse a escala de la Unión Europea, reducirían los problemas que inducen argumentos de «justa compensación» en el actual sistema, y también se ajustarían bien al nivel de actividad transfronteriza y elevada movilidad de las bases imponibles. En particular, la TTF, que cuenta con un nítido respaldo social (gráfico 10), debería diseñarse para reducir los riesgos de evasión fiscal y de deslocalización de actividades (21).

El impuesto sobre las actividades financieras gravaría los rendimientos de las entidades financieras y sería un nuevo recurso propio del presupuesto de la Unión Europea para 2014-2020, siendo su base imponible el volumen de intercambios realizados por estas instituciones (con acciones, bonos, divisas y derivados), con un tipo que se graduaría entre el 0,1 y el 0,01 por 100. Se considera que con este nuevo recurso se reducirían los problemas de riesgo moral (primando los mercados más regulados) y se contribuiría a paliar los costes inducidos por el sector financiero sobre las economías europeas en esta crisis. Suplementariamente se anticiparía a la eventual introducción de tasas nacionales no coordinadas.

Según las estimaciones disponibles, la estructura de ingresos resultante de las dos primeras propuestas nos llevaría a que el recurso RNB cediese importancia al nuevo impuesto sobre transacciones financieras en aproximadamente un 20 por 100 de los ingresos totales (22). Las mismas estimaciones expresadas como porcentaje del PIB para el año 2014 ofrecen el resultado que se plasma en el cuadro n.º 5. Las cifras corroboran que la introducción

CUADRO N.º 5

ESTIMACIÓN DE INGRESOS DEL PRESUPUESTO DE LA UE-27

	% PIB 2014
Recursos RNB.....	0,48
Nuevo IVA.....	0,22
Derechos aduana.....	0,23
Imp. transac. financieras.....	0,27

Fuente: Elaboración propia con datos de Montoro, Sáinz y Martínez (2011).

de estos nuevos recursos propios no persigue incrementar el presupuesto de la Unión Europea sino alejarlo de la lógica nacional. Ese objetivo de mayor autonomía financiera se conseguiría con el nuevo impuesto sobre transacciones financieras y con el nuevo recurso IVA, que pasa de ser contribución de los Estados miembros desde sus presupuestos a configurarse como un impuesto europeo (Montoro, Sáinz y Martínez, 2011).

La Comisión Europea es más escéptica en relación a la introducción de un impuesto europeo sobre sociedades, no solo por la oposición de estas sino por parte de numerosos Estados miembros que consideran esta figura un asunto de soberanía nacional. Sin embargo, con un tipo no superior al 2 por 100 se podría llegar a recaudar la mitad de lo estimado para el nuevo IVA europeo.

Sobre el horizonte de los ingresos derivados de la fiscalidad verde (energía y derechos de emisión) parece razonable modularlos hasta un nivel del 20 por 100 de los ingresos totales (a semejanza del nuevo IVA europeo), en consonancia con el nivel de las previsiones de gastos destinados a combatir el cambio climático para el periodo 2014-2020 (European Council, 2013). Dichos ingresos podrían vincularse a la financiación de infraestructuras transeuropeas verdes y al mercado de cuotas de emisión a escala europea; y podrían ser recaudados por los Estados miembros o centralizadamente por la Unión Europea. Serían recursos que no nacieron como propuestas de ingresos propios de la Unión Europea, como en el caso del reciente régimen comunitario de imposición de los productos energéticos y de la electricidad, para los que la Comisión considera que su transformación es posible (23). No obstante, dado que considera difícil avanzar hacia su gestión centralizada, su propuesta es que se transfiera una parte de dichos ingresos al presupuesto de la Unión Europea como una contribución sobre el CO<sub>2</sub>, que acompañaría a la ya existente sobre la RNB.

Por último, con la tasa europea sobre el transporte aéreo se pretenden evitar distorsiones del mercado interior a causa de tasas nacionales heterogéneas y, al mismo tiempo, paliar la actual ausencia de imposición sobre los pasajes y los combustibles aéreos. Se plantea la opción entre un importe por derecho de embarque o una tasa por vuelo que, al implementarse a escala europea, sortearía los riesgos de deslocalización de vuelos.

La discusión cambia de enfoque si lo que pretendemos es diseñar un poder tributario suficiente y autónomo para una estructura federal de gobernanza. En ese caso, la literatura de referencia debe ser la del federalismo fiscal. La esencia del problema es la inversa que la que tenemos dentro de España (Lago Peñas y Martínez-Vázquez, 2010). En vez de pensar en las mejores fórmulas para la descentralización tributaria, tenemos que pensar en la búsqueda de soluciones para ceder poder tributario hacia arriba. Dicho de otra manera, hay que pensar en la Unión Europea como en el nivel más alto del gobierno y aplicar las recomendaciones correspondientes, que formuladas de forma sintética serían las siguientes (24):

— Ceder al gobierno federal la tributación de las bases más móviles y más proclives a sufrir procesos de competencia fiscal perniciosa, como los beneficios empresariales o la imposición patrimonial.

— Ceder al gobierno federal los impuestos más sensibles al ciclo económico y los choques asimétricos para ser consistentes con la asignación de la función de estabilización. De nuevo, el impuesto sobre sociedades es el mejor ejemplo.

— Diseñar un sistema de gestión tributaria eficiente: bien una agencia tributaria centralizada, bien agencias descentralizadas sujetas a mecanismos que incentiven la labor recaudatoria y despejen situaciones de riesgo moral (Martínez-Vázquez y Timofeev, 2005). Esta segunda opción parece preferible por su mayor sencillez, sobre todo si se opta preferentemente por sistemas de recargo en los tributos estatales en vez de tributos comunitarios genuinos.

— Garantizar la visibilidad y la transparencia del sistema para el contribuyente.

La asignación en exclusividad de impuestos tiene claras ventajas al evitar externalidades verticales (los efectos que las decisiones de un nivel de gobierno generan sobre otros) y clarificar el sistema. Y es verdad que existen ejemplos como la India y Suiza que

lo practican. Pero son la excepción. La realidad es que la compartición de bases imponibles acaba siendo lo más habitual porque permite acceder a varios niveles de gobierno de forma simultánea a las bases imponibles más dinámicas y extensas (renta y consumo). Canadá y Estados Unidos son el paradigma. El problema que se plantea en el caso europeo es la baja armonización de partida en el impuesto sobre sociedades o el IRPF. No obstante, esta no es una dificultad irresoluble, como demuestra la propuesta señalada antes sobre el impuesto de sociedades. En el caso de esta compartición de bases, un sistema de recargos comunitarios sobre tributos estatales sin crear nuevas administraciones tributarias sería lo más pragmático y fácil de aplicar.

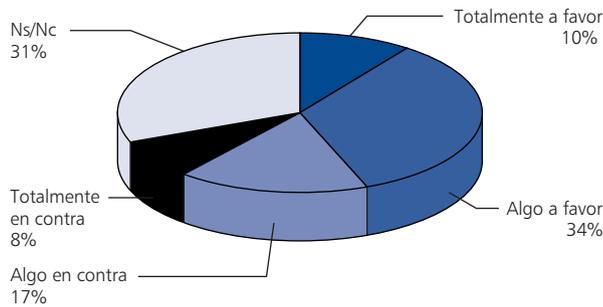
En definitiva, la diferencia fundamental entre un enfoque ambicioso de federalismo fiscal y las propuestas sobre la mesa es, sobre todo, de tipo cuantitativo. Las propuestas tributarias desgranadas (los ingresos sobre derechos de emisión de GEI se aproximan más al concepto de transferencias que al de tributo) pueden proporcionar la base para dotar a la Unión Europea de autonomía financiera y un volumen presupuestario sustancialmente superior al actual si los tipos impositivos fijados por la Unión Europea son significativos, a costa en su caso de un repliegue de la imposición estatal o regional. La exploración de recargos en el IRPF o en la tributación patrimonial plantearía sin duda más problemas por la mayor heterogeneidad de partida, pero tampoco son descartables de entrada.

## V. OTRAS PROPUESTAS DE REFORMA: LA MUTUALIZACIÓN DE DEUDAS A ESCALA FEDERAL

En ausencia de eurobonos, los Estados miembros de la UME emiten su deuda pública en una moneda que no controlan y sin que la liquidez proveniente de ventas masivas disponga del efecto inicialmente beneficioso derivado de una depreciación de una moneda que no existe (Ontiveros, 2011). En estas circunstancias no debe extrañar que durante la actual crisis, España y Reino Unido, por poner dos ejemplos, soporten tipos de financiación a largo plazo que nada tienen que ver con su nivel relativo de deuda pública.

Además, si en línea con lo que se acordó en Deauville en octubre de 2010 entre los jefes de Estado y de Gobierno de Francia y Alemania, los inversores en bonos de los Estados miembros se van a ver obligados a compartir el costo de las opera-

GRÁFICO 11  
PERCEPCIÓN SOCIAL EN EUROPA SOBRE  
LOS EUROBOBOS (2012)



Fuente: Parlamento Europeo, Eurobarometer, marzo de 2012.

ciones de rescate (una reestructuración de la deuda, que castigaría a los bancos) y se cambia la denominación monetaria de la misma, se estaría laminando la naturaleza de activo sin riesgo de las deudas soberanas europeas (Ubide, 2011). Los bonos soberanos de los Estados miembros dejarían así de tener un riesgo cero, como se asume en el régimen de Basilea III. Desde la perspectiva que aquí interesa, se trataría de unos acuerdos que estarían consolidando la oposición de los dos Estados miembros de mayor tamaño a dotar a la Unión Europea de un carácter más federalista (Lannoo, 2012; Costas, 2012). Así, en diciembre de 2011 y a propuesta de los presidentes de Francia y Alemania, el Consejo rechazó la propuesta (25) de Jean-Claude Juncker y Giulio Tremonti de crear un mercado de eurobonos que llegaría hasta el 60 por 100 de la deuda de cada Estado miembro.

En este contexto, la prima de riesgo y los niveles de CDS (*Credit Default Swaps*) de la deuda soberana a cinco años se convierten en una nueva moneda *de facto*. Primas y niveles que solo podrán ser contenidos por las intervenciones compradoras del BCE, siempre subordinadas al hecho de que su mandato está limitado al mantenimiento exclusivo de la estabilidad de precios (Costas, 2012). No obstante, el Tratado (art. 123) prohíbe que el BCE compre en el mercado primario, pero no en el secundario (De la Dehesa, 2012). Lo anterior explica que paulatinamente se vaya sustituyendo la deuda pública en manos de los no residentes del país, mutación que se comprueba por ejemplo para España entre 2008 y 2012. El resultado de todo ello es que Grecia, Portugal, Irlanda, Italia y España estarían

entre los diez países con mayor riesgo soberano del mundo (Ubide, 2012). Se trata de Estados miembros de la Unión Europea que estarían siendo tratados por los mercados financieros como países emergentes y con un creciente riesgo de suspensión de pagos (De Grauwe, 2013; Magnus, 2013).

Como alternativa a esta realidad, se plantea la emisión de eurobonos como una salida para los países con dificultades de financiación. Un sistema en el que el BCE podría actuar como prestamista de última estancia, no solo para con los bancos de la zona del euro que la tuviesen en sus carteras, sino sobre todo para con el Tesoro Europeo que la emitiría y tendría que pagarla (Arias y Costas, 2012; De la Dehesa, 2012). Eso supondría ir mucho más allá de los mecanismos de rescate ya existentes (26), porque en el MEDE (Mecanismo Europeo de Estabilidad) la toma de decisiones es intergubernamental, con necesidad de amplias mayorías y con potencial veto de los socios mayores, limitando cada uno su responsabilidad a la cuantía de su participación en el capital, semejante a la que tienen los Estados miembros en el BCE (gráfico 11). Dos criterios de gobernanza muy alejados de una lógica federal o de unión de transferencias que, si los sumamos al hecho de que se trata de préstamos, provocan que toda la deuda del Estado miembro en manos privadas pierda su *rating* (Lannoo, 2012).

Por su parte, la reciente decisión del Tribunal Constitucional alemán sobre la legalidad del paquete de rescate griego, incluso siendo favorable, generó un ambiente de incertidumbre respecto a la capacidad de las autoridades europeas de emitir eurobonos en un futuro próximo. Las valoraciones más pesimistas de dicha sentencia concluyen que para ello será necesaria una reforma constitucional en Alemania y, posiblemente, una reforma de los tratados europeos. En definitiva, abrir un proceso constituyente, que supere los artículos 123 y 125 del actual tratado para crear un Tesoro Europeo.

En ese proceso constituyente se harían imprescindibles dos elementos (Delpla y Von Weizsacker, 2010; Ubide, 2012; De la Dehesa, 2012; Lannoo, 2012). Primero, un Ministerio de Finanzas o Consejo Europeo de Política Fiscal que bien podría emular la estructura de gobierno del BCE, o bien contar con un vicepresidente de la Comisión Europea que solo respondería ante el Parlamento Europeo. Y segundo, un sistema de eurobonos, un activo sin riesgo europeo que generaría un mercado de mucha mayor magnitud que los actuales bonos alemanes, más líquido y con una prima de liquidez menor.

En una de las propuestas del sistema de eurobonos se transferiría hasta el 60 por 100 de la deuda de los Estados miembros, ya que ese es el tope de los objetivos de estabilidad. La transformación de hasta el 60 por 100 de la deuda pública soberana de cada Estado miembro en eurobonos podría realizarse en un periodo de seis años y situaría el mercado de eurobonos como el segundo en tamaño y liquidez del mundo tras los bonos del Tesoro de Estados Unidos. Atraería a los inversores internacionales que hoy acumulan un excesivo riesgo por sus elevadas posiciones en dólares, mejorando su seguridad y diversificación. Todos los Estados miembros saldrían ganando por la reducción de las primas de riesgo y Alemania no empeoraría (De Grauwe y Moesen, 2009; Hild, Bernhard y Bauer, 2011; De la Dehesa, 2012). Además, esta consolidación de la unión fiscal cercenaría todos los riesgos de ruptura actuales, riesgos que provocan unos costes por habitante y año, tanto en el supuesto de salida de la eurozona de un país periférico como de la propia Alemania, entre treinta y cincuenta veces superiores a los que hoy supone la unión de transferencias (27).

En todo caso, la justificación de los eurobonos no se agota en su función estabilizadora en el terreno financiero. La realidad es que hoy toda la deuda pública en la Unión Europea es estatal o local (su cuantía media en la UE-27 alcanza el 93 por 100 del PIB según Eurostat). En cambio, la deuda no federal en Estados Unidos no llega al 20 por 100 del PIB (De la Dehesa, 2012), siendo por tanto el resto de su total de deuda pública (hasta el 94 por 100 del PIB) de titularidad federal. La aparición de los eurobonos podría fundamentarse también como fórmula de financiación, por ejemplo de los programas de infraestructuras europeas, lo que consecuentemente permitiría reducir las inversiones y deuda de los Estados. La acumulación de nueva deuda federal europea iría de la mano de reducciones en las deudas estatales.

En lo relativo a la estructura de gobierno que respaldase ese sistema de eurobonos, se trataría de adoptar acuerdos por mayorías cualificadas dejando atrás la unanimidad que impera hoy en día para los asuntos fiscales en la Unión Europea; acuerdos que conformarían una garantía solidaria e ilimitada de todos los Estados y también de abrir la posibilidad de que los ministros de Hacienda nacionales declaren ante el Parlamento Europeo. Todo ello respaldado por ingresos fiscales propios y un presupuesto homologable al de otros espacios federales.

En suma, superar una dinámica intergubernamental por acuerdos federales (Lannoo, 2012). Construir así la moneda de una unión política federal y no solo la de un mercado común, de igual manera a como en su día se hizo en Estados Unidos (Costas, 2012). Porque si es evidente que hoy la soberanía monetaria de la zona del euro ya no descansa en los Estados-nación, tampoco lo hace en el Parlamento Europeo y la Comisión Europea, con lo que dicha soberanía monetaria se habría transferido a un federalismo ejecutivo no democrático, intergubernamental y a través del Consejo Europeo de un reducido grupo de Estados miembros (Arias y Costas, 2012).

## VI. CONCLUSIONES

Siguiendo la secuencia y descripción que hacíamos en el resumen inicial del artículo, lo primero que debe resaltarse es que no se contempla el fortalecimiento de los instrumentos presupuestarios o tributarios a escala comunitaria. Si acaso un ligero avance en el aspecto de la autonomía de los ingresos respecto a su actual base nacional.

Con estos condicionantes, la UE-27 y la propia UME parecen condenadas a una gobernanza de corte intergubernamental que la aleja de un genuino gobierno federal. Ello tiene consecuencias negativas para las funciones de estabilización macroeconómica, de nivelación interterritorial, de mutualización de riesgos, incluyendo lo que tiene que ver con la solidez de la moneda única (Castells, 2012).

Sin avanzar significativamente desde el actual 1 por 100 del PIB del presupuesto comunitario, la Unión Europea corre el riesgo de anquilosarse en la incapacidad tanto para desarrollar las políticas de impulso al crecimiento en la línea de lo que plantea la estrategia 2020, como para abandonar la inequidad que refleja la relación entre el porcentaje de riqueza nacional aportado al presupuesto común por cada Estado miembro y su nivel de riqueza nacional en términos relativos. Como hemos demostrado en el artículo, los Estados miembros con riqueza superior a la media de la Unión Europea realizan un esfuerzo redistributivo semejante con independencia de cuál sea su nivel de renta. También que para Estados miembros con niveles bajos de riqueza la relación entre esta y los saldos netos recibidos es inversa a la que predeciría un ajuste lineal y que, de nuevo, la relación desaparece una vez que se pasa la frontera de la media comunitaria. Por último comprobamos que la dinámica entre 2000 y 2011 entre

estos saldos y la riqueza nacional aparecen desacopladas. Y así vemos que los Estados miembros más beneficiados actualmente por dichos saldos se sitúan a años luz de la redistribución que beneficia a los territorios menos desarrollados en Estados Unidos. Sorprendentemente, la percepción imperante es justo la contraria, lo que explicaría que los grandes contribuyentes netos al presupuesto estimen que sus contribuciones netas son elevadas en exceso.

Las propuestas de reforma de los ingresos que están sobre la mesa suponen un claro avance en la apertura de espacio para una autonomía financiera real, ayudarían a resolver los actuales problemas de «justa compensación», cuentan con un potencial recaudatorio sustancial si los tipos establecidos son significativos y, en general, encajan con los principios de la asignación tributaria que establece la literatura sobre federalismo fiscal. No obstante, a pesar de que su formulación concreta es muy poco ambiciosa en lo cuantitativo, se ven sistemáticamente orilladas por las dilaciones derivadas de una filosofía de consolidación presupuestaria que no tiene como norte incrementar el presupuesto de la Unión Europea.

Algo similar sucede con la mutualización solidaria del recurso al endeudamiento a través de la figura de los eurobonos. Las propuestas alternativas para emitir eurobonos para la mitad de la deuda pública hoy en circulación de los Estados miembros permitirían que todos ellos saliesen ganando en los costes a afrontar, atraerían con toda seguridad a los inversores internacionales y, al consolidar así la unión fiscal, cortarían de raíz todos los riesgos de ruptura de la eurozona. Pero se enfrentan a obstáculos institucionales que hoy parecen difíciles de remover.

Parece que los europeos prefiriésemos renunciar a la lógica de una unión de transferencias con criterios de gobernanza de índole federal, para seguir transitando caminos agónicos sujetos a una lógica intergubernamental concretada en sucesivos mecanismos de rescate con garantías limitadas, condiciones asimétricas y eficacia discutible.

## NOTAS

(\*) Agradecemos los comentarios y sugerencias de Xosé Carlos Arias, Alberto Gago y Jorge Martínez-Vázquez a una versión preliminar. La responsabilidad del texto es no obstante exclusiva de los autores.

(1) MARZINOTTO, SAPIR y WOLFF (2011) plantean llegar al menos hasta el 2 por 100 del PIB. VAN ROMPUY (2012) propone un presupuesto central de la UE-17.

(2) A partir del dato de total de gasto público sobre el PIB, restamos el porcentaje de gasto federal-central y obtenemos el del resto de las administraciones públicas.

(3) COM(2010)700 final pp. 3, 7, 29.

(4) Datos de SEC (2011) 876 final.

(5) En concreto, recurrimos al ajuste no paramétrico del «vecino más próximo» (*nearest neighbor fit*) utilizando para ello los valores por defecto que proporciona Eviews 7.2.

(6) COM(2010)700 final pp. 3 y 7; así el Fondo Social Europeo ayuda a formar a unos 9 millones de europeos al año.

(7) COM(2010)700 final pp. 5 y 7; serían gastos para *resource allocation* (HEINEN, 2011).

(8) COM(2010)700 final pp. 23-24; programas TENT-T, banda ancha, redes de energía y energías renovables. Por su parte, el Parlamento Europeo estimó esas necesidades en 1,8 billones hasta 2020 en el Informe de su Comisión de Presupuestos 2011/0177 (APP). La propuesta de GRIFFITH-JONES *et al.* (2012) es menos ambiciosa cuantitativamente, pero interesante por la implicación del EIB (European Investment Bank) y la utilización de los fondos estructurales como fórmula de financiación complementaria de un programa de inversiones de estímulo.

(9) Sobre la fundamentación de esta función de gasto, EUROPEAN COUNCIL (2013) puntos 50, 59. En el caso de los programas agrícolas para que «se garantice un nivel de vida equitativo a la población agrícola», EUROPEAN COUNCIL (2013) punto 61.

(10) EUROPEAN COUNCIL (2013) puntos 11 y 20.

(11) Unos saldos netos que se han convertido en el auténtico caballo de batalla en las negociaciones de los sucesivos marcos financieros plurianuales. Sin duda, un efecto perverso de la falta de autonomía financiera, ya que al estar los ingresos vinculados a magnitudes nacionales (ya RNB ya IVA), se ha incentivado que los contribuyentes netos acaben reclamando que se les devuelva su dinero. Es así que Reino Unido y el resto de los Estados contribuyentes netos fundamentan la negociación presupuestaria en la dinámica de dichos saldos netos (MONTORO *et al.*, 2011), habiendo llegado a plantear estos países la supresión de las ayudas regionales a los EM con déficits excesivos (MANCHA y GALLO, 2013).

(12) Lo habitual es presentar estos saldos en millones de euros (HEINEN, 2011), lo que, a nuestro juicio, dificulta su análisis redistributivo.

(13) Todos los cálculos se han efectuado con el *software* Eviews 7.2. La fuente de los datos es EUROPEAN COMMISSION (2012: 106) y Eurostat.

(14) Lógicamente, los datos de saldos fiscales solo están disponibles desde el momento en el que los países ingresan en la Unión Europea. Para el conjunto del periodo solo los que forman la denominada UE-15 cuentan con el panel de datos completo.

(15) Probamos a incluir un retardo en primeras diferencias, para capturar posibles dinámicas no contemporáneas, pero la variable no resultaba significativa, con un estadístico-t por debajo de la unidad en valor absoluto. La autocorrelación serial tampoco era significativa.

(16) COM(2011)510 final p. 1. El embajador de Alemania en España, Reinhard Silberberg, argumentaba en una tribuna publicada en el diario *El País* del 26 abril de 2013 que su país aporta más de lo que recibe y que «la Unión Europea no es un Estado».

(17) COM(2011)510 final pp. 6-8; en concreto para 2014-2020 la reducción bruta anual que se propone es de 3.600 millones para Reino Unido, 2.500 para Alemania, 1.050 para Países Bajos y 350 para Suecia, COM(2011)510 final p. 18; téngase en cuenta que el saldo neto de Alemania del -0,34 por 100 RNB en 2011 ascendía a -9.000 millones,

y el de Reino Unido de -0,32 ascendía a -5.500 millones, EUROPEAN COMMISSION (2012: 106). De nuevo, EUROPEAN COUNCIL (2013, punto 118) se ocupa de estas reducciones y correcciones hasta 2020. El saldo neto alemán en 2011 por habitante ascendería a 110 euros/habitante.

(18) DURÁN (2014) aborda en detalle la cuestión de la armonización tributaria.

(19) En COM(2011)510 final p. 4 se concreta su abolición en 31 diciembre de 2013.

(20) COM(2011)510 final p. 3 y SEC (2011) 876 final; para más detalles sobre estos nuevos impuestos, véase MONTORO, SÁINZ y MARTÍNEZ (2011: 14-23).

(21) COM(2010)700 final pp. 30-31; SEC (2011) 876 final; COM(2011)510 final pp. 4-5. Su introducción se proponía para una fecha anterior al 1 de enero de 2018, con una recaudación estimada de 37.000 millones de euros; equivalente al 23 por 100 del presupuesto en 2020. No obstante, EUROPEAN COUNCIL (2013, punto 115) solo «invita a los Estados miembros participantes a que estudien si dicho impuesto podría utilizarse». Es preocupante para su introducción que en julio de 2013 el ministro de Economía del actual gobierno socialista francés considere que la TTF podría ser perjudicial para las finanzas y la economía francesas (Diario *El País*, 12 de julio de 2013).

(22) MONTORO, SÁINZ y MARTÍNEZ (2011: 13).

(23) COM(2011)169 final, que no tiene incidencia financiera en el presupuesto de la Unión Europea. La estimación de su potencial recaudatorio en España iría de los 1.700 a los 8.600 millones dependiendo de los tipos considerados (GAGO y LABANDEIRA, 2012).

(24) Para más detalle, véanse MARTÍNEZ-VÁZQUEZ (2008) y BAHL y CYAN (2011).

(25) De acuerdo con DE LA DEHESA (2012): «Todas las decisiones que se han tomado por el Consejo han empeorado, en lugar de mejorar la situación de la crisis de la deuda soberana (por evitar decir que la han provocado)».

(26) Tanto el mecanismo transitorio como el permanente que algunos autores analizan en cuanto generadores de transferencias financieras entre EM (*implicit transfer* o *potential transfers*) (HEINEN, 2011), y que ya afectarían a la actual unión de transferencias de la que aquí nos ocupamos.

(27) DEO, DONOVAN y HATHEWAY (2011) estiman entre 3.000 y 4.500 euros por persona y año, frente a los 110 euros per cápita que suponen los actuales saldos netos. Para los mismos autores el coste actual del rescate de Grecia, Irlanda y Portugal ascendería a 1.000 euros por persona. Sobre estas transferencias implícitas también el FMI (ALLARD *et al.*, 2013) ha realizado recientemente sus propios cálculos.

## BIBLIOGRAFÍA

ALLARD, C.; KOEVA, P.; BLUEDORN, J.; BORNHORST, F.; CHRISTOPHERSON, K.; OHNSORGE, F.; POGHOSYAN, T., e IMF STAFF TEAM (2013), *Toward a Fiscal Union for the Euro Area: Technical Background Notes*, septiembre (<http://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2013/sdn1309tn.pdf>).

ARIAS, X.C., y COSTAS, A. (2012), *La Torre de la Arrogancia*, Ariel, Barcelona.

BAHL, R., y CYAN, M. (2011), «Tax Assignment: Does the Practice Match the Theory?», *Environment and Planning C: Government and Policy*, 29(2): 264-280.

CASTELLS, A. (Dir.) (2012), «¿Avanza realmente la Unión Europea hacia una unión fiscal?», *EuropeG Policy Brief*, 3, [www.europeg.com](http://www.europeg.com).

COSTAS, A. (2012), «El euro: moneda única o *currency board*?», *Revista Galega de Economía*, 21, septiembre: 13-36.

DEHESA, G. DE LA (2012), «Cambios institucionales necesarios en el área del euro», en *La crisis de Europa: ¿un problema de deuda soberana o del euro*, Fundación de Estudios Financieros, *Papeles de la Fundación*, 44.

DELPLA, J., y VON WEIZSACKER, J. (2010), «The Blue Bond Proposal», *Bruegel Policy Brief*, 2010/3, Bruselas (<http://www.bruegel.org/publications>).

DEO, S.; DONOVAN, P., y HATHEWAY, L. (2011), «Euro Break-up, the Consequences», *Global Economic Perspectives*, UBS Investment Research (<http://www.creditwritedowns.com/2011/09/eurozone-breakup-consequences.html>).

DURÁN, J.M. (2014), «La armonización fiscal en la Unión Europea: Evolución y prioridades actuales», *PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA*, 141.

EUROPEAN COMMISSION (2010), «Revisión del presupuesto de la UE», COM(2010)700 final.

— (2011), «Directiva por la que se reestructura el régimen comunitario de imposición de los productos energéticos y de la electricidad», COM(2011)169 final.

— (2011), «Un presupuesto para Europa 2020», COM(2011)500 final.

— (2011), «Sobre el sistema de recursos propios de la Unión Europea», COM(2011)510 final.

— (2011), «Financer le budget de l'UE: rapport sur le fonctionnement du systeme des ressources propres», SEC (2011) 876 final.

— (2012), «EU budget 2011: Financial Report», Bruselas.

[http://ec.europa.eu/budget/financialreport/pdf/fin\\_report\\_11\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/budget/financialreport/pdf/fin_report_11_en.pdf).

EUROPEAN COUNCIL (2012), «TSCG: Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza en la UEM», Bruselas ([http://european-council.europa.eu/media/639250/02\\_-\\_tscg.es.12.pdf](http://european-council.europa.eu/media/639250/02_-_tscg.es.12.pdf)).

— (2013), «Conclusiones – Marco Financiero Plurianual», Bruselas, 7-8 febrero, EUCO 37/13 ([http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms\\_data/docs/pressdata/es/ec/135370.pdf](http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/es/ec/135370.pdf)).

GAGO, A., y LABANDEIRA, X. (2012), «El papel de los impuestos energético-ambientales en la reforma del sistema fiscal español», en E. ÁLVAREZ y M. LARREA (Coords.), *Energía y Tributación Ambiental*, Marcial Pons, Madrid, pp. 169-185.

GRAUWE, P. DE (2000), *Economics of Monetary Union*, Oxford University Press.

— (2011), «Debt Sustainability Inside and Outside a Monetary Union». Mimeo.

— (2013), «The creditor nations rule in the eurozone», CER (<http://www.cer.org.uk/publications/archive/report/2013/future-europes-economy-disaster-or-deliverance>).

GRAUWE, P. DE, y MOESEN, W. (2009), «Gains for All: A Proposal for a Common Eurobond», *Intereconomics*, 3333: 132-141.

GRIFFITHS JONES, S.; KOLLATZ-AHNEN, M.; ANDERSEN, L., y HANSEN, S. (2012), *Shifting Europe from austerity to growth: a proposed investment programme for 2012-2015*, Foundation for European Progressive Studies, Bruselas.

HAYEK, F.A. (1944), *Camino de servidumbre*, Unión Editorial, Madrid (ed. de 2008).

HEINEN, N. (2011), «A European Transfer Union», *EU Monitor* 81, Deutsche Bank Research.

HILD, A.; BERNHARD, H., y BAUER, Ch. (2011), «Structured Eurobonds». Discussion Paper 07-11, Universität Bayreuth.

- LAGO PEÑAS, S., y MARTÍNEZ-VÁZQUEZ, J. (2010), «La descentralización tributaria en las Comunidades Autónomas de régimen común: un proceso inacabado», *Hacienda Pública Española*, 192: 129-151.
- LAGO PEÑAS, S.; PRADA, A., y VAQUERO, A. (2013), «On the Size and Determinants of Inter-Regional Redistribution in European Countries over the Period 1995-2009», *Working Paper*, 13-04, International Center for Public Policy, Georgia State University.
- LANNOO, K. (2012), «El federalismo de la UE en crisis», en *La crisis de Europa: ¿un problema de deuda soberana o del euro*, Fundación de Estudios Financieros, *Papeles de la Fundación*, 44.
- MAGNUS, G. (2013), «Europe needs an alternative to stagnation and fragmentation» (<http://www.cer.org.uk/publications/archive/report/2013/future-europes-economy-disaster-or-deliverance>).
- MANCHA, T., y GALLO, M.T (2013), «Política regional y cohesión europea: perspectivas 2014-2020», *Ekonomiaz*, 82: 171-199.
- MARTÍNEZ-VÁZQUEZ, J. (2008), «Revenue Assignments in the Practice of Fiscal Decentralization», en N. BOSCH y J.M. DURÁN (Eds.), *Fiscal Federalism and Political Decentralization. Lessons from Spain, Germany, and Canada*, Edward Elgar, Chentelham.
- MARTÍNEZ-VÁZQUEZ, J., y TIMOFEEV, A. (2005): «Choosing Between Centralized and Decentralized Models of Tax Administration», en N. BOSCH y J.M. DURÁN (Eds.), *Financiación, Solidaridad Interterritorial y Políticas Tributarias de las Comunidades Autónomas*, Universitat de Barcelona, Barcelona.
- MARZINOTTO, B.; SAPIR, A., y WOLFF, G.B. (2011), «What Kind of Fiscal Union?», *Bruegel Policy Brief*, 2011/6, noviembre.
- MONTORO, B.; SÁINZ, J., y MARTÍNEZ, E. (2011), «La reforma del sistema de recursos propios en la propuesta de perspectivas financieras 2014-2020», *Boletín Económico del ICE*, 3018: 11-25.
- ONTIVEROS, E. (2011), «Revelaciones de la crisis de la eurozona», *Información Comercial Española*, 863: 7-12.
- PARLAMENTO EUROPEO (2012), «Eurobarometer EB77.2, Crisis and Economic Governance» ([http://www.europarl.europa.eu/aboutparliament/en/00191b53ff/Eurobarometer.html?tab=2012\\_2](http://www.europarl.europa.eu/aboutparliament/en/00191b53ff/Eurobarometer.html?tab=2012_2)).
- UBIDE, A. (2011), «Estados Unidos versus Eurozona, dos historias paralelas», *Información Comercial Española*, 863: 61-65.
- (2012): «La reestructuración de la deuda europea, un trágico error. Soluciones alternativas», en *La crisis de Europa: ¿un problema de deuda soberana o del euro*, Fundación de Estudios Financieros, *Papeles de la Fundación*, 44.
- VAN ROMPUY, H. (2012), «Towards a Genuine Economic and Monetary Union» (interim report), European Council, Bruselas, octubre.

## Resumen

Como respuesta a la crisis de deuda soberana en la zona del euro, se ha efectuado una reforma profunda de la gobernanza fiscal en la Unión Europea. Esta reforma incorpora un reforzamiento del brazo preventivo del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, con el establecimiento de un límite al gasto público y la introducción de una mayor coordinación en los procesos presupuestarios de los países. En el brazo correctivo, se concede una mayor relevancia al criterio de la deuda y se refuerza el sistema de sanciones. Asimismo, se obliga a la reforma de los marcos fiscales nacionales y a la creación de autoridades fiscales independientes, que deben llevar a cabo evaluaciones públicas en relación con la implementación de las reglas presupuestarias nacionales. En su conjunto, la reforma se hace eco de la literatura económica más reciente que enfatiza que es el diseño y no solo la mera existencia de las reglas fiscales lo que condiciona su efectividad. Sin embargo, el nuevo marco de gobernanza es ahora más complejo y el margen de discrecionalidad en su aplicación sigue siendo elevado. Su efectividad dependerá, por tanto, de que esta aplicación sea estricta.

*Palabras clave:* crisis del euro, reglas fiscales, Pacto de Estabilidad.

## Abstract

In response to the euro area sovereign debt crisis, there has been a deep reform of fiscal governance in the European Union. This reform includes a strengthening of the corrective arm of the Stability and Growth Pact, with the setting of a ceiling on public spending and the introduction of greater coordination in countries budgetary processes. In the corrective arm, greater significance is accorded to the debt criterion and the sanctions system has been reinforced. Members are obliged to reform national fiscal frameworks and set up independent fiscal authorities, which must conduct public assessments regarding the implementation of national budgetary rules. Overall, the reform echoes the latest economic literature, which stresses that it is the design and not only the mere existence of fiscal rules that has a bearing on their effectiveness. However, the new framework of governance is now more complex and the room for discretionality in its application remains ample. Its effectiveness will thus depend on such application being strict.

*Key words:* euro crisis, fiscal rules, Stability and Growth Pact.

*JEL classification:* E62, H60.

# EL NUEVO MARCO DE GOBERNANZA FISCAL EUROPEO

Pablo HERNÁNDEZ DE COS

*Banco de España*

## I. INTRODUCCIÓN

EL diseño original de la Unión Monetaria Europea (UEM) se efectuó sobre la base de una política monetaria única que convivía con el mantenimiento del resto de políticas económicas en manos de las autoridades nacionales. Se pensó que la exigencia de una serie de requisitos iniciales mínimos de convergencia macroeconómica a los países previa a la entrada en la UEM y la creación de unos mecanismos de coordinación de las políticas fiscales y estructurales nacionales que permitieran garantizar la estabilidad presupuestaria y favorecieran la aplicación de reformas, junto con las consecuencias beneficiosas que se derivarían de la propia creación de la moneda única, facilitarían un proceso de convergencia adicional entre las economías del área que, en último término, permitiría un funcionamiento suficientemente adecuado de la UEM.

La coordinación de las políticas económicas no presupuestarias se articuló a través de la fijación de unos objetivos de medio plazo, los denominados «Objetivos de Lisboa», cuya consecución se promovía a través de la definición anual de las Orientaciones Generales de Política Económica y las Orientaciones de Empleo y la aprobación de unas recomendaciones específicas a cada uno de los Estados miembros por parte del Consejo Europeo. Estas recomendaciones trataban de promover las reformas que permitieran resolver las

principales debilidades macroeconómicas de cada país, en particular aquellas que permitieran una mayor flexibilidad de los mercados de factores, productos y servicios. La coordinación de las políticas económicas se justificaba bajo el argumento de que las estructuras económicas de los países miembros seguían siendo relativamente heterogéneas y esta heterogeneidad podía dificultar la aplicación de la política monetaria única. Las recomendaciones efectuadas por el Consejo a los países miembros no eran, sin embargo, vinculantes.

En materia presupuestaria, el Tratado de la Unión Europea estableció un marco de coordinación más estrecho que se articulaba a través de dos instrumentos. En primer lugar, se descartaba la posibilidad de que la deuda pública de un Estado miembro fuera asumida por el conjunto del área, lo que se conoce como cláusula de no *bail-out*. En segundo lugar, ante el temor de que la firma de esta cláusula no ejerciera suficientes incentivos a la disciplina fiscal, el tratado fijó unos límites al déficit y deuda públicos de los Estados, que fueron complementados con el denominado Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC).

La crisis económica iniciada en 2007 puso de manifiesto las fragilidades de este marco institucional inicial de la UEM (Banco de España, 2013). Por una parte, el mecanismo de coordinación de políticas económicas mencionado no permitió impulsar de ma-

nera efectiva las reformas estructurales que se consideraban necesarias. Por otra parte, el PEC no fue capaz de promover un saneamiento sostenido de las cuentas públicas durante la fase de expansión ni de evitar un empeoramiento sin precedentes de las posiciones fiscales de la mayoría de los países europeos durante la crisis.

En este contexto, la respuesta de política económica a la crisis de deuda soberana en la zona del euro ha priorizado una revisión del marco de gobernanza económica de la Unión Europea, que ha incluido no solo un reforzamiento del marco de coordinación de las políticas económicas, con el diseño de un nuevo mecanismo para la vigilancia de los desequilibrios macroeconómicos y de la evolución de la competitividad (procedimiento de desequilibrios excesivos) y la reforma del PEC, sino que ha ido mucho más allá con la creación de mecanismos de gestión de crisis y el establecimiento de una unión bancaria, ante la constatación de que los fallos institucionales de la UEM eran mucho más profundos y requerían actuaciones al menos también en estas áreas (BCE, 2011; Caballero *et al.*, 2011; Matea, 2012; Banco de España, 2013).

En materia presupuestaria, que es el objeto central de este artículo, las modificaciones se han articulado a través de la aprobación, en primer lugar, de un paquete legislativo a finales de 2011, denominado «Paquete de Seis Medidas» (*Six Pack*) (1), de las que cuatro son para reforzar la disciplina presupuestaria. Con posterioridad, se firmó el Tratado de Estabilidad, Convergencia y Gobernanza, el denominado «Fiscal Compact», que en esencia obliga a trasladar a los marcos jurídicos nacionales el compromiso

de equilibrio presupuestario a lo largo del ciclo y a introducir un mecanismo automático de corrección de las posibles desviaciones. Finalmente, dos regulaciones de la Comisión Europea (*Two Pack*) otorgan a la CE capacidad para emitir una opinión sobre los presupuestos nacionales antes de que estos se aprueben en el Parlamento y recomiendan el establecimiento de consejos nacionales independientes, e introducen un procedimiento de supervisión reforzada para los países que hayan solicitado asistencia financiera o que presenten inestabilidades que puedan poner en riesgo la estabilidad financiera de la zona.

En este artículo se analizan las modificaciones de este marco de gobernanza, limitándose exclusivamente a las de carácter presupuestario. Para ello, la sección II contextualiza brevemente la reforma de la gobernanza fiscal en el conjunto de la reforma de la arquitectura institucional europea llevada a cabo en estos años. En la sección III se describe la esencia del PEC original y la reforma del *Six Pack*. Las secciones IV y V analizan el contenido del Fiscal Compact y el *Two Pack*, respectivamente. En la sección VI se presentan las conclusiones.

## II. LA MODIFICACIÓN DE LA GOBERNANZA FISCAL EN EL CONTEXTO DE LA NUEVA ARQUITECTURA EUROPEA

La crisis de deuda soberana en la zona del euro, que se inició en 2010 en Grecia y con posterioridad se extendió a otros países y que acabó desembocando en dudas sobre la continuidad del propio proceso de UEM, es el resultado de un conjunto amplio de factores, entre los que se en-

cuentran las fragilidades de su entramado institucional inicial.

Así, la coordinación débil de las políticas de oferta no generó los efectos esperados. Los objetivos marcados en la Agenda de Lisboa estuvieron lejos de alcanzarse y no se evitó que se acumulasen desequilibrios y divergencias macroeconómicas entre los países tanto en materia de competitividad como de crecimiento excesivo del crédito y del endeudamiento. Tras la creación de la UEM, y en ausencia de políticas de oferta adecuadas, persistieron importantes diferenciales de inflación entre los países miembros que, en presencia de un tipo de interés nominal único, generó tipos de interés reales significativamente más reducidos en los países con mayores tasas de inflación, que impulsaron un mayor crecimiento de su demanda interna así como del crédito y de los activos inmobiliarios. Esa ausencia de reformas provocó también que en esos países la dinámica de los salarios y la productividad generaran pérdidas adicionales de competitividad. Además, el canal de ajuste derivado de la apreciación del tipo de cambio real funcionó de una forma muy lenta, provocando la aparición de crecientes y abultados déficits por cuenta corriente que fueron financiados sin restricciones, en un contexto de abundancia global de liquidez y de condiciones de financiación muy laxas, con mercados financieros que no discriminaban en función de los diferentes riesgos existentes entre países, provocando incrementos muy elevados del endeudamiento de familias y empresas. La ausencia de mecanismos de supervisión adecuados que interrelacionaran estos desarrollos macroeconómicos con los del sistema financiero impidieron también que se percibieran por

parte de las autoridades los desequilibrios que se iban acumulando en estos últimos.

En materia presupuestaria, a pesar de la existencia de los límites mencionados, el PEC no fue capaz de promover un saneamiento de las cuentas públicas durante la fase de expansión. Como ilustración, el déficit estructural en 2007, año previo a la crisis económica, se situó en el -1,7 por 100 del PIB en la zona del euro, una cifra muy similar a la observada en 1999, año de inicio de la tercera fase de la UEM, de forma que solo cinco países de los que integran hoy la eurozona habían alcanzado sus objetivos de medio plazo (Alemania, España, Chipre, Luxemburgo y Finlandia). En ese mismo año 2007 ocho países mantenían todavía una ratio de deuda pública por encima del 60 por 100. A pesar de la falta de ambición en la consecución de los objetivos presupuestarios marcados por el PEC, en la mayor parte de los casos esto no se tradujo en la utilización de los mecanismos previstos en el mismo (alertas tempranas, recomendaciones de la Comisión o sanciones). La falta de cumplimiento del PEC fue acompañada, además, de una diferenciación mínima en los mercados financieros en lo que respecta a los tipos de interés de la deuda soberana de los países de la zona del euro, lo que se tradujo en una débil disciplina ejercida por los mercados financieros.

Con este punto de partida, el impacto de la crisis económica iniciada en 2007 produjo un deterioro muy significativo de la situación macroeconómica y presupuestaria de la mayoría de los países europeos que en los que habían acumulado mayores desequilibrios empezó a percibirse como insostenible, con una reac-

ción, ahora sí, de los mercados financieros muy virulenta.

Por su parte, la ausencia en el diseño inicial de la UEM de mecanismos de gestión de crisis no permitió una gestión adecuada de los primeros episodios de la crisis que, en un contexto de elevada integración financiera entre los países de la zona del euro, favoreció la percepción de los mercados sobre las posibilidades de contagio entre las economías e incluso sobre la propia continuidad del proyecto de unión monetaria. Además, el hecho de que la supervisión y la regulación del sistema financiero se mantuvieran también dentro del ámbito nacional, obligó a que fuera cada Gobierno individualmente el que se tuviera que hacer cargo del saneamiento de sus instituciones financieras, a pesar de que estas desarrollan su actividad globalmente. Esto, junto con las dudas existentes sobre la capacidad de crecimiento de las economías y de elevado endeudamiento público y privado, generó un círculo vicioso entre los riesgos soberanos y bancarios, que se extendió al conjunto de la Unión.

En este contexto, desde el primer momento se consideró que afrontar la crisis económica y, en particular, la crisis de deuda soberana en la zona del euro requería un conjunto de medidas destinadas a mejorar el diseño del marco de gobernanza europeo (Comisión Europea, 2011). Las dudas en la toma de decisiones relativas a este proceso no evitaron, sin embargo, que se produjeran en diversos momentos tensiones en los mercados, cuyos efectos solo pudieron paliarse por la actuación del Banco Central Europeo (BCE) a través de, entre otros instrumentos, la provisión generosa de liquidez, la ampliación del colateral acep-

tado en las operaciones de préstamo, la extensión del horizonte de sus operaciones a largo plazo, el denominado programa de compras de valores y el anuncio de las llamadas «Operaciones Monetarias de Compraventa».

No obstante, tras cuatro años desde el inicio de la crisis del euro, la mejora de la gobernanza institucional de la UEM ha sido muy profunda. La constatación de que el origen de la crisis era no solo fiscal, sino también financiera y macroeconómica, ha llevado a una modificación de los mecanismos de supervisión en todos estos ámbitos.

En primer lugar, a través del *Six Pack* (SP), propuesto inicialmente por la Comisión Europea (CE), se reformó el PEC, reforma en la que se profundizó con posterioridad con la aprobación del Fiscal Compact y el *Two Pack*, a los que luego nos referiremos en extensión. Asimismo se creó un Procedimiento de Desequilibrios Macroeconómicos, en el cual a partir de un conjunto de indicadores (Mecanismo de Alerta) se determina ahora qué países tienen o están en riesgo de tener desequilibrios excesivos. Estos países, con posterioridad, son objeto de un «análisis en profundidad», que concluye con recomendaciones, que si de manera reiterada no se cumplen por el país afectado puede llevar consigo la imposición de sanciones.

Con el objetivo de reforzar la coordinación *ex ante* de estas políticas se ha introducido el «Semestre Europeo», que tiene por objeto verificar la aplicación de la disciplina presupuestaria y del resto de políticas económicas de los Estados miembros. A lo largo de los primeros seis meses de cada año, los Estados miembros deben coordinar sus Planes

Nacionales de Estabilidad o de Convergencia, así como los Presupuestos Nacionales y los Programas Nacionales de Reforma, que serán juzgados por el Consejo Europeo y aprobados en la segunda mitad del año por los parlamentos nacionales.

Por otro lado, se aceptó que era necesario articular mecanismos de gestión de crisis, dado que es razonable pensar que los mecanismos de coordinación diseñados para tiempos normales pueden no ser suficientes para afrontar crisis de magnitud muy significativa, como la observada en los últimos años en la zona del euro. En particular, tras el caso griego, se identificó la necesidad de disponer de un instrumento permanente, con reglas definidas de actuación que permitieran evitar el contagio de la situación de crisis de una economía a otras economías o a la eurozona en su conjunto. Así, en marzo de 2011 se aprobó la creación del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE), un mecanismo permanente de resolución de crisis financieras en los países de la zona del euro, que está plenamente operativo desde julio de 2013, y cuyo fin esencial es precisamente canalizar la asistencia financiera a los países del área que la requieran, sujeta a una estricta condicionalidad.

Asimismo, se acordó la reforma del marco de supervisión financiera en la Unión Europea, con la creación de autoridades supervisoras sectoriales y de la Junta Europea de Riesgo Sistémico, como nuevo órgano encargado de la supervisión macroprudencial, que tiene como objetivo principal examinar el sistema financiero en su conjunto, para que sus actuaciones no desemboquen en riesgos de carácter sistémico.

Finalmente, tras las tensiones vividas a lo largo de 2012, se hicieron evidentes las vulnerabilidades, que pueden derivar en graves crisis bancarias, que generan la coexistencia de una política monetaria única con unos sistemas financieros en los que la responsabilidad última de supervisión y resolución de entidades recae en los gobiernos nacionales. En este contexto, la capacidad de estos gobiernos de garantizar la estabilidad financiera se encuentra limitada por la posibilidad de que surja una dinámica perversa de realimentación entre riesgo bancario y soberano y de afrontar las implicaciones sistémicas de entidades con fuertes vínculos transfronterizos. Para evitar estas limitaciones, a finales de junio de 2012, los jefes de Estado y de Gobierno de la eurozona acordaron avanzar en una unión bancaria, que implica el traslado de buena parte de las responsabilidades de supervisión de las entidades de crédito y de gestión de crisis bancarias a instituciones comunitarias. Esta unión contará con un mecanismo único de supervisión, un mecanismo de gestión y resolución de entidades en crisis y, finalmente, un fondo común de garantía de depósitos.

### III. LA REFORMA DEL PACTO DE ESTABILIDAD Y CRECIMIENTO DEL SIX PACK

#### 1. El fundamento y diseño del PEC antes de su reforma

Como se señaló en la introducción, el marco de reglas fiscales europeo se encuentra definido por el contenido del tratado constitutivo de la Unión Europea y del PEC (2). Esta coordinación de la política fiscal de

los países miembros se articuló esencialmente a través de dos instrumentos.

En primer lugar, se descartaba la posibilidad de que la deuda pública de un Estado miembro fuera asumida por el conjunto de la zona del euro, lo que se conoce como cláusula de no *bail-out*. Con esta cláusula se pretendía evitar que se generaran incentivos a la aplicación de políticas presupuestarias insostenibles en los países miembros. Estos incentivos perversos surgirían del hecho de que, en ausencia de esta norma, los gobiernos nacionales podrían pensar que en último término siempre sería menos costoso para el resto de socios de la unión monetaria acudir al rescate del país en riesgo de quiebra que permitir que esta se produjera y extendiera su contagio, altamente probable en un contexto de moneda única, al resto de socios de la unión. Esta cláusula permitía además que los mercados financieros siguieran jugando un papel disciplinador a través de la exigencia de primas de riesgo distintas a los países, dependiendo de los riesgos de inestabilidad de cada economía nacional.

En segundo lugar, el tratado fijó unos límites al déficit y deuda públicos de los Estados, que fueron complementados con el PEC. Bajo el supuesto de que los mercados financieros no funcionan siempre de manera eficiente y por tanto no podrían actuar como elemento disuasorio de las políticas fiscales inadecuadas y que la cláusula de no *bail-out* podía no ser completamente creíble, se entendió necesario establecer controles fiscales a los Estados miembros que obligaran a internalizar el efecto de sus decisiones sobre el conjunto de la unión. De acuerdo con la experiencia observada en distintos

países desarrollados, el establecimiento de estos límites (reglas fiscales) se justificaba por la necesidad de evitar el sesgo a la generación de déficit públicos que podían derivar en situaciones de insostenibilidad fiscal que, en el contexto de una unión monetaria, podían tener repercusiones negativas sobre el resto de socios y generar tensiones sobre el conjunto de la Unión.

El PEC establece un marco de coordinación de la política presupuestaria que consta de unos límites cuantitativos al déficit y deuda públicos que los países miembros no pueden superar, un mecanismo de supervisión y control del cumplimiento (lo que se conoce como vertiente preventiva del PEC) y un procedimiento para que los países corrijan las desviaciones respecto a esos límites en caso de que se produzcan (vertiente correctiva del PEC).

### 1.1. *Los límites cuantitativos del PEC*

En cuanto a los límites, se exige que el déficit público de los Estados miembros no supere el 3 por 100 del PIB y que la deuda pública se sitúe por debajo del 60 por 100 del PIB, o que al menos esta ratio se esté reduciendo a un ritmo satisfactorio hacia ese valor.

No obstante, el tratado también establece unas cláusulas de salvaguarda, por las que los déficits por encima del 3 por 100 no se consideran «excesivos» cuando el incumplimiento sea de escasa importancia, temporal y debido a circunstancias excepcionales. Un déficit público superior al valor de referencia se considerará excepcional y temporal si está motivado por cualquier acontecimiento inusual que está fuera del control

del país afectado con una gran incidencia en los presupuestos públicos o se produce en periodos de recesión económica grave, que se define como una tasa de crecimiento interanual del PIB real negativa o una pérdida acumulada de producto durante un periodo prolongado de crecimiento interanual del PIB real muy bajo en relación con el crecimiento potencial.

### 1.2. *La vertiente preventiva del PEC*

Bajo la vertiente preventiva (3), lo que se pretende es que los países alcancen una situación presupuestaria que proporcione, como mínimo, un margen de seguridad suficiente para evitar incumplir el valor de referencia del 3 por 100 del PIB en circunstancias normales. En paralelo, el objetivo es que con esa situación presupuestaria se permita el libre funcionamiento de los estabilizadores automáticos, de forma que los límites del PEC no resulten incompatibles con el papel estabilizador de la política fiscal, que tan importante resulta en una unión monetaria en la que los países miembros pierden el recurso a los instrumentos tradicionales de estabilización, el tipo de cambio y la política monetaria. Finalmente, esa situación presupuestaria debe permitir asegurar que se reduzca progresivamente la ratio de deuda pública sobre el PIB hasta niveles que no supongan riesgos para la sostenibilidad, considerando, además, que esto exige tener en cuenta el efecto que el fenómeno del envejecimiento de la población tendrá sobre las finanzas públicas de los países.

Con estos objetivos, en esa vertiente preventiva el PEC obliga a que los saldos públicos de los

países deban situarse en una posición «cercana al equilibrio o en superávit» en el medio plazo. En términos prácticos, esta cláusula ha sido interpretada como la necesidad de alcanzar y mantener un saldo público estructural en equilibrio (denominado «objetivo de medio plazo», MTO por sus siglas en inglés).

Debe tenerse en cuenta que el déficit público estructural es una variable no observable y requiere, por tanto, ser estimada. A efectos del procedimiento europeo, su estimación se obtiene como diferencia entre el déficit público observado y el de carácter cíclico, eliminando además el efecto de los factores temporales o excepcionales (4). El déficit cíclico se calcula mediante la aplicación de las elasticidades de los ingresos y gastos públicos a la desviación, o brecha de producción, entre el PIB observado y el potencial o tendencial. A su vez, este último se estima de acuerdo con una metodología desarrollada por la CE de forma conjunta con los Estados miembros (5).

Desde el punto de vista del diseño de la política fiscal, la fijación del límite del déficit público en términos estructurales tiene el objetivo principal de permitir preservar su carácter estabilizador. En efecto, el componente cíclico del déficit se reduce (aumenta) en periodos de expansión (recesión) económica, dado que los ingresos públicos tienden a crecer (disminuir) y el gasto público a caer (aumentar) por la mera actuación de los estabilizadores automáticos, generando un efecto estabilizador sobre la economía. En la medida que los límites sobre el déficit estructural no afectan a la evolución del componente cíclico del déficit, una regla así definida permite el libre juego de estos estabilizadores

automáticos. Además, dado que los saldos cíclicos positivos y negativos tienden a cancelarse a lo largo del ciclo económico, su definición permite que este papel estabilizador sea compatible con mantener posiciones fiscales saneadas.

Los objetivos de medio plazo son específicos para cada país y deben asegurar, como hemos señalado, que en su definición haya un margen suficiente para que no se supere el 3 por 100 de déficit en épocas de recesión (definidas como aquellas en las que la brecha de producción y el saldo cíclico es negativo) (6), la sostenibilidad de las finanzas públicas (7) y que genere margen de maniobra presupuestaria para periodos económicos recesivos (8). Su cálculo depende, por tanto, entre otros factores, del nivel de deuda pública, del crecimiento potencial y de los pasivos implícitos, en particular los derivados del envejecimiento de la población sobre las finanzas públicas. El PEC establece, en todo caso, que no puede superar el déficit estructural del 1 por 100. Cada Estado miembro presenta su propio objetivo presupuestario a medio plazo en su programa de estabilidad o de convergencia, que no puede superar el derivado de la metodología de cálculo acordada, y es valorado por el Consejo ECOFIN. Estos objetivos se revisan cuando se realiza una reforma estructural importante y, en cualquier caso, cada tres años.

El PEC establece que los países deben lograr su objetivo de medio plazo y mantenerlo a lo largo del ciclo (9). Además, cuando se produce una desviación significativa en relación con el objetivo de medio plazo o en el plazo de convergencia hacia el mismo establecido, el Estado miembro tiene que corregirlo. En

relación con esto último, si no se ha alcanzado el objetivo de medio plazo, el PEC exige que para aproximarse al mismo se debe efectuar un esfuerzo anual de su saldo estructural del 0,5 por 100 del PIB anual como regla. Para los países que tienen además una deuda pública por encima del 60 por 100 del PIB o con riesgos elevados para la sostenibilidad de las finanzas públicas, el ajuste estructural debería superar ese 0,5 por 100 del PIB. Por otra parte, a la hora de fijar el esfuerzo requerido anual se tiene en cuenta si el país se encuentra en época de bonanza (que justificaría un esfuerzo superior) o de recesión (que permitiría un esfuerzo más limitado).

La vertiente preventiva del PEC se basa, además, en el seguimiento periódico de las finanzas públicas nacionales por parte de la CE y del Consejo sobre la base de los Programas de Estabilidad y Convergencia que los Estados miembros presentan anualmente, en el que se incluyen proyecciones presupuestarias para tres ejercicios. En este marco de supervisión se evalúa la consecución de los objetivos de medio plazo y el patrón de aproximación al mismo. En concreto, la CE evalúa el esfuerzo presupuestario tanto *ex ante* (para el año corriente y el siguiente) como *ex post* (para el año previo). En el primer caso se trata de alertar de posibles desviaciones y de la necesidad de medidas adicionales para alcanzar los objetivos. En el análisis *ex post* se trata de determinar si hay «desviación significativa» respecto al objetivo del año previo. En el caso de que exista esta desviación significativa respecto al objetivo de medio plazo o el ajuste acordado, el Consejo dará una recomendación alertándole para que tome las medidas de ajuste necesarias. En posterior-

res controles, si el Consejo estimase que las desviaciones de la situación presupuestaria persisten, formulará una recomendación al Estado miembro de que se trate para que adopte con prontitud medidas correctoras.

### 1.3. La vertiente correctiva del PEC

En cuanto a la vertiente correctiva del PEC (10), se establece un procedimiento, denominado «de déficit excesivo», para los casos de superación de los límites, que incluye la fijación de unos plazos para la corrección, cuyo incumplimiento puede dar lugar a distintas sanciones «reputacionales» o financieras.

En particular, si un déficit público supera, o se prevé que supere, el valor de referencia del 3 por 100 del PIB, la CE inicia el procedimiento de déficit excesivo mediante la elaboración de un informe sobre la situación presupuestaria del país en cuestión. La CE debe valorar si el incumplimiento del límite del 3 por 100 de déficit es de escasa importancia, temporal y debido a circunstancias excepcionales (por ejemplo, se ha producido en un contexto de recesión económica grave), dado que, como se señaló con anterioridad, en estos casos no se considera el déficit como excesivo. Si este no es el caso y si no existen «otros factores pertinentes» que pueden explicar un incumplimiento «de escasa importancia y temporal» del valor de referencia (11), se darán las condiciones para que el Consejo decida que existe una situación de déficit excesivo.

Cuando el Consejo decide que existe un déficit excesivo, el procedimiento establece una serie de fases a seguir dirigidas a que el Estado miembro afectado em-

prenda acciones efectivas para corregir el déficit excesivo. En cada fase, el Consejo adopta las recomendaciones necesarias a partir de las valoraciones de la CE. En concreto, el proceso se inicia con una recomendación del Consejo para que el país afectado adopte una «acción efectiva» para poner fin a la situación de déficit excesivo. A continuación se supervisa el cumplimiento de la recomendación del Consejo y, en caso de que no se adopten medidas o de que no sean efectivas, el Estado miembro recibirá una «advertencia».

Por norma general, el incumplimiento de la advertencia debería llevar a la imposición de sanciones, incluida la exigencia de que el país afectado efectúe un depósito sin devengo de intereses, que en última instancia se convertiría en una multa en caso de persistir el incumplimiento.

La corrección del déficit excesivo debe «llevarse a cabo en el año siguiente a su identificación, salvo en caso de que concurren circunstancias especiales», lo que implica que, en condiciones normales, un déficit excesivo no debería persistir más de dos años consecutivos. Sin embargo, tras la reforma del PEC realizada en 2005, el Consejo tiene la facultad de formular recomendaciones y advertencias en las que puede ampliar los plazos si considera que, tras la recomendación o advertencia inicial, se han producido circunstancias imprevistas que han tenido unas repercusiones presupuestarias negativas de gran alcance (12), lo que implica que, en estos casos, un déficit excesivo puede persistir durante varios ejercicios. Para ello es preciso que el país miembro haya adoptado «acciones efectivas» para cumplir con la recomendación del Consejo.

## 2. La reforma del *Six Pack*

Diversas razones pueden explicar la falta de efectividad del PEC en la época previa a la crisis. En primer lugar, en su vertiente preventiva, a pesar de la utilización del déficit estructural como variable determinante de la regla fiscal, se infraestimó el efecto positivo del ciclo económico sobre las finanzas públicas, que permitió un crecimiento excesivo del gasto en la fase de expansión y resultó en una caída muy significativa de los ingresos en el periodo de crisis, convirtiendo rápidamente situaciones de déficit reducidos o incluso de superávit en posiciones deficitarias muy abultadas. Este es de hecho un problema no resuelto en las estimaciones del déficit estructural, en particular en periodos de expansión económica (13) y, más concretamente, en fases en las que se produce un incremento muy significativo de los precios de los activos financieros e inmobiliarios, como el vivido en varios países en la fase de crecimiento anterior a la crisis económica, cuyo efecto positivo sobre los ingresos públicos tiende a percibirse como permanente, de acuerdo con las metodologías de cálculo del déficit estructural, cuando en realidad puede tener un comportamiento transitorio significativo.

Por otra parte, a pesar de que la deuda pública es una variable clave para medir la sostenibilidad de las finanzas públicas, el límite a la misma establecido en el PEC fue en gran medida ignorado en la década previa a la crisis económica, como consecuencia, en parte, de la ausencia de criterios cuantitativos claros para la evaluación del ritmo al que debía reducirse.

Asimismo, los instrumentos disponibles para presionar a los

países que incumplían con las obligaciones del PEC prácticamente no se utilizaron en la práctica. Esto es el resultado de que se encontraban definidos de una manera muy laxa, que permitía un elevado grado de discrecionalidad en su aplicación al Consejo y la CE y que contaban con una falta absoluta de automaticidad y con plazos muy largos.

Se percibió también una cierta asimetría entre la normativa del PEC y el marco presupuestario nacional. En muchos países, este último no recogía las obligaciones de aquel, lo que redujo su eficacia y, además, en algunos casos resultó en una falta de coordinación entre ambos que llevaba a que las recomendaciones del Consejo y la CE llegaran cuando los presupuestos de los países ya estaban aprobados por sus Parlamentos.

Finalmente, aparecieron también problemas en algunos países sobre la calidad de sus estadísticas, que dificultaron la labor de supervisión de las autoridades europeas.

### 2.1. La reforma del brazo preventivo

La reforma del PEC aprobada pretende precisamente hacer frente a estas debilidades (Comisión Europea, 2012). Por ello incluyó en primer lugar un reforzamiento de la vertiente preventiva con la incorporación de la evolución del gasto en la evaluación del cumplimiento de los objetivos presupuestarios a medio plazo de los países, de forma que la tasa de crecimiento del gasto público (14) no debería exceder el crecimiento del PIB a medio plazo (15) a menos que esté acompañada por incrementos discrecionales de los ingresos pú-

blicos. Con esta medida se intenta evitar que, como sucedió antes de la crisis en algunos países, una evolución muy positiva de los ingresos públicos, asociada a factores extraordinarios, permita un crecimiento del gasto público también excesivo. Asimismo, las experiencias de algunos países de nuestro entorno muestran que los marcos fiscales más exitosos son aquellos que combinan una regla de déficit público con límites explícitos al gasto público (FMI, 2009; Ljungman, 2008). La utilidad de esta última reside en que se dirige a la fuente habitual de déficits públicos. En concreto, la fijación *ex ante* de una cuantía máxima de gasto disciplina la elaboración de los presupuestos de cada unidad de gasto, que, así, tienen menos margen para presionar al alza sus demandas individuales. Por otra parte, permite ahorrar, *ex post*, el aumento de los ingresos en situaciones cíclicas mejores de lo esperado y, si la regla está bien definida y es transparente, identificar los componentes de gasto que generan las desviaciones. Se puede comprobar, de hecho, que un cumplimiento estricto de esta nueva regla de gasto habría llevado a una situación mucho más saneada en la mayoría de los países europeos durante la década previa a la crisis económica (Banco de España, 2011).

La introducción de esta regla implica que, tras el *Six Pack*, el análisis de la CE sobre si existe desviación significativa respecto a la trayectoria de ajuste al objetivo de medio plazo o sobre este si ya se ha conseguido, se efectúa ahora con dos indicadores complementarios: el cambio en el saldo estructural y el límite de gasto. La desviación se considera significativa, basada no en previsiones sino en resultados, cuando supera un determinado valor: en

un año, si la desviación es superior al 0,5 por 100 del PIB del ajuste requerido; en dos años (la media), si la desviación es superior al 0,25 por 100 del PIB del ajuste requerido (16). Por su parte, el código de conducta del PEC (17) prevé que para que se considere que una desviación es significativa es necesario que se haya incumplido al menos un criterio y un cumplimiento limitado del otro. Esto podría suponer que una desviación del saldo presupuestario estructural con respecto al objetivo presupuestario a medio plazo o de la senda de ajuste hacia la consecución de dicho objetivo no sea suficiente, por sí sola, para determinar que se ha producido una desviación significativa si el país sigue cumpliendo el criterio del gasto.

Asimismo, la reforma incluye una cláusula de escape que permite lidiar con la existencia de circunstancias excepcionales. En particular, se permite una desviación temporal de la trayectoria de ajuste hacia el objetivo presupuestario a medio plazo cuando dicha desviación se derive de un acontecimiento inusitado que esté fuera del control del Estado miembro afectado y que tenga una gran incidencia en la situación financiera de las Administraciones Públicas, o en caso de crisis económica grave en la zona del euro o en el conjunto de la Unión, siempre que dicha desviación no ponga en peligro la sostenibilidad presupuestaria a medio plazo (18).

Finalmente, la reforma trata de generar una reacción más temprana y fuerte en el caso de que los países se desvíen de forma significativa de su objetivo de medio plazo o de la pauta preestablecida de aproximación a este objetivo. En concreto, se establece que en el caso de que las autori-

dades del país no efectúen acciones adecuadas para corregir esa situación, esto puede llevar, en caso de que persista el incumplimiento del país miembro, al establecimiento de un depósito (del 0,2 por 100 del PIB como regla). El establecimiento de este depósito sería recomendado por la CE, y adoptado por el Consejo Europeo mediante la regla de votación inversa de mayoría cualificada.

## 2.2. La reforma del brazo correctivo

En el caso del brazo correctivo, la reforma pretende, en primer lugar, reforzar el criterio de la deuda pública. En particular, los Estados miembros con ratios de deuda que excedan el valor de referencia del 60 por 100 del PIB estarán ahora sujetos a la aplicación del procedimiento de déficit excesivo, a menos que el ritmo de descenso de la deuda en un periodo determinado se considere satisfactorio.

Se ha incluido también un criterio numérico para evaluar si la ratio de deuda pública de un país está reduciéndose a un ritmo satisfactorio que consiste en que, en los tres años anteriores a la valoración, esta debería haber descendido en promedio en una vigésima parte de la cantidad en la que difiere del valor de referencia del 60 por 100. Una simulación de la dinámica de la ratio de deuda pública sobre el PIB entre 1998 y 2007 en los países de la zona del euro, bajo el supuesto de que este criterio hubiera sido aplicable, muestra que, aunque en términos del conjunto de la eurozona el impacto habría sido reducido, su aplicación habría tenido un efecto muy significativo en los países con mayores ratios de deuda pública sobre el PIB. En concreto, Italia y Grecia habrían

reducido esta ratio por debajo del 100 por 100 en 2007, un nivel inferior en cerca de 20 y 10 puntos porcentuales, respectivamente, a su valor observado.

Asimismo, la reforma incluye nuevas obligaciones de información y nuevas sanciones financieras para los países de la zona del euro, que serán de aplicación antes y de manera más gradual y gozarán de un mayor automatismo en su aprobación. Así, con independencia de si se ha abierto el procedimiento de déficit excesivo en relación con los desarrollos del déficit o la deuda públicos, se pueden establecer sanciones financieras en momentos más tempranos del procedimiento. En casos de incumplimientos particularmente serios, incluidos aquellos en los que ya exista un depósito que genera intereses, un depósito sin intereses (del 0,2 por 100 del PIB como regla) será requerido al país cuando se le abra procedimiento. Además, que un país de la zona del euro no cumpla las recomendaciones del Consejo para corregir su déficit excesivo llevaría a una multa (también del 0,2 por 100 del PIB como regla), que puede elevarse al 0,5 por 100 del PIB por año.

Finalmente, la reforma del SP clarifica distintos aspectos del procedimiento de déficit excesivo (19, 20), en particular en relación sobre cómo debe valorarse si los países han adoptado «acción efectiva» como recomendado por el Consejo, dado que esta es la clave para paralizar o avanzar en el procedimiento. En primer lugar, esta valoración debe tener en cuenta si el país afectado ha alcanzado los objetivos presupuestarios y la mejora en el déficit estructural inicialmente exigida por el Consejo, una vez que se han tenido en cuenta los posibles acontecimientos econó-

micos inesperados que hayan podido generar un efecto negativo sobre las fianzas públicas (21). Si el saldo público es menor que el recomendado o la mejora estructural es significativamente menor, se debe efectuar, en segundo lugar, un análisis en profundidad de las razones. Este último debe tener en cuenta si los objetivos de gasto público se han alcanzado y si se han aplicado las medidas de ingresos planificadas (22). En cuanto a cuándo se puede extender la fecha límite de ajuste, como regla si se ha adoptado acción efectiva y han ocurrido acontecimientos económicos con efectos inesperados negativos sobre las finanzas públicas, la fecha se puede extender en un año. Pero incluso en caso de que no se haya tomado acción efectiva, la reforma permite ahora extender la fecha límite en caso de grave recesión económica en la zona del euro o en el conjunto de la Unión.

### *2.3. La reforma de los marcos presupuestarios nacionales*

Con el objetivo de abordar la falta de coordinación entre la normativa del PEC y la de los marcos presupuestarios nacionales, la reforma establece que estos últimos deberán ajustarse a un conjunto de requisitos mínimos (23), que se refieren a los sistemas de contabilidad y estadísticas públicos, las reglas fiscales numéricas, los sistemas de previsión, los objetivos presupuestarios a medio plazo, y la cobertura de todos los subsectores de las Administraciones Públicas.

Por una parte, la reforma pretende fortalecer las estadísticas relativas a las finanzas públicas de los países miembros, dado que se entiende que estas son cruciales para el adecuado fun-

cionamiento del proceso presupuestario y de su evaluación, tanto en su fase de preparación como de ejecución. Por ello, se exige a los Estados miembros que dispongan de unos sistemas de contabilidad que cubran todos los subsectores de las Administraciones Públicas en términos de devengo de acuerdo con los criterios del SEC-95. Estos sistemas deberán estar sujetos a control interno y serán objeto de auditorías independientes. Asimismo, se obliga a publicar datos presupuestarios basados en la contabilidad de caja (24) con periodicidad mensual para los subsectores de la Administración Central, las comunidades autónomas y las administraciones de Seguridad Social, antes de finalizado el mes siguiente, y trimestral para el subsector de las corporaciones locales, antes de finalizado el trimestre siguiente; así como un cuadro de conciliación detallado que muestre el método de transición entre los datos basados en la contabilidad de caja y los datos basados en la norma SEC-95.

Respecto a los sistemas de previsión, se enfatiza la importancia para el proceso presupuestario de contar con proyecciones macroeconómicas y presupuestarias que no tengan sesgos. Existe, de hecho, una literatura abundante sobre cómo la elaboración de los presupuestos públicos basados en previsiones macroeconómicas optimistas acaban generando desviaciones en la ejecución respecto a los objetivos inicialmente planeados. Para evitar este problema, la reforma obliga a que las previsiones macroeconómicas se hagan públicas, incluidos sus supuestos y metodología, y a comparar estas previsiones con las realizadas por la CE y, en su caso, las de otros órganos independientes, debien-

do explicar y motivarse las diferencias importantes que surjan. Las previsiones macroeconómicas y presupuestarias deberán someterse a una evaluación *ex post* que será pública, que en caso de que dictamine un sesgo importante que afecte a un periodo de cuatro años consecutivos obligará al Estado a tomar las medidas necesarias y las hará públicas.

Otro de los problemas mencionados con la versión previa del PEC original es la relativa a que los marcos presupuestarios nacionales no contaban siempre con normativa doméstica que impusiera las reglas europeas, lo que se pensaba hacía menos visible la obligatoriedad de estas últimas. Por ello, la reforma incluye entre las obligaciones a los Estados miembros que estos introduzcan reglas presupuestarias nacionales numéricas que promuevan el cumplimiento de la normativa europea y que sean aplicables a todos los subsectores de las Administraciones Públicas. Estas reglas deben tener objetivos y ámbitos bien definidos, que se efectúe un seguimiento efectivo y a tiempo del cumplimiento de las mismas basado en análisis realizados por órganos independientes y que se establezcan las consecuencias en caso de incumplimiento. También deben definir claramente las cláusulas de salvaguardia que permitan desviaciones.

Finalmente, también se consideró que para mejorar la planificación presupuestaria esta debe tomar un horizonte superior a un año, de forma que se internalicen las restricciones presupuestarias en un horizonte más amplio y se obligue a proyectar las distintas partidas de ingresos y gastos, de forma similar a como se efectúa con los Programas de Estabilidad y Convergencia a nivel europeo. Por ello, se impone una planifica-

ción presupuestaria a medio plazo a nivel nacional, que debe tener un horizonte de al menos tres años; los objetivos presupuestarios plurianuales deberán ser expresados en términos de déficit, deuda pública y otros indicadores presupuestarios sintéticos como el gasto; las proyecciones de cada partida importante de gastos e ingresos de las administraciones públicas deben presentarse también basadas en el supuesto de que las políticas no se modifican; así como una descripción de las políticas previstas a medio plazo que tengan repercusiones en las finanzas de las Administraciones Públicas, desglosadas por partidas importantes de gastos e ingresos.

#### IV. EL FISCAL COMPACT

Con posterioridad a la aprobación del *Six Pack*, el 2 de marzo de 2012, los jefes de Estado o de Gobierno de todos los Estados miembros de la Unión Europea, salvo Reino Unido y la República Checa, firmaron el Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza, un pacto intergubernamental conocido como Fiscal Compact (FC), que, en esencia, tiene como objetivo desarrollar y potenciar el PEC, adicionalmente al *Six Pack* y fundamentalmente para el caso de los países de la zona del euro.

El FC incluye dos elementos esenciales. En primer lugar, obliga a trasladar a los ordenamientos jurídicos nacionales, preferiblemente a las Constituciones nacionales, el compromiso de mantener un presupuesto equilibrado a lo largo del ciclo y a introducir un mecanismo automático de corrección de las posibles desviaciones (vertiente preventiva del PEC). En segundo lugar, refuerza adicionalmente el procedimiento aplica-

ble en caso de déficit excesivo (vertiente correctiva del PEC) (25).

#### 1. La obligación de trasladar al ordenamiento jurídico nacional el compromiso de un presupuesto equilibrado y un mecanismo automático de corrección

En el contexto del primer elemento del FC, las partes contratantes se comprometen a incorporar al Derecho nacional una regla presupuestaria que exija que la situación de las administraciones públicas sea de equilibrio o de superávit (26). De esta forma, se puede decir que el FC da una respuesta reforzada a la obligación establecida en el SP de que los Estados miembros dispongan de reglas presupuestarias nacionales numéricas que promuevan el cumplimiento de la normativa europea.

La principal novedad del FC en relación con el marco fiscal preexistente consistiría en que los límites al déficit estructural establecidos a nivel europeo se llevaran a las Constituciones de los países (o regla con rango similar). En este sentido, la literatura económica subraya que un mayor rango legal puede mejorar la efectividad de las reglas, bajo el argumento de que se dificulta su eliminación o modificación según la política del gobierno de turno, dado que esto exige normalmente mayorías parlamentarias más amplias. Además, el rango constitucional le otorga una supremacía sobre el resto de leyes elaboradas por los Parlamentos nacionales, que obliga a que estas deban elaborarse de forma compatible con los límites fiscales incluidos en aquella (27).

Por otra parte, el FC establece que la exigencia de saldo público

en equilibrio o superávit se considera respetada si el saldo estructural anual (28) es coherente con el objetivo nacional específico de medio plazo (MTO), según se define en la vertiente preventiva del PEC, con un límite para el déficit estructural del 0,5 por 100 del PIB (29). Este límite es, por tanto, más estricto que el fijado en el PEC, que establece un déficit estructural máximo del 1 por 100 del PIB para los países de la zona del euro. Sin embargo, en la práctica, la nueva regla de equilibrio presupuestario no es más ambiciosa, ya que todos los países de la zona del euro habían definido un objetivo presupuestario a medio plazo equivalente a un déficit estructural del 0,5 por 100 del PIB o inferior.

Además, en línea también con la vertiente preventiva del PEC reforzado, los avances hacia la consecución del MTO y su observancia serán objeto de una evaluación que analice la evolución del saldo y del gasto público. Como novedad, el FC exige una «convergencia rápida» hacia el MTO, cuya especificación del plazo para lograr dicha convergencia se dejó a la CE. Esta los ha definido sobre la base de las pautas de ajuste definidas en los Programas de Estabilidad de los países presentados en 2013, extendidos hasta el momento en que se pretende alcanzar el objetivo de medio plazo. En concreto, la CE ha establecido que, para los países que actualmente se encuentran bajo Procedimiento de Déficit Excesivo, el ajuste estructural anual debe ser el definido por el Consejo en este procedimiento, hasta que el déficit excesivo se haya corregido. Para los que ya lo hayan corregido pero no hayan alcanzado el objetivo de medio plazo, el ajuste estructural anual será del 0,5 por 100 como regla con alguna dife-

renciación por países, dependiendo de la posición cíclica así como del nivel de deuda pública y riesgos de sostenibilidad, en línea con el PEC. La CE no ha aplicado, por tanto, criterios distintos para la definición de esta convergencia rápida de los que venía aplicando el Consejo o los definidos en el PEC reforzado.

El FC permite desviaciones temporales de los países respecto de su objetivo a medio plazo o de la senda de ajuste hacia dicho objetivo pero solo en circunstancias excepcionales, y siempre que ello no ponga en peligro la sostenibilidad presupuestaria a medio plazo. Estas circunstancias excepcionales se refieren a cualquier acontecimiento inusual que esté fuera del control del país afectado y tenga una gran incidencia en los presupuestos públicos, o a periodos de grave recesión económica en la zona del euro o en la Unión Europea en su conjunto. Esta definición es, por tanto, la misma que la del PEC, aunque en este último sus disposiciones permiten, bajo determinadas condiciones, desviaciones más pronunciadas del objetivo presupuestario a medio plazo o de la senda de ajuste hacia dicho objetivo en caso de aplicarse reformas estructurales importantes o reformas de las pensiones que redunden en beneficio de la sostenibilidad presupuestaria a más largo plazo.

Como elemento novedoso importante, el FC obliga a que se defina en la regla presupuestaria nacional un mecanismo corrector que se activará automáticamente en caso de que se observen desviaciones significativas del objetivo a medio plazo o de la senda de ajuste hacia dicho objetivo. Este mecanismo debe tratar de corregir tales desviaciones. Se encomendó también a la CE la tarea

de proponer principios comunes para una adecuada definición de este mecanismo corrector, que fueron aprobados en junio de 2012. De acuerdo con los principios definidos por la CE (30), el mecanismo corrector deberá también incluirse en la legislación nacional mediante disposiciones que tengan fuerza vinculante y sean de carácter permanente, preferentemente de rango constitucional. Además, el mecanismo corrector deberá respetar la normativa europea, en particular en relación con lo que se conoce como «desviación significativa» o la definición de las cláusulas de salvaguardia, que obligan a su activación. El alcance y el calendario de la corrección estarán establecidos también en normas predefinidas y serán coherentes con las recomendaciones que se dirijan, en su caso, al Estado miembro interesado en el marco del PEC. Al iniciarse la corrección, los Estados miembros adoptarán un plan corrector que será vinculante en los presupuestos posteriores comprendidos en el periodo de corrección y comprenderá la adopción de disposiciones relativas a la coordinación de los ajustes presupuestarios entre todos los subsectores de la Administración Pública, o entre algunos de ellos, en caso de activación. El mecanismo corrector preverá un ritmo mínimo de ajuste estructural una vez retirada la cláusula de salvaguardia, cuyo límite mínimo se corresponderá con el requisito establecido en el PEC.

Asimismo, el FC establece que el mecanismo de corrección automático corrija totalmente el impacto agregado sobre la deuda pública causado por desviaciones anteriores del objetivo presupuestario a medio plazo (incluidas las justificadas por la cláusula de salvaguardia) en un plazo

adecuado. Este mecanismo representa una mejora con respecto a la vertiente preventiva del PEC, que trata de corregir las desviaciones significativas del objetivo presupuestario a medio plazo o de la senda de ajuste hacia la consecución de dicho objetivo, pero no contempla la corrección de los aumentos de la deuda derivados de anteriores desviaciones presupuestarias (31).

En paralelo, se invitó a la CE a proponer principios comunes sobre la función y la independencia de las instituciones responsables de supervisar la observancia de la regla de equilibrio presupuestario en el ámbito nacional. Como se señaló, el SP ya establecía la necesidad de que el seguimiento del cumplimiento de las reglas se efectuara por órganos independientes. De acuerdo con los principios definidos por la CE, esas instituciones llevarán a cabo evaluaciones públicas sobre la existencia de circunstancias que justifiquen la activación del mecanismo corrector, la aplicación de la corrección conforme a las normas y planes nacionales, y la presencia de circunstancias que justifiquen la activación, la prórroga y la retirada de cláusulas de salvaguardia. El Estado miembro afectado deberá seguir las evaluaciones de esos organismos o explicar públicamente por qué no lo hace. Los organismos citados contarán con el respaldo de disposiciones legales nacionales que asegurarán un elevado grado de autonomía funcional, que incluya, en concreto, un régimen jurídico basado en el Derecho; la libertad frente a toda injerencia, en virtud de la cual no aceptarán instrucciones y podrán comunicar públicamente información oportuna; unos procedimientos de nombramiento sobre la base de la experiencia y la competencia; y unos recursos adecuados y un ac-

ceso oportuno a la información para dar cumplimiento al mandato obtenido.

Los elementos anteriores de la regla de equilibrio presupuestario debían incorporarse al Derecho nacional de las partes contratantes en el plazo de un año después de la fecha de entrada en vigor del Tratado de Estabilidad, esto es hasta finales de 2013. Con posterioridad, la CE presentará un informe sobre el cumplimiento de esta obligación de transposición, que en caso de que concluya que una parte contratante ha incurrido en incumplimiento, una o varias de las demás partes contratantes someterán el asunto al Tribunal de Justicia de la Unión Europea (TJUE).

Con independencia del informe de la CE, el FC establece que cualquier parte contratante podrá solicitar al TJUE que verifique el cumplimiento de la obligación de incorporar la regla de equilibrio presupuestario y el mecanismo corrector al ordenamiento jurídico nacional. La sentencia del TJUE es vinculante y el país afectado debe adoptar las medidas necesarias para dar cumplimiento a la sentencia en el plazo establecido; en caso contrario, cualquier otra parte contratante podrá volver a someter el asunto al TJUE, que podrá imponer el pago de una suma a tanto alzado o una multa coercitiva que no excederá del 0,1 por 100 del PIB.

## **2. El reforzamiento del procedimiento aplicable en caso de déficit excesivo establecido del PEC**

En cuanto al reforzamiento del procedimiento aplicable en caso de déficit excesivo establecido en

el PEC (vertiente correctiva), el FC aumenta su automatismo en caso de que un país de la zona del euro incumpla el criterio del déficit. En concreto, los países del euro se comprometen a apoyar las propuestas o recomendaciones de decisión que la CE formule al Consejo en el marco del procedimiento de déficit excesivo, salvo que una mayoría cualificada de este (sin tener en cuenta al Estado miembro afectado) se oponga a la decisión propuesta o recomendada (32).

El FC obliga también a que los países que se encuentran bajo el procedimiento de déficit excesivo presenten programas de colaboración presupuestaria y económica en los que deben incluir una descripción de las reformas estructurales que van a aplicar, con el fin de garantizar una corrección efectiva y duradera del déficit excesivo.

En resumen, el FC ofrece algunas importantes mejoras. En comparación con la vertiente preventiva del PEC, el FC convierte elementos clave de aquel en un tratado intergubernamental que exige la incorporación de dichos elementos a las Constituciones (o equivalente) de los firmantes, lo que puede aumentar el compromiso nacional con las normas fiscales. La definición del objetivo de medio plazo es, además, más estricta en el caso del FC, y las cláusulas de salvaguarda por las que se permiten desviaciones son también más restringidas que en el PEC. Por otra parte, la necesidad de definir en la regla nacional un mecanismo preestablecido de corrección automática en caso de desviaciones con respecto al objetivo de medio plazo debería favorecer el cumplimiento de estos últimos y reducir los incentivos y las posibilidades de aplazar los ajustes a periodos

posteriores. Asimismo, los principios definidos por la CE que deben seguir los países para la creación de las instituciones encargadas de la supervisión de la regla fiscal debe suponer también un mayor grado de efectividad de estas instituciones, que permita una evaluación realmente independiente y favorezca la eficacia de la aplicación de las normas.

En cuanto a la vertiente correctiva del PEC, el mayor grado de automatismo que introduce el pacto presupuestario para los países de la zona del euro que incumplan el criterio del déficit también es un paso en la dirección adecuada que corrige una importante deficiencia de la vertiente correctora del PE, ya que reduce el margen de discrecionalidad política en el marco del procedimiento de déficit excesivo y hace más probable una aplicación estricta de las normas y la imposición de sanciones.

## V. EL TWO PACK

El 30 mayo de 2013 entró en vigor el último de los paquetes de reforma presentados por la CE que completan el marco fiscal europeo, el *Two Pack* (TP). Su objetivo es doble. Por una parte, sobre la base de la reforma del PEC, se pretende reforzar aún más la coordinación y transparencia de las actuaciones de los países de la zona del euro. Por otra parte, el TP constituye el primer intento de trasladar a legislación europea los compromisos del FC (Comisión Europea, 2013).

El TP consiste en dos regulaciones que son aplicables solo a los países de la zona del euro. La

primera regulación otorga a la CE la capacidad para emitir una opinión sobre los presupuestos nacionales antes de que estos se aprueben en el Parlamento nacional, recomienda el establecimiento de instituciones nacionales independientes y endurece la supervisión de los países en déficit excesivo. En cuanto a la segunda, introduce un procedimiento de supervisión reforzada para los países que hayan solicitado asistencia financiera o que presenten inestabilidades que puedan poner en riesgo la estabilidad financiera de la eurozona. A continuación se detalla los tres principales aspectos de la primera de estas regulaciones, que es la que es estrictamente presupuestaria.

### 1. Coordinación de los procesos presupuestarios y valoración de los proyectos presupuestarios de los países de la zona del euro por la CE

Como se señaló con anterioridad, el seguimiento de la política presupuestaria de los países se efectúa bajo el brazo preventivo del PEC en el contexto del semestre europeo, en el que la CE efectúa una valoración en primavera de los planes presupuestarios plurianuales definidos en los Programas de Estabilidad de los países, que incluye también una valoración de los resultados del año previo. El TP introduce un nuevo proceso de valoración *ante* de las políticas fiscales nacionales que obliga a coordinar el momento de presentación y aprobación de los presupuestos nacionales e involucra a la CE en su valoración. El establecimiento de un calendario presupuestario común para los Estados miembros de la zona del euro pretende

contribuir a la eficacia del PEC y el Semestre Europeo, garantizando que las recomendaciones del Consejo y de la CE se integren adecuadamente y a tiempo en el procedimiento presupuestario de los Estados miembros. Recordemos que unas debilidades en la implementación del PEC previo era precisamente que no siempre existía un grado de coordinación suficiente entre el procedimiento europeo del propio PEC y el procedimiento presupuestario de cada uno de los países.

En concreto, el TP establece que los Estados miembros deben hacer públicos, preferentemente antes del 15 de abril y a más tardar el 30 de abril de cada año, sus planes fiscales nacionales a medio plazo, que deberán presentar junto con los programas nacionales de reforma y los programas de estabilidad (33). Con posterioridad, de cara a coordinar la elaboración de los presupuestos de los países, el TP establece que cada año, antes del 15 de octubre, los Estados miembros deberán hacer público el proyecto de presupuesto de la Administración Central para el ejercicio siguiente, junto con los principales parámetros de los proyectos de presupuesto de todos los demás subsectores de las Administraciones Públicas. El presupuesto de la Administración Central deberá aprobarse y hacerse público cada año a más tardar el 31 de diciembre, junto con los principales parámetros presupuestarios actualizados para los demás subsectores de las Administraciones Públicas (34).

El TP obliga, además, a que, antes del 15 de octubre, los Estados miembros presenten a la CE y al Eurogrupo el proyecto de presupuestos para el año siguiente, que tendrá una información mínima que permita su análisis y

deberá ser coherente con las recomendaciones formuladas de acuerdo con el PEC o en el contexto del semestre europeo, del procedimiento relativo a los desequilibrios macroeconómicos y de los dictámenes sobre los programas de asociación económica. Con posterioridad, la CE aprobará antes del 30 de noviembre un dictamen sobre el proyecto de plan presupuestario. En los casos excepcionales en que, tras consultar al Estado miembro interesado en el plazo de una semana a partir de la fecha de presentación del proyecto de presupuestos, la CE constata un incumplimiento especialmente grave de las obligaciones de política presupuestaria establecidas en el PEC, adoptará un dictamen en un plazo de dos semanas a partir de la fecha de presentación del proyecto de plan presupuestario. En su dictamen, la CE solicitará la presentación de un proyecto de presupuestos revisado a la mayor brevedad, a más tardar en un plazo de tres semanas después de la fecha de su dictamen. La solicitud de la CE se justificará y se hará pública. La CE adoptará un nuevo dictamen sobre la base del proyecto de plan presupuestario revisado a la mayor brevedad, a más tardar en un plazo de tres semanas a partir de la fecha de presentación del proyecto de plan presupuestario revisado. El dictamen de la CE se hará público y se presentará al Eurogrupo. A continuación, a petición del Parlamento del Estado miembro afectado o del Parlamento Europeo, la CE presentará su opinión al Parlamento que lo haya solicitado. La medida en que el Estado miembro en cuestión ha tomado en consideración el dictamen de la CE será tenida en cuenta en la valoración de las distintas fases del procedimiento de déficit excesivo (35).

## 2. La creación de los organismos nacionales independientes

El TP establece que los Estados miembros se dotarán de organismos independientes (36) encargados del seguimiento del cumplimiento de las reglas presupuestarias numéricas, incluido el objetivo presupuestario a medio plazo. De esta forma se desarrolla lo mencionado en la Directiva 2011/85/UE del Consejo, de 8 de noviembre de 2011, sobre los requisitos aplicables a los marcos presupuestarios de los Estados miembros y en el FC. El TP desarrolla y especifica aún más el papel y definición de estos organismos.

En particular, estos organismos deberán llevar a cabo evaluaciones públicas en relación con las reglas presupuestarias nacionales, entre otras sobre la existencia de circunstancias que impliquen la activación del mecanismo de corrección cuando se observe una desviación significativa respecto del objetivo a medio plazo o de la trayectoria de ajuste para lograrlo; sobre la aplicación de la corrección presupuestaria conforme a las reglas y los planes nacionales; y sobre la existencia o inexistencia de los acontecimientos que puedan justificar una desviación temporal respecto del objetivo presupuestario a medio plazo o de la trayectoria de ajuste para lograrlo.

El TP obliga, además, a que los planes fiscales nacionales a medio plazo y los proyectos de presupuesto de los países se basen en previsiones macroeconómicas que deberán ser realizadas o avaladas por un organismo independiente. Con esto se obliga a que las instituciones independientes promovidas en el SP y detalladas en el FC incluyan esta

función en su mandato. El objetivo aquí es tratar de evitar de una forma más efectiva los sesgos en las previsiones macroeconómicas y presupuestarias. El hecho de darle la responsabilidad de efectuar esas previsiones macroeconómicas a organismos independientes puede ayudar a lograr ese objetivo, en la medida en que se podrían evitar las motivaciones de carácter político que a menudo se encuentran detrás de esos sesgos. Los países pueden elegir entre que las previsiones macroeconómicas sean realizadas por la institución independiente o que estas simplemente las avalen. Si optan por esto último, y la institución independiente no endosa la previsión macro del gobierno, su rechazo debería llevar a una revisión de la previsión de este último, que tome en cuenta los comentarios de aquellas.

## 3. La mejora de los flujos de información a la CE por parte de los países en procedimiento de déficit excesivo

El TP mejora los flujos de información de los países bajo PDE a la CE con el fin de que esta pueda efectuar un seguimiento más adecuado (37). En concreto, el Estado miembro quedará sujeto a los requisitos de información siguientes. En primer lugar, el Estado miembro que entra en procedimiento de déficit excesivo realizará, a petición de la CE, una evaluación global de la ejecución presupuestaria de las Administraciones Públicas y de sus subsectores a lo largo del ejercicio, así como de los riesgos financieros asociados a sus pasivos contingentes en la medida en que puedan contribuir a la existencia de un déficit excesivo. El resultado de esta evaluación se incluirá en

el informe sobre las acciones efectivas adoptadas para corregir el déficit excesivo. En segundo lugar, con carácter obligatorio, el país que entre en procedimiento de déficit excesivo deberá presentar a la CE y al Consejo un programa de asociación económica en el que describirá las medidas políticas y las reformas estructurales necesarias para lograr una corrección eficaz y duradera del déficit excesivo, que deberán ser coherentes con las recomendaciones del Consejo. El Consejo adoptará, a propuesta de la CE, un dictamen sobre el programa de asociación económica.

Con posterioridad, el Estado miembro actualizará pública y semestralmente a la CE y el Consejo sobre la estrategia fiscal para corregir el déficit excesivo. Y si los países se ponen en un paso del procedimiento superior por no haber cumplido con la estrategia acordada, la frecuencia será trimestral (38).

Asimismo, la CE podrá solicitar al Estado miembro objeto de un procedimiento de déficit excesivo realizar una auditoría independiente y completa de las cuentas públicas de todos los subsectores de las Administraciones Públicas, con el fin de evaluar la fiabilidad, la integridad y la exactitud de dichas cuentas.

Con toda esta información, en caso de riesgo de incumplimiento del plazo para la corrección del déficit excesivo, la CE podrá dirigir directamente una recomendación al Estado miembro de adoptar nuevas medidas. Además, como en el caso de la opinión de la CE sobre los presupuestos, en esta recomendación directa de la CE la respuesta del Gobierno será un factor a tener en cuenta a la hora de de-

cidir si se avanza en el procedimiento de déficit excesivo.

Finalmente, el TP obliga al intercambio de información de los planes de emisión de deuda pública de los países. En concreto, obliga a que se informe *ex ante* a la CE y al Eurogrupo de los planes nacionales de emisión, con una forma y contenido que deberán ser armonizados y establecidos por la CE en cooperación con los Estados miembros (39). En concreto, se han establecido obligaciones de informar sobre los planes de emisión anuales y trimestrales de la Administración Central con desagregación entre corto y largo plazo, que será completada con información general sobre las necesidades de financiación.

## VI. CONCLUSIONES

La crisis de deuda soberana en la zona del euro de los últimos años es el resultado de un conjunto de factores diversos. Entre ellos se encuentran algunas carencias en el diseño original de la gobernanza de la eurozona, en particular la debilidad en la implementación del PEC, la ausencia de coordinación de políticas económicas entre los países y de mecanismos de gestión de crisis, y la presencia de una asimetría entre la existencia de una política monetaria única y una supervisión bancaria a nivel nacional. Todas estas debilidades han sido afrontadas con la reforma del PEC y sus extensiones del Fiscal Compact y el *Two Pact*, la creación del procedimiento de desequilibrios excesivos, el MEDE y la unión bancaria, lo que debe resultar en un mejor funcionamiento de la Unión Monetaria en el futuro.

En el caso de la mejora de la gobernanza fiscal, que se analiza

en este artículo, la reforma incorpora indudables avances en relación con la situación previa, al reforzar el brazo preventivo del Pacto con el establecimiento de un límite al gasto público, cuyo crecimiento no podrá superar el crecimiento del PIB a medio plazo, y la introducción de una mayor coordinación en los procesos presupuestarios de los países, que contarán además con una evaluación *ex ante* de la CE. Además, en el brazo correctivo, se concede una mayor relevancia al criterio de la deuda a lo largo de todo el proceso de supervisión fiscal, que es la variable relevante para la sostenibilidad fiscal y se concede a la CE mayor capacidad de requerir información a los países miembros bajo procedimiento de déficit excesivo. Por otro lado, se refuerza el sistema de sanciones, que se aplicarán en una fase más temprana del proceso y de una forma más automática. Asimismo, se obliga a la reforma de los marcos fiscales nacionales, que deben trasladar a legislación nacional las obligaciones adquiridas a nivel europeo, incluida la necesidad de contar con un mecanismo de corrección automático en caso de desviaciones, el establecimiento de programas presupuestarios plurianuales y la mejora de la calidad y la disponibilidad de las estadísticas fiscales. Finalmente, debe destacarse que el nuevo marco de gobernanza fiscal introduce un nuevo actor en el proceso presupuestario de los países miembros, las autoridades fiscales independientes, que deben llevar a cabo evaluaciones públicas en relación con la implementación de las reglas presupuestarias nacionales, incluidas las proyecciones macroeconómicas que sirven de base a las proyecciones fiscales, evaluaciones que deberán ser atendidas (o explicar la razón de la discrepancia) por los Estados miembros.

En su conjunto, se puede afirmar que la reforma se hace eco de la literatura económica más reciente, que enfatiza que es el diseño y no solo la mera existencia de las reglas fiscales lo que condiciona su efectividad, de forma que aspectos tales como su definición, los mecanismos de control y aplicación o el procedimiento de corrección en caso de desviaciones resultan cruciales para alcanzar los objetivos (Bohn e Inman, 1996; Ayuso-i-Casals *et al.*, 2009).

Sin embargo, no pueden obviarse algunas debilidades potenciales del nuevo marco de gobernanza. En primer lugar, este es ahora más complejo si cabe que el existente con anterioridad, lo que podría reducir su transparencia y aplicabilidad y dificultar la rendición de cuentas. En segundo lugar, aunque se ha logrado un mayor automatismo en la aplicación de los procedimientos, el margen de discrecionalidad sigue siendo elevado, por lo que sus resultados dependerán de si se utiliza este margen con laxitud tanto por el Consejo como por la CE, que ha visto reforzada su posición. En tercer lugar, en cuanto al desarrollo de los marcos presupuestarios, incluida la creación de las autoridades independientes, las directrices a veces son vagas, por lo que, de nuevo, el grado de discrecionalidad en su transposición por parte de los países es elevado. Su efectividad dependerá, por tanto, de una aplicación estricta, en este caso por parte de las autoridades nacionales.

Pero las mayores dudas sobre la efectividad de este nuevo marco tienen que ver con su suficiencia, en particular dado que el contexto macroeconómico en el que se ha iniciado su aplicación inicial es especialmente complejo. En primer lugar, el nuevo

marco no afronta el problema de los pasivos ya existentes. Los niveles de deuda pública en algunos países son muy elevados y en un contexto de tipos de interés de la deuda pública elevados y de crecimiento económico reducido puede resultar muy difícil quebrar su dinámica creciente primero y reducirlos con posterioridad, a pesar de que los avances en la consolidación presupuestaria han sido ya significativos. En segundo lugar, la nueva gobernanza fiscal se encuentra alejada de una verdadera unión fiscal, dado que no cuenta con un presupuesto común europeo suficientemente potente que permita suavizar el impacto económico de perturbaciones que afecten solo a uno o unos pocos países ni con emisiones conjuntas de deuda compartida que ayuden a mitigar la vulnerabilidad de las emisiones individuales ante procesos de pérdida de confianza como los experimentados a lo largo de la crisis. Afrontar estas cuestiones exigirá, en todo caso, resolver las dudas que surgen en relación con los efectos que se derivarían de una decisión de compartir riesgos de una forma expresa en el seno de la Unión Monetaria sobre el debilitamiento de los incentivos a llevar a cabo políticas fiscales disciplinadas, lo que podría incluir la introducción de nuevos elementos de disciplina o incluso la posibilidad de pérdida de soberanía en casos extremos.

#### NOTAS

(1) Reglamentos n.º 1174/2011 y n.º 1176/2011, publicados en el Diario Oficial de la Unión Europea L 306, de 23 de noviembre de 2011.

(2) En concreto, los artículos 121 y 126 son la base legal del PEC. El artículo 121 define el brazo preventivo mientras que el 126 lo hace del correctivo. El Protocolo número 12 sobre el Procedimiento de Déficit Excesivo (anexo al tratado) define los valores de referencia del 3 por 100 de déficit y el 60 por 100 del PIB de deuda pública.

(3) Regulaciones del Consejo 1466/97 y 1055/2005.

(4) La eliminación de estos factores temporales o excepcionales es importante para que realmente se mida la posición real subyacente, dado que, por definición, el efecto sobre el déficit de estos factores desaparece con el tiempo.

(5) Véase DENIS *et al.* (2006).

(6) Para cada Estado miembro, este margen de seguridad se calcula como un déficit estructural máximo que se puede alcanzar y que depende de la volatilidad pasada del PIB y de la sensibilidad del déficit a las fluctuaciones del PIB. Obviamente, cuanto mayor haya sido la volatilidad del PIB en el pasado o mayor sea la sensibilidad estimada del déficit al ciclo económico, menor será el déficit permitido.

(7) Esto hace que el MTO de cada país dependa también del nivel de deuda sobre el PIB inicial y del impacto estimado del envejecimiento de las finanzas públicas en el largo plazo. De nuevo, cuanto mayor sean estas dos variables, mayor será el saldo público estructural exigido.

(8) Además, deben considerarse también las necesidades de inversión pública.

(9) A la hora de definir el camino de ajuste al objetivo presupuestario a medio plazo para los países que todavía no hayan alcanzado ese objetivo, así como al permitir una desviación temporal respecto de dicho objetivo para los países que ya lo hayan alcanzado, el PEC establece que se deben tener en cuenta las reformas estructurales que tengan efectos directos de ahorro a largo plazo, entre otras cosas incrementando el potencial de crecimiento, y que tengan por lo tanto una repercusión comprobable en la sostenibilidad a largo plazo de las finanzas públicas. Además, deberá prestarse especial atención a las reformas de las pensiones mediante la introducción de un sistema multipilares que incluya un pilar obligatorio totalmente financiado, ya que dichas reformas conllevan un deterioro a corto plazo de las finanzas públicas durante el periodo de aplicación.

(10) Regulaciones del Consejo 1467/97 y 1056/2005.

(11) Entre estos «factores pertinentes» se incluye la situación económica y presupuestaria a medio plazo del Estado miembro, además de otros factores aportados por los países. Al valorar si un déficit superior al 3 por 100 del PIB es un déficit excesivo, los factores pertinentes solo se considerarán si el déficit público se mantiene próximo al valor de referencia y el exceso con respecto a dicho valor es temporal. Para los Estados miembros cuyo déficit supere el valor de referencia del 3 por 100 del PIB pero se sitúe próximo a este valor, la Comisión y el Consejo ECOFIN también tomarán en consideración el coste de la reforma de las pensiones introduciendo un sistema multipilares que incluya un pilar obligatorio totalmente financiado.

(12) En la reforma de 2005 se estableció también que en la recomendación el Consejo pedirá que el Estado miembro logre una mejora anual mínima equivalente al 0,5 por 100 del PIB, como regla general, del saldo estructural, siendo una medida de carácter temporal, con el fin de garantizar la corrección del déficit excesivo dentro del plazo establecido en la recomendación.

(13) KEMPKE (2012) encuentra evidencia de que existe un sesgo significativo que hace que las brechas de producción estimadas en tiempo real sean más negativas que las estimadas con datos finales, lo cual implica que la utilización de las brechas de producción estimadas en tiempo real habría permitido a los gobiernos registrar déficits públicos más elevados que los que se habrían derivado de una estimación basada en el uso de los datos finales. Los resultados muestran también que el origen de estos sesgos se debería, sobre todo, a los errores sistemáticos en las proyecciones macroeconómicas y no tanto al método de estimación del producto potencial.

(14) El gasto público se define excluyendo la carga de intereses, dado que no se encuentra bajo control del Gobierno en el corto plazo, y el gasto en prestaciones por desempleo no discrecional, para permitir que este varíe con el ciclo económico. También se excluyen los gastos de programas de la Unión que se compensen totalmente con los ingresos de los fondos de la Unión. Asimismo, dada la variabilidad de la inversión pública, esta partida de gasto se incluye pero ajustada como una media de ese gasto en cuatro años.

(15) La referencia del PIB potencial de medio plazo se calcula como una media de las estimaciones de los cinco años previos junto con la correspondiente al año objeto de análisis y las proyecciones para los cuatro años siguientes.

(16) Obviamente, si el país ya ha alcanzado el MTO, el crecimiento del gasto no podrá superar el del PIB tendencial, mientras que si no se ha alcanzado el MTO, el crecimiento del gasto deberá ser inferior al del PIB de medio plazo (en la cuantía suficiente para garantizar que se aproxima el déficit estructural al MTO en al menos un 0,5 por 100 anual).

(17) Véase Código de Conducta «Specifications on the implementation of the Stability and Growth Pact and guidelines on the format and content of stability and convergence programmes», de 3 de septiembre de 2012.

(18) Para permitir una desviación temporal del objetivo presupuestario a medio plazo o de la trayectoria de ajuste hacia él debe tenerse en cuenta, asimismo, si están poniéndose en práctica reformas estructurales de gran calado, y cerciorarse de que se mantenga un margen de seguridad con respecto al valor de referencia del déficit. En este contexto debe prestarse especial atención a las reformas de los sistemas de pensiones, en los que la desviación debe reflejar el aumento directo del coste de desviar las contribuciones del pilar administrado por el Estado al pilar de capitalización total.

(19) La reforma también amplía el conjunto de «factores pertinentes» que deben tenerse en cuenta para la apertura del procedimiento (véase nota 11). En particular, se tendrá en cuenta la evolución de la situación económica a medio plazo (potencial de crecimiento, la evolución cíclica y la situación del ahorro neto del sector privado), de la situación presupuestaria a medio plazo (el ajuste alcanzado respecto del objetivo presupuestario a medio plazo, el nivel del saldo primario y la evolución del gasto primario, tanto los gastos corrientes como de capital, la aplicación de políticas en el contexto de la prevención y corrección de desequilibrios macroeconómicos excesivos, la aplicación de políticas en el contexto de la estrategia común de la Unión en favor del crecimiento y la calidad global de las finanzas públicas, concretamente la eficacia de los marcos presupuestarios nacionales) y de la deuda pública a medio plazo, en término de dinámica y sostenibilidad (los factores de riesgo, incluida la estructura de vencimiento de la deuda y las monedas en que esté denominada, el ajuste entre flujos y fondos y su composición, las reservas acumuladas y otros activos financieros; las garantías, especialmente las ligadas al sector financiero, y todos los pasivos implícitos relacionados con el envejecimiento de la población, y la deuda privada, en la medida en que pueda representar un pasivo implícito contingente para el sector público). También se prestará consideración a cualquier otro factor aportado por Estado miembro y a las contribuciones financieras dirigidas a reforzar la solidaridad internacional y a alcanzar los objetivos de las políticas de la Unión; a la deuda generada en forma de apoyo bilateral o multilateral entre Estados miembros en el contexto de la salvaguardia de la estabilidad financiera, y a la deuda relacionada con las operaciones de estabilización financiera durante las perturbaciones financieras importantes. Finalmente, se tendrá en cuenta la aplicación de reformas de las pensiones que instauran un sistema multipilar. Por otra parte, se establece que los «factores pertinentes» no juegan el mismo papel si lo que se juzga es el criterio de déficit o de deuda. En el segundo caso, los factores pertinentes se tienen siempre en cuenta. Sin embargo, cuando se juzga el criterio de déficit, la reforma del SP introdujo una distinción entre países con una deuda por encima o por debajo del 60 por 100. Si la deuda está por debajo del 60 por 100, entonces siempre han de ser tenidos en cuenta. Pero si se rebasa, estos factores solo se tendrán en cuenta si se cumple que el déficit público general se mantenga cercano al valor de referencia y que la superación de dicho valor tenga carácter temporal.

(20) En particular, se introducen las modificaciones siguientes. En primer lugar, para abrogar el procedimiento de déficit excesivo, el Código de Conducta exige que esta se base en datos observados y solo ocurra si las previsiones de la Comisión indican que el déficit no superará el 3 por 100 del PIB sobre el horizonte de proyección, además de que en el año previo se haya reducido por debajo del 3 por 100 o se haya situado cerca del 3 por 100, pero este se ha reducido de forma continua y

sustancial y el exceso se explica por la aplicación de reformas de las pensiones multipilar. En segundo lugar, las recomendaciones tras la apertura del procedimiento incluirán también objetivos nominales, que deben ser consistentes con la reducción estructural que se haya establecido, y que debe ser como mínimo del 0,5 por 100 del PIB como regla. En tercer lugar, los países bajo procedimiento de déficit excesivo deben preparar un informe de acción efectiva en respuesta a las recomendaciones del Consejo.

(21) En concreto, la valoración de la Comisión sobre acción efectiva se efectúa sobre la base de la comparación de tres variables: el esfuerzo recomendado (R); el esfuerzo fiscal aparente (S) medido por el cambio en saldo estructural; el saldo estructural ajustado ( $S^*$ ), en el que el ajuste tiene en cuenta el impacto de las revisiones en el crecimiento del *output* potencial en relación con el que se asumió cuando se hizo la recomendación, el impacto de la composición del crecimiento económico o de otros aspectos sobre la aparición de ingresos mayores o menores de los esperados y el impacto de acontecimientos inesperados sobre saldo público. Si el esfuerzo realizado, medido por S y  $S^*$ , se encuentra en línea con el recomendado, la conclusión es que se ha tomado acción efectiva; si  $S^*$  indica un esfuerzo menor que el recomendado se concluye que no hay acción efectiva. Si S está por debajo del esfuerzo recomendado pero  $S^*$  indica que el esfuerzo está en línea con el recomendado, entonces se interpreta como que hay evidencia de que algunos acontecimientos económicos han tenido efectos sobre la política presupuestaria.

(22) En particular, en el gasto se efectúa un análisis de arriba hacia abajo (*top down approach*) medido como la diferencia entre el crecimiento del gasto y el crecimiento potencial de la economía. En los ingresos se realiza, por el contrario, un análisis de abajo hacia arriba (*bottom-up approach*). Solo si este último también muestra que el esfuerzo fiscal es menor que el requerido, se diagnostica que no ha habido acción efectiva.

(23) Directiva 2011/85/EU.

(24) O la cifra equivalente de la contabilidad pública cuando no se disponga de dichos datos.

(25) El FC también incluye disposiciones para reforzar la coordinación de las políticas económicas y mejorar la transparencia y la rendición de cuentas en relación con la gobernanza de la zona del euro.

(26) Por otra parte, la referencia numérica para la reducción de la deuda pública que exceda del valor de referencia del 60 por 100 del PIB, como está previsto en la vertiente correctora del PEC reforzado, también queda recogida en el FC. Además, este exige informar con antelación de los planes de emisión de deuda pública a la Comisión y al Consejo, con el fin de facilitar una mejor coordinación de la financiación de la deuda entre las partes contratantes y contribuir a aumentar la trans-

parencia de las estrategias de gestión de la deuda de los gobiernos.

(27) La evidencia empírica disponible sobre esta cuestión es escasa y no suficientemente concluyente, dado que son muy pocos los países que han incorporado su regla fiscal en la Constitución. Para la Unión Europea, LARA y WOLFF (2010) encuentran que cuanto mayor es el rango de la legislación en el que se establecen los límites fiscales, mayor es su efectividad, mientras que para Estados Unidos, en cambio, no parece que la incorporación a la Constitución en algunos estados haya generado efectos significativos en términos de disciplina presupuestaria (HOU y SMITH, 2010). La evidencia para Estados Unidos es, en principio, más sólida que la disponible para la Unión Europea, ya que se basa en periodos largos de tiempo (1978-2004) en los que hay más observaciones con reglas fiscales incorporadas en la Constitución de los estados federados.

(28) Como en el PEC, el saldo estructural se define en términos del saldo anual ajustado de ciclo, una vez excluidas las medidas puntuales y las de carácter temporal.

(29) Se permitirá un déficit estructural máximo del 1 por 100 solo si la ratio de deuda pública en relación con el PIB es considerablemente inferior al 60 por 100 y los riesgos para la sostenibilidad a largo plazo de las finanzas públicas son bajos.

(30) Véase COM (2012) 342 final.

(31) No obstante, se podría argumentar que en el PEC, en el caso de países con una deuda pública por encima del 60 por 100 del PIB, la referencia numérica de reducción de la ratio de deuda con respecto al valor de referencia que se concretó en el *Six Pack* trata también de lograr la corrección de anteriores desviaciones presupuestarias.

(32) Sin embargo, no se empleará el procedimiento de votación por mayoría cualificada inversa tras el incumplimiento del criterio de la deuda por parte de un país de la zona del euro. En tales casos, continuará aplicándose el procedimiento de decisión establecido en el artículo 126 del tratado, esto es, la adopción por una mayoría cualificada de los Estados miembros de la zona del euro, excluido el país en cuestión. Por otra parte, el procedimiento de déficit excesivo no resulta afectado en el caso de los Estados miembros no pertenecientes a la eurozona.

(33) De hecho, el programa de medio plazo y el Programa de Estabilidad pueden ser el mismo documento.

(34) Los Estados miembros adoptarán procedimientos para la revisión del presupuesto que deberán aplicar si, por razones objeti-

vas más allá del control del gobierno, el presupuesto no se adopta o se decide y se hace público antes del 31 de diciembre.

(35) La CE debe realizar también una evaluación global de la situación presupuestaria y de las perspectivas de la zona del euro en su conjunto basándose en las perspectivas presupuestarias nacionales y su interacción en el área, a la luz de las previsiones económicas más recientes de la CE. La evaluación global incluirá análisis de sensibilidad que den una indicación de los riesgos para la sostenibilidad de las finanzas públicas en caso de una evolución económica, financiera o presupuestaria adversa. Asimismo, si procede, esbozará medidas destinadas a reforzar la coordinación de las políticas presupuestarias y macroeconómicas en la zona del euro. Dicha evaluación global se hará pública y se tendrá en cuenta en las orientaciones generales anuales que la CE dirige a los Estados miembros.

(36) Por «organismos independientes» se entienden organismos estructuralmente independientes u organismos dotados de autonomía funcional con respecto a las autoridades presupuestarias del Estado miembro, que cumplan con una serie de requisitos que, en esencia, son los principios definidos por la CE en el contexto del Fiscal Compact.

(37) Hasta el TP, los países del área del euro solo enviaban a la CE su estrategia fiscal para corregir el déficit excesivo unos meses después de abrirse el procedimiento, pero, una vez valorados positivamente, se dejaba a los países aplicar esa estrategia casi hasta que se cumplía la fecha que se había fijado para su corrección. La CE hacía el seguimiento pero solo sobre la base de las notificaciones bianuales y sus propias previsiones.

(38) En estos informes de actualización el país miembro deberá describir los efectos presupuestarios de las medidas discrecionales tomadas tanto en materia de gastos como de ingresos y de los objetivos de gastos e ingresos, en lo que respecta a las Administraciones Públicas y sus subsectores, así como las medidas previstas para alcanzar los objetivos.

(39) Este es, de nuevo, uno de los elementos del FC que se ha encargado de trasladar a legislación europea el TP.

## BIBLIOGRAFÍA

AYUSO-I-CASALS, J.; GONZÁLEZ HERNÁNDEZ, D.; MOULIN, L., y TURRINI, A. (2009), «Beyond the SGP: Features and effects of EU national fiscal rules», en J. AYUSO-I-CASALS, S. DEROOSE, E. FLORES y L. MOULIN (Eds.), *Policy instruments for sound fiscal policies. Fiscal rules and institutions*, Palgrave Macmillan, pp. 204-220.

BANCO DE ESPAÑA (2011), *Informe Anual*, recuadro 2.1, «Los límites al gasto público como mecanismo de disciplina presupuestaria».

— (2013), *Informe Anual*, capítulo 2, «La crisis del área del euro».

BCE (2011), «La reforma de la gobernanza económica de la zona del euro: elementos esenciales», *Boletín Económico*, marzo.

BOHN, H., e INMAN, P. (1996), «Balanced budget rules and public deficit: Evidence from the US States», *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 45(1): 13-76.

CABALLERO, J.C.; GARCÍA PEREA, P., y GORDO, E. (2011), «La reforma de la gobernanza económica en la UEM», *Boletín Económico*, enero. Banco de España.

COMISIÓN EUROPEA (2012), «Public finances in EMU – 2012», *European Economy*, n.º 4/2012.

— (2013), «Public finances in EMU – 2012», *European Economy*, n.º 4/2013.

DENIS, C.; GRENOUILLEAU, D.; MC MORROW, K. y RÖGER, W. (2006), «Calculating potential growth rates and output gaps. A revised production function approach», *Economic Papers*, 247, marzo. Comisión Europea.

DEBRUN, X.; MOULIN, L.; TURRINI, A.; AYUSO-I-CASALS, J., y KUMAR, M.S. (2008), «Tied to the mast? The role of national fiscal rules in the European Union», *Economic Policy*, 23: 297-362.

FMI (2009), *Fiscal rules – Anchoring expectations for sustainable public finances*, diciembre, Fiscal Affairs Department.

HOU, Y., y SMITH, D.L. (2010), «Do state balanced budget requirements matter? Testing two explanatory frameworks», *Public Choice*, 145: 57-79.

LARA, A., y WOLFF, G. (2010), «Rules and risk in the Eurozone: does rules-based national fiscal governance contain sovereign bond spreads?», *European Economy – Economic Papers*, 433. Comisión Europea.

KEMPKE, G. (2012), «Cyclical adjustment in fiscal rules: some evidence on real-time bias for EU-15 countries». Discussion Paper n.º 15. Deutsche Bundesbank.

LIUNGMAN, G. (2008), «Expenditure Ceilings = A Survey». IMF Working Paper n.º 282.

MATEA, M.LL. (2012), «Nuevo marco de vigilancia de los desequilibrios macroeconómicos de la UE», *Boletín Económico*, marzo. Banco de España.



---

COLABORACIONES

**III.**  
**COMPETENCIA Y ARMONIZACIÓN  
FISCAL A PROPÓSITO  
DE LA UNIÓN EUROPEA**

## Resumen

La competencia fiscal, especialmente en lo relacionado con el impuesto sobre sociedades, es un tema muy debatido en la Unión Europea. Desde los trabajos seminales de Zodrow y Mieszkowski (1986) y Wilson (1986) se ha desarrollado una numerosa literatura teórica y empírica sobre este tema. La idea básica inicial era que el capital se mueve desde los países con mayores tipos impositivos a las empresas hacia los países con menores tipos, limitando la capacidad de los gobiernos para gravar el capital y reduciendo sus ingresos fiscales. Investigaciones posteriores amplían el modelo básico incorporando aspectos relevantes que reflejan mejor la realidad. Estos estudios han llegado a conclusiones que o bien son completamente diferentes o bien añaden importantes precisiones a los resultados previos. La cuestión principal de estas nuevas conclusiones es que la competencia fiscal no tiene por qué ser tan perjudicial como se había descrito. En el artículo revisamos la literatura teórica existente sobre la competencia fiscal y tratamos de identificar qué lecciones se pueden aprender para su uso por los responsables políticos de la UE.

*Palabras clave:* Unión Europea, competencia fiscal, coordinación fiscal, armonización fiscal, fiscalidad del capital, inversión extranjera directa.

## Abstract

Tax policy, especially corporate taxation is a hotly debated issue in European Union. Starting with the seminal works of Zodrow and Mieszkowski (1986) and Wilson (1986) a substantial theoretical and empirical literature has developed. The basic idea of the early literature was that internationally mobile capital moves from countries with higher rates of corporate taxation to lower rate countries. This limits the ability of the governments to tax capital and tend to reduce the tax revenue. Subsequent research has extended the basic model by incorporating several important qualifications to better reflect the real world. These studies have reached conclusions which are either starkly different from the early literature or have added important qualification to those. The principle theme of these new conclusions is that tax competition need not be as harmful as portrayed earlier. In the article we survey the extant theoretical literature on tax competition and try to understand what lessons EU policy makers can learn from it.

*Key words:* European Union, tax competition, tax coordination, tax harmonization, capital taxation, foreign direct investment.

*JEL classification:* E61, E62, F23, H25, H32.

# COMPETENCIA FISCAL VERSUS ARMONIZACIÓN FISCAL: UNA REVISIÓN DE LOS ARGUMENTOS

Krishanu KARMAKAR  
Jorge MARTÍNEZ-VÁZQUEZ

*Georgia State University*

## I. INTRODUCCIÓN

CADA vez son más numerosas las voces influyentes dentro de la Unión Europea (UE) que abogan por una mejor coordinación y cooperación entre los Estados miembros en aquellos ámbitos de la política fiscal que trascienden los límites de la plena armonización del IVA (1). El Pacto Fiscal que entró en vigor a comienzos de 2013 es la última de las medidas adoptadas con el objetivo más o menos explícito de conseguir una armonización fiscal de mayor rango dentro de la UE. Los principales argumentos en favor de la armonización fiscal se derivan de la necesidad de abordar la movilidad del capital entre las fronteras nacionales y del problema concomitante que plantea «la dificultad para atraer y para gravar el capital».

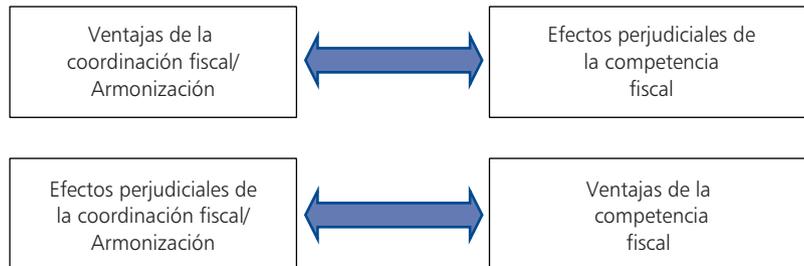
Las presiones políticas de carácter institucional en favor de la armonización de las políticas tributarias superan las fronteras de la UE. La OCDE lanzó en la década de los noventa su iniciativa sobre «competencia tributaria perjudicial», dentro de la cual se enmarcaba la lista de prácticas impositivas perjudiciales que preparó el Centro de Política Tributaria de esta misma institución. A su vez, la ONU ha hecho un llamamiento en favor de una Organización Tributaria Internacional que ponga coto a la competencia tributaria a escala mundial (Han *et al.*, 2013). En el continente africano, la Unión

Económica y Monetaria de África Occidental ha intentado establecer una estructura impositiva común con la que ha obtenido resultados heterogéneos desde comienzos de los noventa (Mansour y Rota-Graziosi, 2013).

El objetivo de este artículo es analizar los argumentos teóricos —en favor y en contra— que han ido apareciendo en la literatura sobre competencia *versus* coordinación tributaria (2). Los estudios económicos sobre competencia y armonización tributaria se han desarrollado en contextos muy distintos. Los primeros están muy relacionados con los problemas del federalismo fiscal a nivel subnacional en Estados Unidos y Canadá; por el contrario, en el seno de la Unión Europea, las políticas de armonización tributaria han cobrado mayor relevancia en el ámbito nacional. Pese a todo, los argumentos en favor y en contra de la competencia y de la armonización tributaria tienen relevancia tanto a nivel subnacional como transnacional.

Como comprobaremos más adelante, el debate sobre competencia *versus* armonización tributaria es muy complejo y no se vislumbra de momento una solución viable, en gran medida porque, tal y como ilustra el gráfico 1 y pese a ser muy amplia la literatura sobre la materia, los argumentos que pretenden demostrar que la competencia fiscal es perjudicial a menudo coinciden con los que parecen indicar que

GRÁFICO 1  
CORRESPONDENCIA DE LOS EFECTOS DE LAS DOS POLÍTICAS



la armonización fiscal es beneficiosa, y a la inversa. Hemos recurrido a estas correspondencias recíprocas para dar forma al análisis que presentamos en este artículo.

El resto del contenido se organiza de la manera siguiente. En la sección II hacemos un breve análisis de las definiciones de la competencia y la cooperación fiscales que encontramos en la literatura disponible; en este mismo apartado ofrecemos algunos datos históricos de carácter institucional que arrojan algo de luz sobre las dificultades que habrá de afrontar la armonización dentro de la UE. En la sección III examinamos los argumentos que explican por qué la competencia fiscal puede ser perjudicial y que permiten, a su vez, abogar por la armonización fiscal. En la sección IV nos ocupamos de los argumentos que se centran en las ventajas de la competencia fiscal y que, por tanto, demuestran que la armonización fiscal no es un objetivo deseable. En la sección V presentamos nuestras conclusiones.

## II. DEFINICIONES Y DESCRIPCIÓN DEL CONTEXTO

En la competencia fiscal intervienen dos o más países (o juris-

dicciones subnacionales) que eligen sus políticas fiscales (en particular, los tipos impositivos aplicables a determinadas bases imponibles móviles) de modo independiente o no cooperativo, hecho este que incide en la cuantía de las bases imponibles (móviles) a las que tienen acceso cada uno de ellos (Wilson, 1999; Wilson y Wildasin 2004; Rohac 2006). Se da por supuesto que los efectos colaterales son el resultado de la movilidad de los *inputs* (capital) que se retiran de una jurisdicción con impuestos más altos para introducirlos en otra jurisdicción con impuestos más bajos, sin que se produzca ningún otro cambio. Como veremos más adelante, en la literatura clásica sobre competencia fiscal se parte del supuesto de que todos los países o jurisdicciones son idénticos, por lo que todos ellos fijan un impuesto sobre el capital móvil «demasiado bajo». El tipo impositivo más bajo trae consigo un menor gasto público, lo que a su vez debería tener como resultado un menor bienestar social.

La armonización fiscal es el conjunto de normas (tales como las bases imponibles uniformes, los tipos mínimos o la introducción de tipos impositivos uniformes) que se adoptan de forma

coordinada con el fin de intentar reducir o eliminar los efectos de la competencia fiscal (3). Además de un acuerdo sobre las bases imponibles o sobre los tipos impositivos, la armonización fiscal en su versión más extrema puede implicar la cesión de los poderes independientes de fijación de los impuestos a una autoridad supranacional.

Es evidente que una de las principales diferencias entre la competencia fiscal y la armonización fiscal radica en los resultados que producen una y otra, pero es todavía mayor la diferencia que se deriva de la naturaleza misma de los procesos que las generan. La competencia es el estado natural de las cosas y no requiere ninguna medida, mientras que la armonización requiere esfuerzos importantes de cooperación y coordinación. Por ello, esta última es mucho más difícil de conseguir.

Pero aun así la armonización sigue siendo posible. Los procesos de armonización fiscal y monetaria en la UE nos permiten también comprobar que hay diferentes grados de dificultad. La idea de una armonización de las políticas públicas en el continente europeo es un sueño con varios siglos de antigüedad. No obstante, no fue sino después de la Segunda Guerra Mundial cuando, en una Europa liberada de conflictos, pudieron ver la luz las Comunidades Europeas. Más recientemente, la Unión Monetaria ha sido interpretada por algunos como el prelude de la armonización fiscal en la UE. Pero la plena armonización de las políticas monetarias se asentaba en una fundamentación muy atractiva, no siendo este probablemente el caso de la plena armonización fiscal. En particular, los bancos nacionales individuales, que soportan las presiones de los

gobiernos nacionales, podían acomodarse a las políticas fiscales de sus respectivos gobiernos, lo que podía dar lugar a diferentes tasas de inflación y a unos tipos de cambio inestables para las monedas nacionales; así fue como terminamos asistiendo al colapso del Mecanismo de Tipos de Cambio del SME en 1992. El Instituto Monetario Europeo fundado en 1994 se convirtió en el Banco Central Europeo en 1999. La creación del BCE preparó el terreno para la armonización en el ámbito de la Política Monetaria. El Tratado de Maastricht encomendó al BCE la misión específica de mantener la estabilidad de los precios y creó, al mismo tiempo, una frontera sin precedentes entre las esferas fiscal y monetaria (Beetsma, 1998; Goodhart, 1998).

El esfuerzo de armonización de las políticas fiscales dentro de la UE no se ha sustentado en argumentación tan atractiva. Mientras que han sido muchos los esfuerzos que se han hecho a lo largo del tiempo para avanzar por el camino de la armonización, en términos de imposición indirecta (IVA, impuestos especiales y aranceles) a través de las directivas UE y de las resoluciones del Tribunal de Justicia Europeo (TJUE) (Genser, 2003; García López *et al.*, 2013), sin embargo, a juzgar por las apariencias, ha sido muy escasa la cooperación en términos de imposición directa, sobre todo en lo que respecta al impuesto sobre sociedades. Los diferentes tipos impositivos del impuesto sobre sociedades que se aplican en los Estados miembros de la Unión Europea han sido a la vez la manzana de la discordia y la fuerza motriz que subyace detrás de los argumentos en favor de una armonización fiscal más perfecta dentro de la UE. En este momento sigue exis-

tiendo una gran divergencia entre los tipos impositivos del impuesto sobre sociedades, con unos tipos por encima o cerca del 30 por 100 en países como Francia y Alemania, y otros países como Irlanda con tipos que llegan a niveles tan bajos como el 10-12 por 100. Estas diferencias y, en especial, los tipos bajos son contrarios a las recomendaciones del Comité Ruding, que en 1992 propuso, entre otras cosas, un tipo mínimo común del 30 por 100 para toda la UE (Keen, 2012).

Uno de los obstáculos en el ámbito de la armonización de las políticas fiscales ha sido la ausencia de mecanismos que garanticen el cumplimiento de las normas. Por ejemplo, cuando Francia y Alemania infringieron a comienzos del año 2000 las cláusulas del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, el Consejo de Ministros votó por no imponer sanciones (en este contexto, no puede omitirse el hecho de que Francia y Alemania sean dos de las economías más importantes de la UE), creando así un precedente negativo (Feldstein, 2012). Tampoco se ha llegado a un acuerdo en lo sustancial. Además de la armonización casi plena en materia de imposición indirecta, otros logros en el campo de la armonización podrían adoptar la forma de una base imponible común para el impuesto sobre sociedades y/o el establecimiento de un tipo impositivo mínimo. Los esfuerzos de armonización también se han cuestionado porque es muy probable que de ellos se deriven unos incentivos adversos. En concreto, la creación de mecanismos efectivos de supervisión con una legitimidad democrática podría obligar a la UE a dar «un salto institucional en el camino hacia un estado federal, del que emerja algo así como unos «Es-

tados Unidos de Europa» (Fuest y Peichl, 2012). Además, para mantener la disciplina fiscal son necesarias unas instituciones lo suficientemente fuertes como para poder garantizar el cumplimiento de las normas (Allard *et al.*, 2013). Todo esto es demasiado pedir en el caso de la Unión Europea.

### III. LOS EFECTOS PERJUDICIALES DE LA COMPETENCIA FISCAL: ARGUMENTOS EN FAVOR DE LA ARMONIZACIÓN FISCAL

#### 1. La argumentación clásica en contra de la competencia tributaria

Los argumentos más convincentes en favor de la armonización fiscal tienen su origen en los probables efectos perniciosos de la competencia fiscal horizontal. La argumentación clásica (Zodrow y Mieszkowski, 1986; Wilson, 1986) en la teoría del federalismo fiscal es que la competencia fiscal conduce a una «carrera hacia el abismo» que desemboca, a su vez, en unos tipos impositivos poco efectivos por ser demasiado bajos y en un recorte de los servicios públicos (4). Y lo que es más importante, estos efectos son el resultado de unos supuestos bien fundamentados: los comportamientos poco cooperativos, la identidad de jurisdicciones, las políticas fiscales con una sola variable (los tipos impositivos) y un marco de actuación que se deriva de una decisión tomada en un momento dado. El modelo básico se ha extrapolado en varias direcciones, analizando las consecuencias que se derivan del hecho de relajar uno o varios de estos supuestos.

En un contexto global, también se ha sostenido desde hace mucho tiempo que las pequeñas economías abiertas pueden intentar atraer el capital en un escenario de juego de suma cero —como postuló inicialmente de modo informal Oates (1972)—. Para los propietarios del capital, cuanto mayor sea la rentabilidad después de impuestos, mayor será el atractivo del país de recepción de sus inversiones, *caeteris paribus*. En un entorno globalizado en el que hay una oferta fija de capital altamente móvil, es probable que los países intenten crear unos sistemas tributarios más atractivos para las empresas, reduciendo drásticamente los tipos impositivos del impuesto sobre sociedades (Persson y Tabelini, 1992; Baldwin y Krugman, 2004) (5). Estos cambios en las políticas públicas pueden incrementar, al menos de forma temporal, el bienestar en los países que los lleven a cabo, pero generan unas «externalidades fiscales negativas» que perjudican a otros países (Wildasin, 1989). Si se da por supuesto que todas las jurisdicciones son idénticas, al final todas tenderán a adoptar políticas similares y terminarán con unos tipos impositivos bajos, lo que traerá consigo una merma de sus ingresos y una oferta de bienes públicos por debajo de los niveles óptimos. De nuevo, este es un argumento convincente en favor de las ventajas posibles de los avances en la armonización fiscal.

## 2. ¿De qué modalidad de competencia fiscal estamos hablando?

Gran parte de la literatura sobre competencia fiscal se ha centrado en la competencia por atraer al capital mediante una reducción de los tipos impositivos

del impuesto sobre sociedades. Obviamente la competencia fiscal también puede adoptar la forma de una competencia entre impuestos al consumo y otros impuestos indirectos en países (o jurisdicciones subnacionales) que comparten fronteras y en los que son posibles las compras transfronterizas. Los primeros trabajos de Mintz y Tulkens (1986) demostraron que los impuestos indirectos no armonizados podían crear distorsiones artificiales. A este respecto es importante distinguir entre imposición indirecta en origen o en destino. Los residentes de una jurisdicción pueden evadir los impuestos en origen, efectuando sus compras en las jurisdicciones vecinas, siempre que los costes de transporte sean inferiores a la diferencia entre impuestos a pagar. Este problema de elusión fiscal se puede controlar si los impuestos en origen se utilizan junto con un despliegue de ajustes transfronterizos (con un impuesto que se cobra a las sociedades nacionales, pero se descuenta de los bienes exportados, y se recauda al mismo tiempo un impuesto de importación). Cuando no es posible ningún ajuste transfronterizo, pueden generarse dos tipos de externalidades (Kanbur y Keen, 1993). El primer tipo se da cuando un país sube sus tipos impositivos y, por este motivo, sus residentes empiezan a recurrir a las compras transfronterizas, reduciendo así los ingresos fiscales en el país donde se aplica el gravamen y aumentándolos en el país vecino. En segundo lugar, si suben los impuestos en la jurisdicción donde los ciudadanos del país vecino hacen sus compras, el pago de impuestos por contribuyentes residentes en la jurisdicción vecina puede aumentar aunque, de hecho, la cuantía de las compras transfronterizas haya bajado (6).

## 3. Cuando se relajan algunos de los supuestos de los modelos clásicos de competencia fiscal horizontal, se consiguen unos resultados «menos malos»

Como hemos comentado más arriba, las conclusiones del modelo «clásico» de competencia fiscal horizontal están fuertemente condicionadas por una serie de supuestos que han sido cuestionados por la literatura sobre la materia.

En primer lugar, algunos autores han puesto en duda la relevancia que tiene en realidad la competencia no cooperativa en una situación en la que se aplica la solución de Nash. Relajar esta hipótesis y dejar que la competencia ocurra en un marco de juego secuencial, donde algunos países actúan como líderes y otros como seguidores, como en el modelo de Stackelberg, produce como resultado una presión a la baja mucho menor sobre los tipos impositivos de la que se detecta en el análisis de la competencia fiscal estándar (Wang, 1999; Kempf y Rota-Graziosi, 2010) (7).

En segundo lugar, los Estados o jurisdicciones no son en general idénticos, sino que difieren entre sí por su tamaño, sus recursos productivos o sus preferencias por los bienes públicos. Bucovetsky (1991) y Wilson (1991) han puesto de manifiesto que, cuando las jurisdicciones difieren únicamente por el tamaño de su población (y, por tanto, por sus recursos totales en mano de obra y capital), las jurisdicciones de menor tamaño pueden imponer impuestos más bajos y están mejor situadas para competir por las entradas de capital en términos de tipos impositivos que las

regiones de mayor tamaño (8). Además, Cai y Treisman (2003) han demostrado que, cuando las jurisdicciones difieren en términos de oferta de recursos e instituciones, la competencia fiscal mejora los resultados de las jurisdicciones ricas en recursos e institucionalmente más desarrolladas, a la vez que coloca en una situación peor a las jurisdicciones con pocos recursos (9). No obstante, conviene señalar que, en todos estos modelos asimétricos, los tipos impositivos resultan poco eficientes (con una asignación distorsionada del capital desde el punto de vista de la economía integrada que abarca a todas las jurisdicciones) y lo mismo ocurre con la oferta de bienes públicos. Cuando se relaja el resto de los supuestos, se llega asimismo a conclusiones que difieren de modo significativo de las que se obtienen en el modelo clásico de competencia fiscal horizontal (Zodrow, 2003).

#### 4. ¿Puede de verdad la competencia fiscal evolucionar hacia la armonización?

El análisis clásico de la competencia fiscal parte asimismo del supuesto de una interacción entre diferentes gobiernos en un único periodo. La mayoría de los artículos sobre competencia fiscal parten del supuesto de que los gobiernos que compiten entre sí deciden de una vez para siempre las variables que han de intervenir de sus políticas fiscales, tanto si para competir utilizan tipos impositivos e infraestructuras o solo los tipos. En términos de teoría del juego, el juego fiscal dura solo un periodo, con independencia de que se juegue según el modelo de Nash o el modelo de Stackelberg. Por consiguiente, esta corriente dominante omite

tener en cuenta la posibilidad de que se produzcan interacciones repetidas entre las autoridades responsables de fijar los impuestos en diferentes países (Catenaro y Vidal, 2003). Algunos trabajos teóricos recientes han introducido la interacción repetida entre Estados, admitiendo la posibilidad de que, una vez transcurrido un periodo de tiempo, los países puedan dominar el ansia de competir y busquen alguna modalidad de política fiscal cooperativa (Fourcans y Warin, 2001) (10). Aunque esta corriente se halla todavía en una fase incipiente, Cardarelli *et al.* (2002), por ejemplo, opinan que si los países tienen entre sí más similitudes que diferencias y si los Estados son lo bastante pacientes para dejar que se desarrolle el juego fiscal multiperiodo, al final terminará por imponerse la cooperación fiscal implícita. Ahora bien, si hay muchas diferencias entre los países (en tamaño, recursos o preferencias), la cooperación fiscal implícita será un objetivo inalcanzable y no sostenible.

#### 5. La presencia de una competencia fiscal vertical también puede frenar, o incluso invertir, los efectos de la competencia horizontal sobre los tipos impositivos

Cuando las competencias de fijación de los impuestos están repartidas entre diferentes niveles «verticales» de gobierno, las bases imponibles pueden estar co-ocupadas o ser exclusivas. El primer tipo de modelo suele dar lugar a externalidades fiscales verticales —lo que se decide en uno de los niveles de la administración afecta a los impuestos recaudados en otros niveles (Keen y Kotsogiannis, 2004)—. En con-

traposición con las consecuencias estándar de la competencia fiscal «horizontal», la literatura sobre competencia fiscal vertical suele predecir que los tipos impositivos serán muy altos e ineficientes en todos los niveles de gobierno (Keen y Kotsogiannis, 2002, 2003 y 2004; Brulhart y Jametti, 2006) (11). La consecuencia es que las bases imponibles comunes se resienten de la sobreexplotación, un problema habitual en bases comunes (Dahlby y Wilson, 2003). Por consiguiente, cuando tenemos en cuenta la competencia fiscal tanto horizontal como vertical en un contexto de cohabitación de bases imponibles, el resultado final es que los tipos impositivos serán inferiores o superiores a los valores óptimos. Es evidente que estas consideraciones solo resultarán relevantes para la UE en el caso de que, por ejemplo, la armonización incluya la puesta en marcha de un comité fiscal pan-europeo con cierta potestad tributaria.

En cuanto a tipos impositivos, el equilibrio neto entre ambas fuerzas opuestas (horizontal y vertical) estaría condicionado por la elasticidad de la base imponible para el conjunto de la UE en relación con el tipo impositivo consolidado para toda la zona, así como por la elasticidad de la base imponible estatal (regional) en comparación con el tipo impositivo estatal (regional) (12). En teoría, el efecto combinado de estas dos fuerzas es ambiguo (Besley y Rosen, 1998; Keen y Kotsogiannis, 2002). Empíricamente, utilizando datos relativos a los cantones suizos, Brulhart y Jametti (2006) comprobaron que es más probable que se impongan las externalidades verticales.

Por otra parte, conviene señalar que el efecto general de las externalidades verticales va a de-

pende de cómo respondan las administraciones estatales (regionales) a los cambios de política fiscal y viceversa. La mayoría de las investigaciones empíricas se han centrado exclusivamente en las respuestas de las administraciones estatales (regionales) a los cambios de la administración federal (central), siendo heterogéneas las conclusiones a las que han llegado. Besley y Rosen (1998), en materia de impuestos especiales, y Esteller-Moré y Solé-Ollé (2001 y 2002), en el caso del IRPF y el impuesto general a las ventas, han comprobado que en Estados Unidos y Canadá, las administraciones estatales (provinciales) han reaccionado positivamente —subiendo sus propios impuestos— en respuesta a las subidas federales. No obstante, Goodspeed (2000), en el caso de un grupo de países de la OCDE, y Hayashi y Boadway (2001), en el caso de Canadá, comprobaron que algunos impuestos de nivel subnacional responden negativamente a los tipos impositivos centrales/federales.

### **6. ¿Hay alguna prueba de la competencia fiscal? Y, en cualquier caso, ¿cuál es el grado de movilidad del capital?**

Si la competencia fiscal horizontal entre países tuviera alguna relevancia política, sobre todo en términos de impuesto sobre sociedades, habría dos preguntas importantes que formular: en primer lugar, ¿hay alguna prueba de que se esté produciendo «una carrera hacia el abismo» u otras formas más leves de competencia fiscal?; y, en segundo lugar, ¿hasta qué punto puede el capital moverse entre países?

En lo que respecta a la primera pregunta, en realidad no se

ha encontrado prueba alguna que demuestre de forma fiable la existencia de una «carrera hacia el abismo» (Hallerberg y Basinger, 1998; Fuest *et al.*, 2005; Albi, 2011). Por otro lado, parece de hecho que en las dos últimas décadas ha habido algún grado de competencia entre tipos impositivos aplicables a las sociedades dentro de la UE y, de forma más general, entre los países de la OCDE (Crabbe, 2008; Mendoza y Tesar, 2005; Devereux, Griffith y Klemm, 2002). Pero, dado que las bases imponibles se han ampliado de forma significativa mediante la reducción de las exenciones y las deducciones, al tiempo que se han reducido los tipos impuestos por ley, el resultado ha sido que los tipos impositivos efectivos (marginales y medios) no han bajado tanto (Devereux *et al.*, 2002); este ha sido el motivo principal por el que los ingresos procedentes del impuesto sobre sociedades no se han visto muy afectados por la reducción de los tipos impositivos legales (Devereux, 2008). Procede, por tanto, plantearse la siguiente pregunta: ¿pueden de verdad interpretarse las bajadas en los tipos del impuesto sobre sociedades como una prueba de los efectos perjudiciales de la competencia fiscal en la UE? En realidad, es muy posible que la reducción de los tipos impositivos legales y la ampliación de las bases imponibles no sean resultado de la competencia, sino que hayan sido provocadas única y exclusivamente por los esfuerzos encaminados a reducir las distorsiones y las pérdidas de eficiencia que desde hace mucho tiempo se asocian con el impuesto sobre sociedades (Zodrow, 2003).

En lo que respecta a la movilidad del capital, Zodrow (2010) advierte que existen pruebas evi-

dentos de que, en los últimos treinta años, se han reducido las barreras impuestas a los flujos de capital entre países (dentro de la UE, dentro de la OCDE y en el mundo en general). Este hecho se ha visto acompañado por un incremento de los volúmenes en los flujos de capital —tanto del capital físico como financiero—. La mayoría de las pruebas empíricas sugieren que el capital internacional es bastante móvil y, en concreto, que es sensible a los factores de tributación (Altshuler, Grubert y Newlon, 2002; Grubert y Mutti, 2000; De Mooij y Ederveen, 2008). No obstante, las cargas fiscales reales no constituyen el único dato que tienen en cuenta las sociedades a la hora de tomar una decisión sobre localización del capital (Benassy-Quere *et al.*, 2007; Liu y Martínez-Vázquez, 2011; Goodspeed *et al.*, 2011). Además, es probable que los inversores acepten unos tipos impositivos reales más altos si estos se ven compensados por unos beneficios económicos específicos de la localización elegida (Zodrow, 2010) (13).

Al mismo tiempo, existen indicios que indican que la sensibilidad a los impuestos de los flujos de inversión extranjera directa puede verse atenuada por la posibilidad que tienen las sociedades de utilizar una gran variedad de herramientas para reducir las cargas fiscales, tales como los costes de transferencia (inflar los costes de las unidades que operan en países con impuestos altos y los beneficios de las unidades que operan en países con impuestos bajos), los costes de traslado, o la reestructuración de la estructura financiera de las unidades a través, por ejemplo, de la subcapitalización (optando por financiar las unidades que operan en países con impuestos

altos con deuda más que con recursos propios) (Hines, 1999; Overesch, 2009; Altshuler y Grubert, 2002, 2004 y 2006; Bartelman y Beetsma 2003; Albi, 2011). Las reducciones en la movilidad del capital pueden también tener su origen en otras causas, por ejemplo en el «sesgo del país de origen» (French y Poterba, 1991).

En resumen, aunque existe una gran movilidad del capital, el papel de la política fiscal se ve amortiguado por las técnicas de elusión fiscal y otros factores que tienen a su alcance los inversores. Además, no se dispone apenas de pruebas de que los cambios en la política fiscal estén motivados por la competencia y no por otros factores.

### **7. Otras formas de competencia por el capital móvil reducen la importancia de la competencia fiscal**

Uno de los motivos de la ausencia evidente de pruebas sólidas de la competencia fiscal radica en la posibilidad que tienen los Estados de recurrir a herramientas, distintas de los tipos impositivos, para competir por el capital móvil. Una forma concreta de competencia que ha sido objeto de mucha atención en la literatura especializada es la competencia mediante la oferta de «*inputs* de bienes públicos en la producción». Estos *inputs* públicos en la producción funcionan como complementos del capital propio de producción de las empresas (14) (Fuest, 1995; Keen y Marchand, 1997; Bayindir-Upmann, 1998; Liu y Martínez-Vázquez, 2011; Albi, 2011; Zissimos y Wooders, 2008; Justman *et al.*, 2002; Peretti y Zanaj, 2011). Conviene señalar que, cuando

la competencia entre jurisdicciones se gestiona mediante el uso de *inputs* públicos que refuerzan la productividad del capital privado, lo que cabe esperar es que se produzca una sobreasignación ineficiente (Keen y Marchand, 1997; Bayindir-Upmann, 1998; Bucovetsky, 2005) (15). Esto entra en clara contradicción con las predicciones según las cuales el modelo clásico de competencia fiscal horizontal desembocaría en una escasa asignación de bienes públicos. No obstante, el hecho común que cabe advertir es que las jurisdicciones rivalizan entre ellas para captar el capital disponible compitiendo en al menos alguno de los instrumentos disponibles de política fiscal.

### **8. Ya sea más o menos significativa, la presencia de una competencia fiscal perjudicial exige algún tipo de armonización fiscal**

La conclusión general de la mayoría de los estudios sobre competencia fiscal horizontal es que sus efectos perjudiciales requieren medidas correctivas que incluyan algún tipo de coordinación o de armonización fiscales, e incluso la creación de una autoridad tributaria central con capacidad para adoptar medidas correctivas (Wildasin, 1989). Aun en los casos en los que se admiten las asimetrías específicas entre jurisdicciones, la literatura especializada pronostica que en las jurisdicciones de menor tamaño se van a crear paraísos fiscales. En este tipo de escenarios, la armonización fiscal va a traer consigo un mayor bienestar.

Pese a todo, sigue habiendo un debate intenso en torno a las

dificultades que plantea la armonización fiscal y a las consecuencias indeseables que esta puede traer consigo. Preocupa, en especial, que la sostenibilidad de los mecanismos de coordinación fiscal dependa en gran medida de la posibilidad de sancionar a las administraciones que incumplan las normas. Además, puede haber problemas de información. Cremer y Gahvari (2000) dan un giro interesante en la forma de abordar las dificultades de ejecución de los acuerdos de armonización fiscal, introduciendo las estrategias de auditoría que, junto a los tipos impositivos, constituyen las dos variables de política fiscal entre las que pueden elegir los Estados: mientras que la coordinación en materia de tipos impositivos legales es relativamente fácil de imponer, los esfuerzos de auditoría son prácticamente imposibles de someter a observación y, por tanto, es más difícil asegurarse de que se lleven a cabo. Esto significa que la armonización fiscal puede exigir la creación de una institución supranacional que se encargue de hacer cumplir las normas, como la que proponía Wildasin (1989). Ahora bien, sigue siendo muy probable que este tipo de institución tenga graves problemas de información (Bucovetsky, Marchand y Pestieau, 1998). Cuanto más concreto sea el acuerdo en materia de coordinación fiscal, mayores serán las dificultades que surjan a la hora de negociarlo y de ejecutarlo (Issing, 2001).

Puede que la armonización sea en general un objetivo deseable (Haufler y Wooton, 2003), pero es probable que en determinadas situaciones no produzca los efectos deseados, es decir, un mayor bienestar social. Por ejemplo, Bucovetsky (1991) y Wilson (1991) demuestran que,

si existe coordinación en cuanto a los tipos impositivos (todas las regiones acuerdan un mismo tipo impositivo que es más alto que el tipo impositivo de la jurisdicción de menor tamaño), entonces la región en su conjunto saldrá beneficiada. Pero si la jurisdicción de mayor tamaño es demasiado grande, los residentes de la jurisdicción más pequeña sufrirán una merma en su bienestar con los tipos impositivos armonizados ya que van a consumir menos bienes tanto públicos como privados. Hansen *et al.* (2013) y Han (2013) se plantean la posibilidad de que los países compitan en la oferta de infraestructuras al tiempo que coordinan sus tipos impositivos. Llegan a la conclusión de que la cooperación fiscal es beneficiosa y trae consigo un mayor bienestar social cuando el único instrumento de política fiscal con el que compiten los países es el de los tipos impositivos. No obstante, cuando los países compiten (o cooperan) en materia de tipos impositivos y de oferta de infraestructuras, la coordinación fiscal no trae consigo, en realidad, un mayor bienestar social. Este resultado negativo de la coordinación fiscal se produce incluso cuando la coordinación fiscal es relativa, como en el caso de los tipos impositivos mínimos.

En determinadas condiciones, la armonización puede ser también deseable en el caso de una competencia a través de la imposición indirecta (Delipalla, 1997; Kotsogiannis y López-García, 2004; Kotsogiannis, López-García y Myles, 2005; Keen, Lahiri y Raimondos-Moller, 2002; Karakosta, Kotsogianis y López-García, 2009). En conjunto, la creencia que prevalece en este momento respecto al tema que nos ocupa es que, si los países optan por una imposición en

destino, la armonización fiscal va a suponer en todos los casos una mejora de Pareto. Por el contrario, si los países optan por una imposición en origen, es probable que la armonización no resulte tan beneficiosa e incluso puede no ser conveniente (Keen, Lahiri y Raimondos-Moller, 2002).

### 9. ¿Se puede abogar por la cooperación en materia de política fiscal aduciendo objetivos de estabilización económica?

Con independencia de los problemas de ineficiencia que plantea la competencia fiscal perjudicial, se ha pretendido tímidamente en la literatura defender la conveniencia de la armonización fiscal —por ejemplo, cuando adopta la forma de un pacto supranacional— en términos de estabilización económica. Krogstrup y Wyplosz (2006) argumentan que, en las uniones monetarias como la UE, unas instituciones supranacionales cuya misión sea fijar la política fiscal podrían constituir una mejor respuesta para los objetivos de estabilización a corto y largo plazo. Las administraciones nacionales tienden a adoptar políticas fiscales para afrontar las crisis que afectan a un determinado país, pero dichas políticas tienden siempre a tener efectos colaterales (externalidades) que las administraciones nacionales individuales omiten tener en cuenta. En estas condiciones, cabría esperar que la coordinación de las políticas fiscales resulte útil para afrontar las crisis de demanda y oferta y para mejorar la eficacia de las medidas de política fiscal que adoptan las administraciones nacionales. Cuanto más simétricas sean las crisis en todos los países de la

UE, mayor campo debería haber para una política fiscal coordinada. Por otra parte, Beetsma *et al.* (2001) ponen de manifiesto, una vez más en el caso de la UE, que, cuando se trata de afrontar unas crisis de demanda asimétricas, la coordinación de las políticas fiscales parece alcanzar su mayor eficacia y también es menos probable que suscite una reacción adversa por parte del BCE. En un modelo que presenta grandes similitudes con el actual marco institucional de la UE, Lambertini y Rovelli (2003) opinan que una autoridad fiscal o, al menos, una delegación supranacional de responsables de las políticas fiscales supondrían una mejor solución para la estabilización macroeconómica. Algunos de los argumentos que se formulan en estos trabajos se hacen eco del Informe Delors (1989), que proponía un mecanismo de transferencia fiscal para repartir el riesgo entre los miembros de la UE —un seguro contra *shocks* asimétricos (16).

El lado negativo de los argumentos anteriores reside en el hecho de que la coordinación de las políticas fiscales tiene unos costes y es probable que los Estados no se muestren muy dispuestos a ella cuando se presente la ocasión. Por ejemplo, es probable que los diferentes modelos económicos respondan a las distintas concepciones de política fiscal propias de cada Estado. Además, los instrumentos de política fiscal son más complejos que los instrumentos de política monetaria y, por tanto, resultan más difíciles de observar y de supervisar, y algunos de ellos, como los mecanismos de transferencia entre países, pueden tropezar contra una resistencia popular muy fuerte (Beetsma *et al.*, 2001; Von Hagen y Wyplosz, 2008).

#### IV. LOS EFECTOS BENEFICIOSOS DE LA COMPETENCIA FISCAL: ARGUMENTOS CONTRA LA ARMONIZACIÓN FISCAL

##### *Entre el Leviatán*

La valoración final que hagamos de la competencia fiscal depende en gran medida del enfoque filosófico que adoptemos respecto al papel y los objetivos del Estado (Cavlovic y Jackson, 2009; Baskaran y Fonseca, 2013). El análisis clásico de la competencia fiscal horizontal (Zodrow y Mieszkowski, 1986; Wilsom, 1986) parte del supuesto básico de que las políticas las aplican unos Estados benevolentes. Esto significa que los Estados utilizan los ingresos que recaudan para suministrar bienes públicos. Por consiguiente, la reducción de los impuestos a través de la competencia fiscal trae consigo un menor bienestar social y resulta, por tanto, ineficiente (Rohac, 2006). Del enfoque de la elección pública se desprende una visión del Estado totalmente distinta (Brennan y Buchanan, 1980). En este caso el objetivo del Estado consiste en maximizar los ingresos con el fin de conseguir maximizar las rentas de los funcionarios públicos. En este contexto, la competencia fiscal entre Estados sirve para controlar el tamaño del Leviatán, según la expresión acuñada en la obra seminal de Brennan y Buchanan (1980) y luego desarrollada por otros (Edwards y Keen, 1996; Rauscher, 1996 y 1998; Cai y Treisman, 2003; Brulhart y Jametti, 2007). En un mundo como este, la competencia fiscal horizontal realmente incrementaría el bienestar social. El hecho de que los Estados tengan que competir entre sí sirve para que consigan resultados

más próximos de lo que desean los ciudadanos. Esto nos retrotrae a la hipótesis de Tiebout (1956), según la cual los ciudadanos se ordenan en jurisdicciones que compiten en su oferta de paquetes de impuestos-gastos que más se ajustan a los deseos de estos mismos ciudadanos. En la hipótesis de Tiebout, no se da por sentado de forma explícita que los Estados sean benevolentes, pero aunque su objetivo sea maximizar sus propias rentas, el proceso de competencia es el que reprime sus intenciones y los obliga a ofrecer aquello que es bueno para los contribuyentes; el argumento es, pues, similar al que cabría utilizar en el marco de un mercado perfectamente competitivo del sector privado, donde la competencia es un proceso deseable y una palabra con una connotación positiva.

#### V. CONCLUSIÓN

El análisis que presenta este artículo deja muy claro que la competencia fiscal puede tener efectos perjudiciales, pero también beneficiosos. Del mismo modo, la alternativa de la coordinación y la armonización fiscales también presenta ventajas, pero no hay que descartar que pueda producir efectos negativos. Los trabajos teóricos seminales en el campo de la competencia fiscal hacían un recuento minucioso de los efectos perniciosos de la competencia fiscal y, por tanto, se pronunciaban implícita o explícitamente a favor de algún tipo de coordinación y cooperación fiscales. No obstante, las investigaciones posteriores que utilizaban modelos más complejos y supuestos menos restrictivos señalaban que el pesimismo respecto a la competencia fiscal, tal y como se expresaba en la literatura más antigua, podía en realidad

ser algo exagerado. Empíricamente es cierto que el capital se ha vuelto extremadamente móvil en un sentido global. También hay que reconocer que en la UE los tipos impositivos legales han ido bajando en las dos últimas décadas, aunque no tanto en términos de tipos efectivos, si se tiene en cuenta la ampliación de las bases imponibles. Pese a todo, todavía no se puede especificar con mucha precisión cuánto capital pierden los países debido a unos tipos impositivos adversos. Los sistemas tributarios no consisten exclusivamente en unos cuantos tipos impositivos aislados y tampoco operan en el vacío, con independencia de otras políticas estatales, tales como las inversiones en infraestructuras, los servicios públicos generales y las instituciones de gobierno. Por ello, las decisiones de inversión de las empresas y los flujos de capital internacional tienen en cuenta otros factores, además de los tipos de determinados impuestos. Todo esto nos sitúa en una posición en la que es imposible determinar cuánto daño causa en realidad la competencia fiscal y hasta qué punto es conveniente la armonización fiscal. Los objetivos nacionales y, en última instancia, la soberanía también convierten la búsqueda de la uniformidad entre los sistemas tributarios nacionales en un objetivo con un coste político. Cierta grado de competencia puede tener unos efectos disciplinarios deseables sobre las políticas de gasto público.

Pero, en realidad, las presiones políticas en favor de una mayor reducción de las diferencias de regímenes fiscales entre países de la UE, reforzadas por las sentencias del Tribunal de Justicia de la Unión Europea (Mintz, 2004), siguen proporcionando nuevos argumentos en favor de

una armonización forzada *de facto*. No obstante, incluso si la competencia por los flujos de capital no fuera una amenaza real, hay margen de sobra para una simplificación de los sistemas tributarios. Una alternativa interesante de la armonización de los tipos impositivos puede ser la armonización de las bases impositivas de las diferentes jurisdicciones con el objeto de reducir los costes de aplicación y cumplimiento. Es importante señalar que la literatura sobre competencia fiscal y gran parte de los discursos políticos dan por sentado que el instrumento de elección de políticas se limita a la elección de los tipos impositivos (sobre todo, de los tipos del impuesto sobre sociedades) y, en muy pocos casos, de las bases impositivas, que como han demostrado las últimas reformas pueden ser un aspecto más importante de la mejora de las políticas fiscales. De hecho, últimamente algunas propuestas de armonización de los impuestos sobre sociedades han girado en torno a la creación de una base imponible unificada para el conjunto de los Estados miembros, a la que se ha denominado Base Imponible Común Consolidada del Impuesto sobre Sociedades o BICCS (Hellerstein y McLure, 2004), formalmente propuesta por la Comisión Europea en marzo de 2011 y pendiente aún de debate por los Estados miembros. La ventaja de esta forma de armonización consistiría en convertir la administración de los impuestos sobre sociedades en una tarea mucho más sencilla tanto para las empresas contribuyentes como para las autoridades tributarias. Con su adopción, los Estados miembros podrían seguir manteniendo sus propias autoridades soberanas encargadas de establecer los impuestos, lo que a su vez permitiría la adaptación de otras deci-

siones de política presupuestaria en los apartados fiscales y de gasto, sin que por ello haya que renunciar a las ventajas de la simplificación de los sistemas tributarios en su conjunto.

#### NOTAS

(1) Encontramos un ejemplo reciente en Algirdas Semeta, Comisario Europeo de Fiscalidad, que, en el discurso «Making Progress on European Tax Policy: Towards More Fairness and Greater Competitiveness» en el Institute of International and European Affairs, comentó: «Se han acabado los días de las políticas fiscales aisladas».

(2) Si bien a menudo se usan de manera indistinta los términos de «coordinación» y «armonización», cabe considerar la armonización como un término más fuerte al entrañar la adopción de bases impositivas y estructuras de tipos idénticas o cuasi-idénticas, mientras que la coordinación puede consistir en mecanismos más simples, como el establecimiento de tipos mínimos... A los efectos de este artículo, entendemos que el término «armonización» también incluye los sistemas más laxos de coordinación fiscal.

(3) Se han usado definiciones más afinadas de armonización. Por ejemplo, MANSOUR y ROT-GRAZIOSI (2013) definen la «coordinación» fiscal como las normas que se adoptan en un conjunto predeterminado de países, mientras que la «cooperación» fiscal ocurre cuando no se ha delimitado con antelación el conjunto de países competidores.

(4) El lector puede encontrar reseñas más antiguas de la literatura sobre competencia fiscal en WILSON (1999), WILSON y WILDASIN (2004), y ZODROW (2003).

(5) La afluencia de capital adicional no solo crea una base imponible más amplia, sino que genera oportunidades de empleo en la economía de destino (HUANG, 1992). Puesto que la creación de empleo es un objetivo importante para cualquier gobierno, esto crea un incentivo adicional para intentar atraer al capital.

(6) KEEN (1987 y 1989) y LÓPEZ-GARCÍA (1996) han demostrado que se puede lograr una mejora con respecto al óptimo de Pareto si se adopta un sistema con un tipo impositivo medio adecuadamente ponderado para los impuestos al consumo en destino y origen. Las ponderaciones apropiadas serían las respuestas de la demanda en las jurisdicciones participantes, en el caso de los impuestos en destino, y las reacciones de la oferta en las jurisdicciones participantes, en el caso de los impuestos en origen. Una cuestión totalmente diferente sería quién aprobaría y administraría dichos tipos.

(7) Cabe intuir que, cuando las jurisdicciones que compiten entre sí toman una serie

encadenada de decisiones para fijar sus tipos impositivos, la jurisdicción que los fija en segundo lugar (el «seguidor de Stackelberg») subirá su tipo impositivo si observa que la región que ha adoptado las medidas en primer lugar (el «líder de Stackelberg») ha elegido un tipo impositivo más alto; el líder anticipa esta conducta y, por consiguiente, incrementa su tipo impositivo. Como resultado de todo esto, los tipos elegidos por ambas regiones en un equilibrio de Stackelberg serían más altos que los elegidos en un equilibrio no cooperativo de Nash, que es el que se da por sentado en los modelos convencionales de competencia fiscal.

(8) Esto se toma a veces como argumento teórico del pequeño número de paraísos fiscales existentes.

(9) Estos resultados no dependen de que las jurisdicciones compitan solo en materia fiscal. HAN *et al.* (2013) amplían los modelos de jurisdicción asimétrica a los casos en los que las jurisdicciones compiten tanto en impuestos como en infraestructuras públicas y llegan a conclusiones similares.

(10) COATES (1993) es autor del primer trabajo que abordó de forma parcial la interacción repetida en el ámbito de la competencia fiscal, en este caso en relación con los impuestos sobre la propiedad.

(11) Este resultado se mantiene con independencia de que los Estados sean considerados como maximizadores benevolentes del bienestar social o como Leviatanes que solo pretenden maximizar sus ingresos. Como expondremos a continuación, este supuesto es vital a la hora de determinar si la competencia fiscal horizontal es o no conveniente.

(12) Las transferencias de distribución de la renta en un estado benevolente pueden reducir la elasticidad de las bases impositivas estatales/regionales (BAKER *et al.*, 1999; KOETHENBUERGER, 2002; BUCOVETSKY y SMART, 2006). No obstante, un estado Leviatán puede obtener ingresos de administraciones de menor nivel mediante la manipulación de las transferencias de distribución de la renta (BUETTNER, HAUPTMEIER y SCHWAGER 2006).

(13) Es evidente que estas rentas pueden proceder de las economías de aglomeración, como han subrayado BALDWIN y KRUGMAN (2004). Estos mismos autores advierten que cualquier intento de coordinación fiscal es perjudicial para estos países y este es el motivo por el que es tan difícil localizar ejemplos de coordinación fiscal en el mundo real.

(14) Los bienes públicos de producción no se limitan necesariamente a las infraestructuras de capital físicas. Pueden ser servicios públicos intangibles, como el Estado de Derecho, regulaciones favorables que crean un entorno propicio para los negocios, la protección de los derechos de propiedad, el arbitrio eficaz y rápido de disputas, etcétera.

(15) Muchos trabajos ulteriores han ampliado y refinado estos argumentos. Véase el

artículo más reciente de DEMBOUR (2008), que incluye una reseña de la literatura sobre políticas de localización competitiva.

(16) A este respecto, se ha calculado que en Canadá y Estados Unidos los sistemas de transferencia federales absorben cerca del 10-30 por 100 de los desajustes económicos de ámbito estatal (MELITZ y ZUMER, 2002; SALA-I-MARTÍN y SACHS, 1991).

## BIBLIOGRAFÍA

ALBI, E. (2011), «The challenges of corporate income taxes in a globalized world», en E. ALBI y J. MARTÍNEZ-VÁZQUEZ (Eds.), *The Elgar Guide to Tax Systems*, Edward Elgar, Cheltenham, UK.

ALLARD, C.; KOEVA BROOKS, P.; BLUEDORN, J.C.; BORNHORST, F.; CHRISTOPHERSON, K.; OHNSORGE, F., y POGHOSYAN, T. (2013), «Toward a Fiscal Union for the Euro Area». IMF Staff Discussion Note.

ALTSHULER, R., y GRUBERT, H. (2002), «Where will they go if we go territorial? Dividend exemption and the location decisions of U.S. multinational corporations». Rutgers University, Department of Economics.

— (2004), «Taxpayer Responses to Competitive Tax Policies and Tax Policy Responses to Competitive Taxpayers: Recent Evidence». Rutgers University, Department of Economics.

— (2006), «The Three Parties in the Race to the Bottom: Host Governments, Home Governments and Multinational Companies». Rutgers University, Department of Economics.

BAKER, M.; PAYNE, A.A., y SMART, M. (1999), «An Empirical Study of Matching Grants: the 'cap on CAP'», *Journal of Public Economics*, 72(2): 269-288.

BALDWIN, R.E., y KRUGMAN, P. (2004), «Agglomeration, integration and tax harmonisation», *European Economic Review*, 48(1): 1-23.

BARTELSMAN, E.J., y BEETSMA, R. (2003), «Why pay more? Corporate tax avoidance through transfer pricing in OECD countries», *Journal of Public Economics*, 87(9-10): 2225-2252.

BASKARAN, R., y LOPES DA FONSECA, M. (2013), «The Economics and Empirics of Tax Competition: Survey». CEGE Discussion Papers n.º 163. Georg-August-Universität, Center for European, Governance and Economic Development Research, Göttinga.

BAYINDIR-UPMANN, T. (1998), *Fiscal Policy and Environmental Welfare: Modelling Interjurisdictional Competition*, Edward Elgar.

BEETSMA, R., y BOVENBERG, A.L. (1998), «Monetary Union without Fiscal Coordination

May Discipline Policymakers», *Journal of International Economics*, 45(2): 239-258.

— (2001), «The Optimality of a Monetary Union without a Fiscal Union», *Journal of Money, Credit and Banking*, 33(2): 179-204.

BEETSMA, R.; DEBRUN, X., y KLAASSEN, F. (2001), «Is Fiscal Policy Coordination in EMU Desirable?». IMF Working Paper, Fondo Monetario Internacional.

BENASSY-QUERE, A.; GOBALRAJA, N., y TRANNOY, A. (2007), «Tax and Public Input Competition», *Economic Policy*, 22(4): 385-430.

BESLEY, T.J., y ROSEN, H.S. (1998), «Vertical Tax Externalities in Tax Setting: Evidence from Gasoline and Cigarettes». NBER Working Paper n.º 6.517. National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.

BRANGEWITZ, S., y BROCKHOFF, S. (2012), «Stability of Coalitional Equilibria within Repeated Tax Competition». Institute of Mathematical Economics Working Papers n.º 461. Bielefeld Universität, Bielefeld, Alemania.

BRENNAN, G., y BUCHANAN, J.M. (1980), *The Power to Tax: Analytical Foundations of a Fiscal Constitution*, Cambridge University Press, Cambridge.

BRULHART, M., y JAMETTI, M. (2006), «Vertical Versus Horizontal Tax Externalities: An Empirical Test», *Journal of Public Economics*, 90: 2027-2062.

— (2007), «Does Tax Competition Tame the Leviathan». CEPR Discussion Paper n.º 6.512, Revised 2013, CEPR.

BUCOVETSKY, S. (1991), «Asymmetric tax competition», *Journal of Urban Economics*, 30(2): 167-181. DOI: [http://dx.doi.org/10.1016/0094-1190\(91\)90034-5](http://dx.doi.org/10.1016/0094-1190(91)90034-5).

— (2005), «Public input competition», *Journal of Public Economics*, 89(9-10): 1763-1787.

BUCOVETSKY, S.; MARCHAND, M., y PESTIEAU, P. (1998), «Tax Competition and Revelation of Preferences for Public Expenditure», *Journal of Urban Economics*, 44(3): 367-390.

BUCOVETSKY, S., y SMART, M. (2006), «The Efficiency Consequences of Local Revenue Equalization: Tax Competition and Tax Distortions», *Journal of Public Economic Theory*, 8(1): 119-144.

CAI, H., y TREISMAN, D. (2003), «Does Competition for Capital Discipline Governments», Los Angeles.

CARDARELLI, R.; TAUGOURDEAU, E., y VIDAL, J.-P. (2002), «A Repeated Interactions Model

of Tax Competition», *Journal of Public Economic Theory*, 4(1): 19-38. DOI: 10.1111/1467-9779.00086.

CATENARO, M., y VIDAL, J.-P. (2003), «Implicit tax co-ordination under repeated policy interactions». ECB Working Paper Series 259. Banco Central Europeo.

CAVLOVIC, A., y JACKSON, H. (2009), «Bother Thy Neighbour? Intergovernmental Tax Interactions in the Canadian Federation». Working Paper 2003-09. Department of Finance, Economic and Fiscal Policy Branch, Ottawa.

CRABBE, K., y VANDENBUSSCHE, H. (2008), «Spatial Tax Competition in EU15». Open Access publications from Katholieke Universiteit Leuven, Katholieke Universiteit Leuven.

CREMER, H., y GAHVARI, F. (2000), «Tax Evasion, Fiscal Competition and Economic Integration», *European Economic Review*, 44: 1633-1657.

CUENCA GARCÍA, E.; NAVARRO PABSDORF, M., y MIHI RAMÍREZ, A. (2013), «Fiscal Harmonization and Economic Integration in the European Union», *Inzinerine Ekonomika/Engineering Economics*, 24(1): 44-51.

DAHLBY, B., y WILSON, L.S. (2003), «Vertical fiscal externalities in a federation», *Journal of Public Economics*, 87(5-6): 917-930.

DELIPALLA, S. (1997), «Commodity Tax Harmonisation and Public Goods», *Journal of Public Economics*, 63(3): 447-466.

DELORS, J. (1989), «Report on economic and monetary union in the European Community». Committee for the Study of Economic and Monetary Union.

DEVEREUX, M.P.; GRIFFITH, R., y KLEMM, A. (2002), «Corporate income tax reforms and international tax competition», *Economic Policy*, 17(35): 449-495.

DEVEREUX, M.P.; LOCKWOOD, B., y REDOANO, M. (2008), «Do countries compete over corporate tax rates?», *Journal of Public Economics*, 92(5-6): 1210-1235. DOI: <http://dx.doi.org/10.1016/j.jpubeco.2007.09.005>.

EDWARDS, J., y KEEN, M. (1996), «Tax competition and Leviathan», *European Economic Review*, 40(1): 113-134. DOI: [http://dx.doi.org/10.1016/0014-2921\(95\)00057-7](http://dx.doi.org/10.1016/0014-2921(95)00057-7).

ESTELLER-MORÉ, Á., y SOLÉ-OLLÉ, A. (2001), «Vertical income tax externalities and fiscal interdependence: evidence from the US», *Regional Science and Urban Economics*, 31(2-3): 247-272.

— (2002), «Tax Setting in a Federal System: The Case of Personal Income Taxation in Canada», *International Tax and Public Finance*, 9(3): 235-257.

<p>FELDSTEIN, M. (2012), «The Failure of the Euro». The Foreign Affairs.</p> <p>FOURÇANS, A., y WARIN, T. (2001), «Tax Harmonization versus Tax Competition in Europe: A Game Theoretical Approach». CREFE, Université du Québec à Montréal.</p> <p>FRENCH, K.R., y POTERBA, J.M. (1991), «Investor Diversification and International Equity Markets», <i>The American Economic Review</i>, 81(2): 222-226. DOI: 10.2307/2006858.</p> <p>FUEST, C. (1995), «Interjurisdictional Competition and Public Expenditure: Is Tax Co-ordination Counterproductive?», <i>FinanzArchiv / Public Finance Analysis</i>, 52(4): 478-496. DOI: 10.2307/40912696.</p> <p>FUEST, C.; HUBER, B., y MINTZ, J. (2005), «Capital Mobility and Tax Competition», <i>Foundations and Trends in Microeconomics</i>, 1(1): 1-62.</p> <p>FUEST, C., y PEICHL, A. (2012), «European Fiscal Union: What it It? Does it Work? And are there really 'No Alternatives'?». IZA Policy Paper Series n.º 39. Forschungsinstitut zur Zukunft der Arbeit/Institute for the Study of Labor, Bonn.</p> <p>GENSER, B. (2003), «Coordinating VATs Between EU Member States», <i>International Tax and Public Finance</i>, 10(6): 735-752. DOI: 10.1023/A:1026342206742.</p> <p>GOODHART, Ch. (1998), «The two concepts of money: implications for the analysis of optimal currency areas», <i>European Journal of Political Economy</i>, 14: 407-432.</p> <p>GOODSPEED, T.J. (2000), «Tax structure in a federation», <i>Journal of Public Economics</i>, 75(3): 493-506.</p> <p>GOODSPEED, T.J.; MARTÍNEZ-VÁZQUEZ, J., y ZHANG, L. (2011), «Public Policies and FDI Location: Differences between Developing and Developed Countries», <i>FinanzArchiv: Public Finance Analysis</i>, 67(2): 171-191.</p> <p>GRUBERT, H., y MUTTI, J. (2000), «Do Taxes Influence Where U.S. Corporations Invest?», <i>National Tax Journal</i>, 53(4): 825-839.</p> <p>HALLERBERG, M., y BASINGER, S. (1998), «Internationalization and Changes in Tax Policy in OECD Countries: The Importance of Domestic Veto Players», <i>Comparative Political Studies</i>, 31(3): 321-352.</p> <p>HAN, Y. (2013), «Who Benefits from Partial Tax Coordination?». CREA Discussion Paper 2013-24. University of Luxembourg, Center for Research in Economic Analysis, Luxemburgo.</p> <p>HAN, Y.; PIERETTI, P., y ZOU, B. (2013), «On the Desirability of Tax Coordination when Countries Compete in Taxes and</p>	<p>Infrastructure». Center for Mathematical Economics Working Paper n.º 476. Bielefeld Universität, Center for Mathematical Economics, Bielefeld, Alemania.</p> <p>HAUFLER, A., y WOOTON, I. (2003), «Regional Tax Coordination and Foreign Direct Investment». Munich Discussion Paper, 2003-17. Ludwig-Maximilians-Universität München, Múnich.</p> <p>HAYASHI, M., y BOADWAY, R. (2001), «An Empirical Analysis of Intergovernmental Tax Interaction: The Case of Business Income Taxes in Canada», <i>The Canadian Journal of Economics / Revue canadienne d'Economie</i>, 34(2): 481-503. DOI: 10.2307/3131865.</p> <p>HINES, J.R., Jr. (1999), «Lessons from Behavioral Responses to International Taxation», <i>National Tax Journal</i>, 52(2): 305-322.</p> <p>HUANG, Y. (1992), «Tax Competition with Involuntary Unemployment», Indiana University.</p> <p>ISSING, O. (2001), «The Euro Area and the Single Monetary Policy», <i>International Journal of Finance &amp; Economics</i>, 6(4): 277-88.</p> <p>JUSTMAN, M.; THISSE, J.-F., y VAN YPERSELE, T. (2002), «Taking the bite out of fiscal competition», <i>Journal of Urban Economics</i>, 52(2): 294-315.</p> <p>KANBUR, R., y KEEN, M. (1993), «Jeux Sans Frontières: Tax Competition and Tax Coordination When Countries Differ in Size», <i>American Economic Review</i>, 83(4): 877-982.</p> <p>KARAKOSTA, O.; KOTSOGIANNIS, C., y LÓPEZ-GARCÍA, M.Á. (2009), «Does Indirect Tax Harmonization Deliver Pareto Improvements in the Presence of Global Public Goods». CESIFO Working Paper n.º 2668. CESIFO.</p> <p>KEEN, M. (1987), «Welfare effects of commodity tax harmonisation», <i>Journal of Public Economics</i>, 33(1): 107-114.</p> <p>— (1989), «Pareto-improving indirect tax harmonisation», <i>European Economic Review</i>, 33(1): 1-12.</p> <p>KEEN, M., y KONRAD, K.A. (2012), «Enternational Tax Competition and Coordination». Max Planck Institute for Tax Law and Public Finance Working Paper.</p> <p>KEEN, M., y KOTSOGIANNIS, C. (2002), «Does Federalism Lead to Excessively High Taxes?», <i>The American Economic Review</i>, 92(1): 363-370.</p> <p>— (2003), «Leviathan and Capital Tax Competition in Federations», <i>Journal of Public Economic Theory</i>, 5(2): 177-199.</p>	<p>— (2004), «Tax Competition in Federations and the Welfare Consequences of Decentralization», <i>Journal of Urban Economics</i>, 56: 397-407.</p> <p>KEEN, M.; LAHIRI, S., y RAIMONDOS-MOLLER, P. (2002), «Tax principles and tax harmonization under imperfect competition: A cautionary example», <i>European Economic Review</i>, 46(8): 1559-1568.</p> <p>KEEN, M., y MARCHAND, M. (1997), «Fiscal competition and the pattern of public spending», <i>Journal of Public Economics</i>, 66(1): 33-53. DOI: <a href="http://dx.doi.org/10.1016/S0047-2727(97)00035-2">http://dx.doi.org/10.1016/S0047-2727(97)00035-2</a>.</p> <p>KEMPE, H., y ROTA-GRAZIOSI, G. (2009), «Leading and Losing the Tax Competition Race». CERDI Etudes et Documents E 2009. 21, CERDI-CNRS, Clermont-Ferrand, Université d'Auvergne.</p> <p>KÖTHENBÜRGER, M. (2002), «Tax Competition and Fiscal Equalization», <i>International Tax and Public Finance</i>, 9(4): 391-408. DOI: 10.1023/A:1016511918510.</p> <p>KOTSOGIANNIS, C., y LÓPEZ-GARCÍA, M.Á. (2004), «Imperfect Competition, Indirect Tax Harmonization and Public Goods». Economic Department Discussion Papers Series. University of Exeter.</p> <p>KOTSOGIANNIS, C.; LÓPEZ-GARCÍA, M.Á., y MYLES, G.D. (2005), «The origin principle, tax harmonization and public goods», <i>Economics Letters</i>, 87(2): 211-219.</p> <p>KROGSTROP, S., y WYPLOSZ, Ch. (2006), «A Common Pool Theory of Deficit Bias Correction». CEPR Discussion Paper n.º 5866. CEPR.</p> <p>LAMBERTINI, L., y ROVELLI, R. (2004), «Monetary and Fiscal Policy Coordination and Macroeconomic Stabilization: A Theoretical Analysis». Dipartimento di Scienze Economiche, Università di Bologna.</p> <p>LIU, Y., y MARTÍNEZ-VÁZQUEZ, J. (2011), «Public Input Competition, Stackelberg Equilibrium and Optimality». International Studies Program Working Paper 11-23. Andrew Young School of Policy Studies, Atlanta, Georgia.</p> <p>LÓPEZ-GARCÍA, M.Á. (1996), «The origin principle and the welfare gains from indirect tax harmonization», <i>International Tax and Public Finance</i>, 3(1): 83-93.</p> <p>MANSOUR, M., y ROTA-GRAZIOSI, G. (2013), «Tax Coordination, Tax Competition, and Revenue Mobilization in the West African Monetary». IMF Working Paper WP/13/163. IMF, Fiscal Affairs Department, Washington, DC.</p> <p>MELITZ, J., y ZUMER, F. (2002), «Regional Redistribution and Stabilization by the Center in Canada, France, the UK, and</p>
---	---	---

<p>the US: A Reassessment and New Tests», <i>Journal of Public Economics</i>, 86: 263-286.</p> <p>MENDOZA, E.G., y TESAR, L.L. (2005), «Why hasn't tax competition triggered a race to the bottom? Some quantitative lessons from the EU», <i>Journal of Monetary Economics</i>, 52(1): 163-204. DOI: <a href="http://dx.doi.org/10.1016/j.jmoneco.2004.07.002">http://dx.doi.org/10.1016/j.jmoneco.2004.07.002</a>.</p> <p>MINTZ, J. (2004), «Corporate Tax Harmonization in Europe: It's All About Compliance», <i>International Tax and Public Finance</i>, 11: 221-234.</p> <p>MINTZ, J., y TULKENS, H. (1986), «Commodity tax competition between member states of a federation: equilibrium and efficiency», <i>Journal of Public Economics</i>, 29(2): 133-172.</p> <p>MOOIJ, R.A. DE, y EDERVEEN, S. (2008), «Corporate Tax Elasticities A Reader's Guide to Empirical Findings». Oxford University Centre for Business Taxation.</p> <p>OVERESCH, M. (2009), «The Effects of Multinationals' Profit Shifting Activities on Real Investments», <i>National Tax Journal</i>, 62(1): 5-23.</p> <p>PERSSON, T., y TABELLINI, G. (1992), «The Politics of 1992: Fiscal Policy and European Integration», <i>The Review of Economic Studies</i>, 59(4): 689-701.</p> <p>PIERETTI, P., y ZANAJ, S. (2011), «On tax competition, public goods provision and jurisdictions' size», <i>Journal of International Economics</i>, 84(1): 124-130.</p>	<p>DOI: <a href="http://dx.doi.org/10.1016/j.jinteco.2011.01.005">http://dx.doi.org/10.1016/j.jinteco.2011.01.005</a>.</p> <p>RAUSCHER, M., (1996), «Enterjurisdictional Competition and the Efficiency of the Public Sector: The Triumph of the Market over the State?». Institute of World Economics Kiel Working Paper.</p> <p>— (1998), «Leviathan and Competition among Jurisdictions: The Case of Benefit Taxation», <i>Journal of Urban Economics</i>, 44(1): 59-67.</p> <p>ROHAC, D. (2006), «Evidence and Myths about Tax Competition», <i>New Perspectives on Political Economy</i>, 2(2): 86-115.</p> <p>SALA-I-MARTIN, X., y SACHS, J. (1991), «Fiscal Federalism and Optimum Currency Areas: Evidence for Europe from the United States». NBER Working Paper 3855. National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.</p> <p>TIEBOUT, Ch.M. (1956), «A Pure Theory of Local Expenditures», <i>Journal of Political Economy</i>, 64(5): 416-424.</p> <p>VON HAGEN, J., y WYPLOSZ, Ch. (2008), «EMU's Decentralized System of Fiscal Policy». European Economy, Staff Papers. Economic and Financial Affairs, European Commission.</p> <p>WANG, Y.-Q. (1999), «Commodity Taxes under Fiscal Competition: Stackelberg Equilibrium and Optimality», <i>American Economic Review</i>, 89(4): 974-981.</p> <p>WILDASIN, D.E. (1989), «Interjurisdictional capital mobility: Fiscal externality and a</p>	<p>corrective subsidy», <i>Journal of Urban Economics</i>, 25(2): 193-212.</p> <p>WILSON, J.D. (1986), «A Theory of Interregional Tax Competition», <i>Journal of Urban Economics</i>, 19(3): 296-315. DOI: <a href="http://dx.doi.org/10.1016/0094-1190(86)90045-8">http://dx.doi.org/10.1016/0094-1190(86)90045-8</a>.</p> <p>— (1991), «Tax competition with interregional differences in factor endowments», <i>Regional Science and Urban Economics</i>, 21 (3): 423-451, DOI: <a href="http://dx.doi.org/10.1016/0166-0462(91)90066-V">http://dx.doi.org/10.1016/0166-0462(91)90066-V</a>.</p> <p>— (1999), «Theories of Tax Competition», <i>National Tax Journal</i>, 52(2): 269-304.</p> <p>WILSON, J.D., y WILDASIN, D.E. (2004), «Capital Tax Competition: Bane or Boon», <i>Journal of Public Economics</i>, 88(6): 1065-1091.</p> <p>ZISSIMOS, B., y WOODERS, M. (2007), «Public Good Differentiation and the Intensity of Tax Competition». Working Paper, 07-W10. Vanderbilt University, Department of Economics, Nashville, TN.</p> <p>ZODROW, G.R. (2003), «Tax Competition and Tax Coordination in the European Union», <i>International Tax and Public Finance</i>, 10(6): 651-671. DOI: 10.1023/A:1026377819946.</p> <p>— (2010), «Capital Mobility and Capital Tax Competition», <i>National Tax Journal</i>, 63 (4-2): 865-902.</p> <p>ZODROW, G.R., y MIESZKOWSKI, P. (1986), «Pigou, Tiebout, property taxation, and the underprovision of local public goods», <i>Journal of Urban Economics</i>, 19(3): 356-370.</p>
---	---	--

# LA ARMONIZACIÓN FISCAL EN LA UNIÓN EUROPEA: EVOLUCIÓN Y PRIORIDADES ACTUALES (\*)

José María DURÁN CABRÉ

Universidad de Barcelona – Instituto de Economía de Barcelona

## Resumen

El objetivo principal que ha primado en la fiscalidad de la UE ha sido asegurar el funcionamiento correcto del mercado único. En la actualidad existe un cierto consenso académico sobre la necesidad de llevar a cabo una reforma profunda del IVA, que implique eliminar exenciones y tratamientos especiales. Asimismo, parece oportuno reformar la imposición de los productos energéticos, introduciendo un doble objetivo de eficiencia energética y de mejora medioambiental. En cambio, existen más dudas sobre las consecuencias de gravar las transacciones financieras, así como sobre las implicaciones de crear una base común consolidada en el impuesto sobre sociedades. El requisito de la unanimidad ha supuesto un importante obstáculo en el proceso armonizador, por lo que habrá que ver qué implicaciones puede tener la utilización del mecanismo de cooperación reforzada.

*Palabras clave:* armonización fiscal, IVA, imposición de las transacciones financieras, imposición sobre los productos energéticos, base común consolidada.

## Abstract

As far as the EU taxation is concerned, ensuring the proper functioning of the single market has been the main goal. There is now some consensus in the literature on the need to conduct an overhauled reform of the VAT, which involves removing exemptions and special treatments. It also seems appropriate to reform the taxation of energy products, with the aim to promote energy efficiency and consumption of more environmentally friendly products. However, there are more doubts about the consequences of taxing financial transactions, as well as the implications of creating a common consolidated corporate tax base. The requirement of unanimity has been a major obstacle in the process of harmonization, so we will have to see the consequences of implementing enhanced cooperation.

*Key words:* tax harmonisation, VAT, taxation of financial transactions, taxation on energy products, common consolidated base.

*JEL classification:* H20.

## I. INTRODUCCIÓN

La fiscalidad en la Unión Europea (UE) ha sido y es básicamente una competencia nacional, esto es, un instrumento en manos de cada Estado miembro. Esta distribución parece consecuente con tres rasgos que caracterizan la UE. En primer lugar, el peso de los presupuestos nacionales es muy superior al de la propia UE. Los impuestos constituyen la fuente principal de ingresos para financiar el gasto público, por lo que es lógico que cada país decida sobre cómo financiarlo. En segundo lugar, las preferencias de los ciudadanos son diferentes entre los distintos Estados miembros, como se pone claramente de manifiesto al analizar tanto el nivel como la composición de los ingresos y gastos públicos de cada país. Detrás de estas diferencias se encuentran razones culturales, económicas y sociales que acaban determinando preferencias distintas. Y, en tercer lugar, el pago de impuestos va muy ligado al ejercicio de la soberanía nacional y al propio proceso democrático, por lo que los gobiernos nacionales, elegidos democráticamente, han mantenido bajo su poder la fiscalidad. En consecuencia, el papel de la UE en la fiscalidad ha sido menor y principalmente se ha centrado en la armonización de los impuestos indirectos que más inciden en el comercio internacional.

En efecto, ya en 1967 la entonces Comunidad Económica Europea acordó que la imposición general sobre el consumo se tenía que implementar mediante un impuesto tipo IVA frente a otras modalidades impositivas como eran los impuestos plurifásicos en cascada o monofásicos (de fabricación, mayoristas o minoristas). El impuesto sobre el valor añadido, como su nombre indica, grava el valor a medida que el mismo se añade en las diferentes etapas de producción y distribución de los bienes y servicios, circunstancia que permite conocer con exactitud en cada etapa cuál es el valor del bien gravado y cuál es la correspondiente cuota impositiva. Por eso, en las operaciones de comercio internacional resultaba sencillo aplicar el principio de tributación en destino, al poder practicarse con facilidad el correspondiente ajuste en frontera, de manera que los bienes salieran del país de origen sin el impuesto sobre el consumo y fuese el país de destino quien gravara dicho consumo de acuerdo con su nivel impositivo. De esta manera el precio relativo de los productos no quedaba alterado por diferencias impositivas entre países y se aseguraba la neutralidad de la imposición sobre el consumo. La aprobación en 1977 de la conocida como «Sexta Directiva» (1) constituyó un avance importante en el proceso de armonización del IVA al establecerse una estructura y funcionamiento común en todos los Estados miembros.

La armonización en la imposición indirecta se extendió a los impuestos especiales de fabricación sobre el alcohol, el tabaco y los hidrocarburos con la entrada en vigor del mercado único en 1993 y la consiguiente desaparición de los controles aduaneros en las fronteras internas de los Estados miembros. El alcance de la armonización se amplió posteriormente a partir de 2004 a la mayoría de los productos energéticos con el objetivo de reforzar el funcionamiento del mercado único, a la vez que se quería fomentar un uso más eficiente de la energía y una reducción en las emisiones contaminantes (2).

En relación con la imposición directa, el alcance de la armonización comunitaria ha sido mucho más limitado. En 1990 se aprobaron sendas directivas con el objetivo, respectivamente, de facilitar las reestructuraciones societarias de entidades situadas en distintos Estados miembros y eliminar la doble imposición de beneficios distribuidos en operaciones entre matrices y filiales situadas también en distintos Estados miembros. Posteriormente, en 2003, en el contexto del denominado «Paquete fiscal», el ámbito de esta última directiva se amplió y se mejoró su funcionalidad, además de aprobarse dos nuevas directivas, sobre la fiscalidad del ahorro en forma de pago de intereses y sobre el pago de intereses y cánones entre empresas asociadas.

A la vista de estos resultados podemos afirmar que el objetivo principal que básicamente ha primado en la política tributaria de la UE ha sido lograr un correcto funcionamiento del mercado único mediante la armonización de aquellos impuestos que por su naturaleza más podían obstaculizarlo. El objetivo de este capítulo es precisamente analizar la fiscalidad de la UE, estudiando los cuatro elementos fundamentales de la armonización fiscal que están en la agenda política de la UE para los próximos años. A saber: la necesaria reforma del IVA, la posible imposición de las transacciones financieras, la reforma de la imposición de los productos energéticos y la introducción de una base común consolidada en el impuesto sobre sociedades.

La Unión Europea, pionera en la aplicación del IVA, no ha sido capaz de adaptar la normativa comunitaria a la realidad cambiante. El contexto político y económico de 1977, cuando se aprueba la Sexta Directiva, dista mucho del actual, por lo que el IVA comunitario necesita de una importante reforma que permita su simplificación y elimine distorsiones. Cnossen (2003) incluso habla del «anacronismo» del IVA europeo.

La imposición del sector financiero, y más en particular de las transacciones financieras, forma parte del debate público en gran parte como consecuencia del papel que algunas instituciones financieras han tenido en el desarrollo de la crisis. La elevada movilidad de las operaciones financieras provoca que el ámbito territorial de la imposición sea importante, por lo que parece razonable plantearse su gravamen en toda la UE.

La necesidad de asegurar un uso eficiente de la energía que además sea compatible con un menor impacto contaminante lleva a la Comisión Europea a plantearse nuevamente (ya lo intentó en los años noventa) la utilización de la fiscalidad como un instrumento de política ambiental, de manera complementaria al mercado de emisiones y a medidas regulatorias.

Finalmente, y en lo que puede representar un paso muy importante en la armonización de la imposición directa, la UE se plantea la creación de una base común consolidada en el impuesto sobre sociedades que permita a las empresas que operen en varios Estados miembros determinar un único beneficio para toda la UE y tener como interlocutor a una única administración tributaria. De esta manera, se pretende aprovechar al máximo los beneficios derivados del mercado único, sin tener que hacer frente a los costes inherentes a veintiocho impuestos sobre sociedades distintos y a veintiocho administraciones tributarias distintas.

En definitiva, las cuatro cuestiones inciden en el correcto funcionamiento del mercado único y por esta razón la UE las recoge en su agenda para los próximos años. ¿Qué se puede afirmar del análisis de las propuestas? Como se explica en las conclusiones finales, de llevarse a cabo las reformas propuestas se produciría un cambio cualitativo muy importante en la política tributaria de la UE. Los Estados miembros han sido tradicionalmente muy reticentes a ceder soberanía fiscal, circunstancia que, por un lado, ha ralentizado el ritmo de los avances y, por otro, ha impedido ir más allá en ámbitos donde las propuestas realizadas han sido finalmente retiradas por falta de apoyo (3). Ahora bien, las circunstancias están cambiando. La crisis económica y financiera ha provocado, como bien se muestra en otros capítulos de este número de PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA, un importante reforzamiento de las políticas comunitarias en ámbitos como el financiero o la política fiscal, donde hasta hace poco era inimaginable que se pudiera producir. Que estos cambios se vayan a dar también en el campo de la

armonización fiscal resulta difícil de aventurar, pero sí resulta evidente que la necesidad para una mejora de la fiscalidad de la UE será cada vez mayor.

## II. EL IVA COMUNITARIO

### 1. Antecedentes

La elección del IVA como modalidad de imposición general sobre el consumo va muy ligada al objetivo de crear un mercado común en el cual las diferencias en el nivel de imposición sobre el consumo no alteraran los precios relativos de los productos, evitando con ello distorsiones en la competencia entre países. En efecto, los ajustes en frontera en las exportaciones e importaciones entre los Estados miembros se podían realizar con facilidad bajo un impuesto tipo IVA, en el cual al gravar en cada fase únicamente el valor añadido la cuota impositiva se diferenciaba claramente del valor del bien. Esta circunstancia, sin embargo, no era posible bajo los impuestos en cascada, en los cuales el impuesto se aplicaba sobre todo al precio, de manera que la cuota impositiva se integraba con el precio del producto. Por esta razón, ya en 1967 los seis Estados miembros de la entonces llamada Comunidad Económica Europea acordaron reemplazar sus respectivos impuestos sobre las ventas por un IVA y posteriormente, en 1977, se aprueba la Sexta Directiva (Directiva 77/388/CEE) que establece un verdadero código del IVA europeo. Era tal la importancia dada al impuesto que su implementación pasó a ser condición necesaria para poder ser miembro de la Unión Europea, como le sucedió a España cuando se integró en la UE en 1986.

### 2. Los problemas del IVA comunitario (4)

Europa, que fue la pionera del IVA en todo el mundo (5), sin embargo, no ha sido capaz de adaptar la normativa del impuesto a una realidad económica y social cambiante y, por consiguiente, muy distinta de la existente en 1977 cuando se armonizó el IVA. La importancia creciente de los servicios en la economía, la introducción de Internet y la globalización de la producción empresarial son factores suficientemente relevantes como para haber provocado un cambio en el diseño y funcionamiento del IVA (Bettendorf y Cnossen, 2014).

Además, la filosofía seguida al aprobar la Sexta Directiva fue mantener el *statu quo* de cada país y, por tanto, ofrecer el mismo tratamiento que había

antes de introducir el IVA, lo que provoca la existencia de numerosas exenciones y tratamientos especiales. Esta filosofía se ha mantenido en la incorporación de nuevos países, lo que supone regular más peculiaridades y tratamientos excepcionales. Ahora bien, la literatura académica coincide en señalar que el IVA no es un buen instrumento para realizar políticas sociales y que hay otros instrumentos mucho más eficientes para mejorar la progresividad del conjunto del sistema fiscal (Crawford *et al.*, 2010).

En consecuencia, el IVA comunitario ha variado poco desde 1977, principalmente como consecuencia del requisito de la unanimidad entre todos los Estados miembros que impera en el ámbito tributario. La normativa está plagada de exenciones, tipos reducidos y tratamientos especiales que, además de generar distorsiones, complican el impuesto, incrementando los costes del cumplimiento, tanto para las administraciones tributarias como para las empresas. Y, además, generan un coste recaudatorio considerable.

#### 2.1. La eficiencia recaudatoria del IVA

Una manera sencilla de analizar el comportamiento recaudatorio del IVA es estimando algún indicador que permita reflejar si el impuesto consigue gravar la totalidad del consumo final que, de hecho, constituye su base potencial. El indicador actualmente más utilizado en los estudios internacionales es el denominado Índice de Recaudación del IVA (IRIVA), que se calcula como la relación entre recaudación real y recaudación potencial, esto es,

$$IRIVA = \frac{RIVA}{BP \times t},$$

donde *RIVA* es la recaudación real del IVA, *BP* la base potencial y *t* el tipo impositivo general. La recaudación real se obtiene a partir de datos fiscales, mientras que la base potencial se obtiene de la contabilidad nacional.

Como se puede observar en el cuadro n.º 1, la media del índice para los países de la UE-15 durante el periodo 2003-2009 es de 0,55, mientras que en el caso español el valor medio es aún más reducido, 0,49 (6). Esto significa que la recaudación real del IVA comunitario se sitúa en torno a la mitad de la recaudación potencial, valor sin duda muy reducido que indica que la mitad del consumo no se grava o si se hace es de manera favorable, con la

CUADRO N.º 1

## ÍNDICE DE RECAUDACIÓN DEL IVA

	2003	2005	2007	2008	2009	Media
UE-15 .....	0,55	0,57	0,57	0,55	0,49	0,55
España .....	0,53	0,56	0,55	0,46	0,35	0,49

Fuente: Comisión Europea (2011a).

consiguiente pérdida recaudatoria. Esta situación contrasta en cambio con la de otros países que introdujeron el IVA mucho después, pero que aprendieron de la experiencia europea y establecen una base mucho más amplia, sin apenas tratamientos especiales. El caso más llamativo es el de Nueva Zelanda, cuyo IRIVA se sitúa prácticamente en la unidad, como consecuencia de la casi total ausencia de exenciones y de la existencia de un único tipo general.

## 2.2. Las exenciones

La directiva comunitaria establece la exención de numerosos bienes y servicios atendiendo a dos grandes argumentos (Durán Cabré, 2013). En primer lugar, para compensar la supuesta regresividad del IVA y fomentar el consumo de bienes y servicios que se pueden considerar como preferentes, se prevé la exención de la mayoría de operaciones relacionadas con la sanidad, la educación y los servicios sociales y culturales. La exención permite que los precios de dichos bienes y servicios sean menores, beneficiando con ello a los consumidores finales de dichos productos. En segundo lugar, por razones en este caso técnicas, se establece la exención de la mayoría de servicios financieros y de seguros, así como de determinadas operaciones relacionadas con los bienes inmuebles y el juego.

Sin embargo, las exenciones provocan graves problemas, como bien señala la literatura académica (véase, por ejemplo, Cnossen, 2003; Durán Cabré, 2010; Mirrlees *et al.*, 2011). De manera resumida, cabe destacar:

— Las exenciones provocan que la empresa cuyos bienes o servicios están exentos no se pueda deducir el IVA que soporta en sus compras (7). En consecuencia, decisiones empresariales como, por ejemplo, la externalización de determinados servicios (mantenimiento informático, servicio de limpieza, etcétera) se ven distorsionadas por el IVA que deja de ser neutral.

— El IVA soportado no deducible se mezcla a partir de la fase exenta con el precio de los productos, en contra de la lógica del IVA de separar siempre la cuota del impuesto del precio de los productos. Esto significa que el precio de los bienes y servicios exentos adquiridos a estas empresas incluye un IVA oculto, no deducible. Por tanto, las empresas acaban pagando un precio superior (si hubiera un IVA explícito se lo podrían deducir), mientras que los precios son inferiores para los consumidores finales.

— El IVA también deja de ser neutral en las operaciones de comercio internacional, incluidas las intracomunitarias, puesto que las empresas que operen en el exterior incorporan a sus precios el IVA soportado de su país y que no se han podido deducir.

— La normativa del impuesto se complica al tener que regular con detalle las operaciones declaradas exentas, pero siempre se dan situaciones dudosas en las cuales no será fácil determinar si caen dentro o fuera del ámbito de la exención. La propia Comisión Europea (2010a) señala que la solución a la incertidumbre en el alcance de numerosas exenciones se acaba dejando en manos del Tribunal de Justicia.

— Las exenciones dificultan el cumplimiento del impuesto por parte de aquellas empresas que simultáneamente realizan operaciones exentas y operaciones que no lo están, porque en estos casos tendrán que aplicar algunos de los mecanismos que las normativas estatales permiten para determinar la parte del IVA soportado que es deducible y la parte que no lo es. En España, por ejemplo, la regla de la prorata, en su doble variante general o especial, o la tributación por sectores diferenciados de la actividad.

## 2.3. Los tipos reducidos

La directiva permite que determinados bienes y servicios, que expresamente se mencionan en su Anexo III, puedan tributar a un tipo reducido. Los tipos reducidos se justifican principalmente por razones sociales, para atenuar el impacto regresivo del IVA que, al ser un impuesto general sobre el consumo, grava todos los bienes y servicios, incluso aquellos que se pueden considerar de primera necesidad. Sin embargo, los estudios empíricos demuestran que el mayor ahorro en términos absolutos lo obtienen los hogares más ricos (Institute for Fiscal Studies, 2011a). Centrándonos en los resultados del

CUADRO N.º 2

**AHORRO DERIVADO DE LOS TIPOS REDUCIDOS EN ESPAÑA (2009)**

DECILA	SEGÚN RENTA		SEGÚN GASTO	
	€/ año	% gasto	€/ año	% gasto
	(1)	(2)	(3)	(4)
1 .....	722	3,84	444	4,03
2 .....	785	3,69	623	3,76
3 .....	836	3,53	723	3,66
4 .....	926	3,57	843	3,62
5 .....	967	3,48	938	3,55
6 .....	1.008	3,30	1.034	3,50
7 .....	1.081	3,24	1.115	3,37
8 .....	1.149	3,18	1.244	3,25
9 .....	1.296	3,10	1.451	3,11
10 .....	1.479	2,87	1.831	2,76

Fuente: Institute for Fiscal Studies (2011a).

caso español, como se observa en el cuadro n.º 2, y con independencia de que los hogares se ordenen según su nivel de renta (columna 1) o su nivel de consumo (columna 3), el ahorro de la decila formada por los hogares más ricos es muy superior al obtenido por los hogares con menos recursos. El ahorro por decilas de hogares va desde 722 a 1.479 euros si se ordenan según renta, o de 444 a 1.831 euros si se ordenan según gasto. No obstante, si se analiza el peso que el ahorro tiene sobre el gasto anual de cada decila, por tanto en términos relativos, se observa cómo con los dos criterios de ordenación (columnas 2 y 4) el ahorro disminuye a medida que los hogares disponen de más recursos. Por tanto, la conclusión es que los tipos reducidos permiten ciertamente mejorar la progresividad del IVA, ahora bien, no son un buen instrumento para mejorar la progresividad del conjunto del sistema fiscal (Crawford *et al.*, 2010). Existen otros instrumentos al alcance de los gobiernos, como por ejemplo el impuesto sobre la renta o las ayudas sociales ofrecidas a través del gasto público, que son más apropiados si el objetivo es mejorar la progresividad global del sistema fiscal (8).

### 3. ¿Qué se puede hacer con el IVA comunitario?

Los problemas que genera el actual IVA comunitario son importantes, como se acaba de ver. Además, desde el inicio de la crisis económica, 16 países de la UE-27 han aumentado el tipo general del IVA, cuyo tipo medio ha pasado del 19,5 al 21,1 por 100.

Algunos países, como España, lo han aumentado más de una vez. Si el papel del IVA en los sistemas fiscales aún va a ser mayor en un futuro, los problemas derivados de las exenciones y demás tratamientos especiales también serán mayores. La necesidad de reformar el IVA resulta sin duda inaplazable, más teniendo en cuenta que existe un cierto consenso en el ámbito académico sobre cómo se puede mejorar el impuesto.

Consciente de la importancia del IVA en los sistemas fiscales actuales y de los inconvenientes que genera la actual normativa, la Comisión Europea publicó en 2010 un Libro Verde sobre el futuro del IVA, cuyo título pone claramente de manifiesto cuál es su objetivo: «Towards a simpler, more robust and efficient VAT system» (Comisión Europea, 2010b). La Comisión propone una revisión global del IVA con el objetivo de lograr un impuesto más coherente con el correcto funcionamiento del mercado único, más eficiente como instrumento recaudatorio y con unos costes de cumplimiento menores. Como continuación a la publicación del Libro Verde, se abrió un periodo público de consultas entre los agentes interesados sobre cómo se podría mejorar el IVA y en paralelo se han ido encargando estudios que evalúan las consecuencias de los diferentes elementos del IVA. En diciembre de 2011 la Comisión aprobó una comunicación, COM(2011) 851, que marca las características fundamentales de hacia dónde debe ir el IVA comunitario. Posteriormente, el 15 de mayo de 2012 el Consejo de la UE asumió muchas de estas características, entre las cuales cabe destacar las siguientes:

- Examinar si las razones económicas, sociales o técnicas que justificaron las exenciones en el IVA siguen siendo válidas y si se puede mejorar su aplicación. El fin debe ser eliminar las exenciones injustificadas y ampliar la base del impuesto, para contribuir al crecimiento económico y a la consolidación fiscal.

- Revisar el uso de tipos impositivos reducidos con el objetivo de limitar al máximo posible su aplicación, teniendo en cuenta además que, antes de aplicar el tipo reducido, siempre deben valorarse instrumentos alternativos más eficientes.

- Abandonar el principio de tributación en origen como objetivo a aplicar en las operaciones intracomunitarias y centrar los esfuerzos en mejorar el funcionamiento del IVA bajo el principio de tributación en destino.

— Facilitar el funcionamiento de un sistema de «ventanilla única» para aquellas empresas que operan en varios Estados miembros, en particular para las pequeñas y medianas empresas (9).

— Establecer un portal de Internet sobre el IVA de la UE que informe sobre el funcionamiento del IVA en los distintos Estados miembros.

— Regular un modelo estándar de autoliquidación del IVA para toda la UE.

En la línea de la comunicación de la Comisión de 2011, más recientemente, el 22 de julio de 2013, el Consejo de la UE aprobó dos modificaciones en la directiva del IVA con el objetivo de combatir mejor el fraude en el IVA, en particular en las operaciones intracomunitarias consecuencia de prácticas como el conocido «fraude carrusel». Los dos cambios son la introducción de un «mecanismo de reacción rápida», que permite a los Estados miembros aplicar durante un periodo breve de tiempo la inversión del sujeto pasivo para determinadas operaciones sujetas al IVA; y la aplicación también temporal de la inversión del sujeto pasivo para las operaciones de determinados sectores, como el de telefonía móvil, ordenadores portátiles y tabletas electrónicas, entre otros. En los dos casos, por tanto, es el destinatario de la operación quien debe aplicar el IVA (autorrepercusión), IVA que a la vez se lo podrá deducir, para evitar así que el destinatario de la operación se pueda deducir un IVA que sin embargo no ha sido ingresado por la empresa que se lo repercutió.

### III. EL GRAVAMEN DE LAS TRANSACCIONES FINANCIERAS

El gravamen de las transacciones financieras no es un tema nuevo. Es conocido que ya en 1972 Tobin propuso un impuesto internacional en todas las operaciones al contado (*spot*) de una divisa a otra, cuyo tipo impositivo sería proporcional al importe de la transacción (Tobin, 1978). Ahora bien, el papel desempeñado por las entidades financieras en el desarrollo de la crisis económica y el coste que para el erario público ha tenido en algunos países el rescate de ciertas entidades han provocado que la imposición del sector financiero, y más en particular de las transacciones financieras, vuelva a centrar el debate público. En este caso también en el ámbito comunitario, sin duda por las implicaciones que tiene gravar operaciones de fácil movilidad. No obstante, antes de entrar en el análisis de lo que

constituye la propuesta más reciente de la Comisión Europea, creo necesario analizar qué tratamiento reciben los servicios financieros en el IVA, puesto que ambas cuestiones están sin duda relacionadas.

#### 1. La exención de las operaciones financieras en el IVA

La gran mayoría de los servicios financieros están exentos de tributación en el IVA, impuesto que como hemos visto, en teoría pretende gravar el consumo final de cualquier tipo de bien o servicio, también los financieros. No obstante, a diferencia de lo que ocurre con la práctica totalidad de exenciones en el IVA, la exención de los servicios financieros se fundamenta en razones de índole técnica.

En efecto, el valor añadido en cada fase de la cadena de producción y distribución de bienes y servicios se determina en el IVA comunitario de manera indirecta, operación a operación. Esto es, en cada entrega de bienes o prestación de servicios las empresas quedan obligadas a repercutir un IVA sobre el valor de la operación realizada. Y al liquidar el IVA las empresas se pueden deducir el impuesto soportado en cada una de sus compras, de manera que por la diferencia entre ventas y compras se determina el valor añadido por cada empresa. En consecuencia, para poder aplicar el IVA de acuerdo con su funcionamiento habitual es necesario conocer el valor de cada operación gravada, algo que no sucede con numerosos servicios financieros. El cobro de la nómina en la cuenta corriente, el pago domiciliado del teléfono móvil, la concesión de un préstamo o el retirar dinero con una tarjeta de crédito son ejemplos de servicios financieros que generalmente no tienen un precio explícito. Esto no significa que no haya un consumo de servicios y que los mismos no tengan un valor, pero el problema es que este valor solo se puede conocer de manera agregada a través del margen de intermediación de la entidad y no operación a operación. De hecho, la Comisión Europea (2010c) estima que en torno a dos tercios del total de los servicios financieros no tienen un precio explícito.

Esta exención, como hemos visto en la sección anterior al analizar el IVA, genera distorsiones. Las entidades financieras no pueden deducirse el IVA soportado en sus compras, por lo que se convierte en un coste más. Lógicamente, este coste se trasladará, al menos en parte, de manera implícita en el precio de sus servicios. Si con frecuencia se ha criticado que el crédito ha sido demasiado fácil y barato

para los particulares, mientras que difícil y caro para las empresas, la exención del IVA ayuda negativamente en los dos sentidos (Institute for Fiscal Studies, 2011b). Para las empresas sería mejor que se aplicara el IVA, al poder deducirse el IVA soportado. Asimismo, se incentiva la integración vertical del máximo número de actividades frente a la posible externalización de determinados servicios que en el ámbito financiero pueden resultar muy importantes (por ejemplo, seguridad, limpieza, servicios informáticos). En un estudio del Institute for Fiscal Studies británico (2011c) se estima que las cuotas de IVA no deducibles por el sector financiero español representan un coste adicional de sus compras del 6,05 por 100 (10). Además, las instituciones financieras europeas compiten en desigualdad de condiciones con las instituciones de otros países, y dentro de la propia Unión Europea se ven discriminadas las situadas en países con mayores tipos impositivos con respecto a las situadas en países con tipos más reducidos.

Por consiguiente, las consecuencias de la exención de los servicios financieros son sin duda negativas. Esta situación no es nueva y la propia Comisión Europea inició ya a mediados de los años noventa un debate sobre la posibilidad de gravar los servicios financieros en la línea de un impuesto sobre los flujos monetarios (*cash-flow*) (11), debate que permitió identificar como viable un determinado método de aplicación del IVA (*cash-flow* ajustado) (12), que posteriormente se abandonó por las importantes dudas que surgían sobre su viabilidad en la práctica. No obstante, el número creciente de conflictos ante el Tribunal de Justicia de Europa llevó a la Comisión a aprobar en 2007 una propuesta de directiva que perseguía definir mejor el ámbito de la exención de los servicios financieros, así como obligar a todos los Estados miembros a ofrecer a las empresas la posibilidad de aplicar el IVA si así lo decidían voluntariamente. Sin embargo, una vez más esta propuesta de modificación tampoco ha llegado a buen puerto, al menos de momento.

Fuera de la Unión Europea, en el sistema comparado cabe destacar las experiencias de Australia, Nueva Zelanda y Singapur, que buscan mejorar la neutralidad del impuesto para las instituciones financieras permitiéndoles que el IVA soportado sea en parte deducible. Si bien con importantes diferencias en cada país, la idea común es que las instituciones financieras se puedan deducir el IVA soportado en función del peso que tengan los servicios financieros prestados a empresas sobre el total de los servicios financieros prestados (tanto a

empresas como a particulares). Por tanto, la finalidad es eliminar distorsiones, pero los servicios financieros siguen sin estar gravados. La excepción más relevante la encontramos en Israel, donde sí se grava al tipo general del impuesto el valor añadido por las instituciones financieras. En concreto, el valor añadido se determina directamente sumando beneficios empresariales y salarios de las instituciones financieras. Por tanto, también implica determinar el valor añadido de manera agregada, no operación a operación, por lo que su funcionamiento se aleja mucho del IVA comunitario.

## 2. La propuesta de un impuesto sobre las transacciones financieras

En septiembre de 2011 la Comisión Europea planteó una propuesta de directiva para establecer un sistema común de impuesto sobre las transacciones financieras, COM(2011) 594 final. Los objetivos de la propuesta eran tres:

- Armonizar la imposición indirecta sobre las transacciones financieras a fin de asegurar el correcto funcionamiento del mercado único.
- Asegurar que las entidades financieras realicen una contribución sustancial y justa a la financiación de los costes derivados de la crisis económica.
- Crear los desincentivos apropiados para transacciones que no refuerzan la eficiencia de los mercados financieros.

Esta propuesta nació bajo el amparo legal de la armonización fiscal, lo que implicaba la necesidad de alcanzar la unanimidad de todos los Estados miembros para que se pudiese aprobar. Las dificultades inherentes a lograr la unanimidad en un tema tan delicado llevaron a que 11 Estados miembros (13) solicitaran al Consejo la autorización para plantear la introducción del impuesto bajo la cobertura legal, en este caso, del mecanismo de cooperación reforzada. El 14 de febrero de 2013 la Comisión Europea acordó presentar una propuesta de directiva para implementar la cooperación reforzada en el área de la imposición sobre las transacciones financieras, COM(2013) 71 final, propuesta básicamente inspirada en la inicial de 2011.

La propuesta pretende la armonización de los elementos fundamentales de un Impuesto sobre las Transacciones Financieras (ITF, en adelante), con el

fin de garantizar el correcto funcionamiento del mercado único y evitar prácticas de arbitraje fiscal. No obstante, a su vez, se busca ofrecer un margen de maniobra suficiente para los Estados participantes de acuerdo con los principios de subsidiariedad y proporcionalidad previstos en el Tratado de la Unión Europea.

El impuesto gravaría todas las transacciones relacionadas con cualquier tipo de instrumento financiero, ya que son altamente sustitutivos. Entre otros, instrumentos negociables en el mercado de capitales, en el mercado monetario (a excepción de los instrumentos de pago), participaciones o acciones en instituciones de inversión colectiva y contratos de derivados.

Las transacciones gravadas deben ser realizadas por instituciones financieras establecidas en alguno de los Estados participantes, para lo cual se adopta como principio general la residencia, si bien complementada con el principio del lugar de emisión de los instrumentos para luchar contra posibles relocalizaciones. En consecuencia, se gravan únicamente las transacciones cuando hay un vínculo suficiente entre la transacción y el territorio de aplicación del ITF.

La propuesta de directiva fija unos tipos mínimos diferentes según las transacciones sean de derivados o de otros productos financieros, porque se entiende que la reacción de los mercados difiere en cada una de estas categorías. Los tipos impositivos propuestos son el 0,01 por 100 en las transacciones de derivados y el 0,1 por 100 en las demás transacciones. El objetivo deseado al fijar estos tipos es doble. Por un lado, fijar unos tipos suficientemente altos para lograr la armonización deseada, si bien dejando margen de maniobra a cada país para aumentarlos si lo considera conveniente. Por otro, que los tipos sean lo suficientemente bajos para evitar al máximo el riesgo de deslocalizaciones.

Alcanzar este doble objetivo resulta sin duda complejo y en todo caso, llegado el momento, habrá que ver cómo reaccionan los mercados ante este nuevo impuesto. El ITF es un impuesto en cascada que recae sobre instrumentos financieros que pueden ser transmitidos muchas veces a lo largo de su vida. Cuanto mayor sea el número de transmisiones, mayor será la carga fiscal sobre dichos instrumentos. En realidad, esto es precisamente lo que se pretende conseguir con el impuesto: gravar las externalidades negativas que generan transmisiones financieras muy frecuentes, especulativas, que pue-

den llegar a desestabilizar los mercados. Ahora bien, como se señala en el Informe Mirrlees (2011), la incidencia real del impuesto será clave a efectos de la valoración de sus efectos, porque es probable que un ITF acabe siendo trasladado hacia los ahorradores en forma de menores rendimientos. Para los autores de este informe puede estar justificado desear que las entidades financieras paguen por el papel que han tenido en la crisis económica, pero manifiestan sus dudas de que un ITF sea el mejor instrumento, cuando básicamente el problema tiene que ver con la regulación del sector. Por ello, en el Informe Mirrlees se aboga por replantearse el tratamiento favorable del sector financiero en el IVA más que por introducir un ITF (14).

#### IV. LOS IMPUESTOS ESPECIALES Y LA IMPOSICIÓN DE LA ENERGÍA

##### 1. La armonización de los impuestos especiales

En el campo de la imposición indirecta, con la entrada en vigor del mercado único en 1993 y la consiguiente eliminación de las aduanas en las operaciones intracomunitarias, la armonización comunitaria se extendió a los impuestos especiales de fabricación sobre el alcohol, el tabaco y los hidrocarburos. En estos impuestos, también conocidos como accisas y de manera similar a lo sucedido con el IVA, se establece una misma estructura (definición de los productos gravados, exenciones, forma de cálculo del impuesto, etcétera) y también unos tipos impositivos mínimos por encima de los cuales se pueden situar libremente los Estados miembros. El objetivo último presente es que los impuestos especiales no alteren el correcto funcionamiento del mercado único.

Estos impuestos se aplican en una única fase, en general en la fabricación o importación de los productos gravados, si bien la carga impositiva posteriormente se repercute con el objetivo de que sea el consumidor final quien acabe soportando el impuesto. Esto es coherente con la justificación principal de estos impuestos, como es corregir las externalidades negativas que el consumo de productos como el alcohol, tabaco e hidrocarburos genera.

Con la finalidad de mantener la neutralidad de las accisas en el comercio internacional y que diferencias en el nivel impositivo entre países no altere los precios relativos de los productos, al igual que

en el IVA, rige el principio de tributación en destino, esto es, se aplica el tipo impositivo del país donde se consume el producto.

## 2. El largo proceso en la imposición de la energía

La directiva comunitaria que regulaba el impuesto especial sobre hidrocarburos se reemplazó en 2004 por una nueva directiva (Directiva 2003/96/CE, de 27 de octubre de 2003) con el objetivo de extender el ámbito de aplicación del impuesto a todos los productos energéticos y a la electricidad. Además, como los tipos impositivos son específicos, esto es, una cuantía fija que se aplica sobre unidades físicas del producto gravado (por ejemplo, litros de gasolina) la nueva directiva intentó también actualizar el nivel mínimo de imposición exigible, cuyo valor real se deprecia con la inflación. De esta manera, la directiva de 2004 pretendía lograr un doble objetivo: mejorar el funcionamiento del mercado interior y ayudar a alcanzar los objetivos sobre reducción del nivel de emisiones de CO<sub>2</sub> derivados del Protocolo de Kioto.

El camino hasta la aprobación de la nueva directiva no fue fácil, como suele suceder en los temas impositivos en el ámbito comunitario. El proceso empezó el 30 de junio de 1992 con la presentación por la Comisión Europea de una propuesta de directiva de impuesto sobre las emisiones de dióxido de carbono y el consumo de energía, mal denominada «ecotasa» (15), cuya aplicación debía ser obligatoria e inmediata. No obstante, el temor al negativo impacto que un impuesto de estas características podría ocasionar sobre la industria europea impidió que en el seno de la Unión Europea se llegara a un acuerdo sobre el mismo. ¡El principio de la unanimidad ya condicionaba los avances cuando el número de Estados miembros era de 12! En mayo de 1995, la Comisión presentó una nueva propuesta de impuesto sobre las emisiones de CO<sub>2</sub> y el consumo de energía que, manteniendo el objeto imponible de la propuesta primera, establecía unos criterios de introducción y regulación más flexibles. No obstante, tampoco fue posible alcanzar un acuerdo sobre esta segunda propuesta, circunstancia que provocó el abandono de la idea de gravar comunitariamente las emisiones de CO<sub>2</sub> y, posteriormente, llevó a una importante reorientación de la propuesta comunitaria. En concreto, el 12 de marzo de 1997, la Comisión presentó una propuesta de imposición sobre los productos energéticos que pretendía ampliar el ámbito de aplica-

ción de la imposición sobre hidrocarburos extendiéndola a todos los productos energéticos. Esta propuesta constituye el origen de la directiva finalmente aprobada en octubre de 2003. El periodo necesario para alcanzar el acuerdo, en ese momento ya entre 15 Estados miembros, fue de más de seis años. Y para ello, nuevamente, se tuvieron que establecer numerosos tratamientos especiales o transitorios que permitieran su ratificación por parte de todos los Estados miembros.

Más recientemente, el 13 de abril de 2011, la Comisión Europea presentó una propuesta para introducir una profunda reforma en la imposición sobre los productos europeos, cuya filosofía es similar a la de la infructuosa propuesta de 1992. El objetivo es gravar todos los productos energéticos de acuerdo con su contenido energético y su contenido de carbono, ponderando a partes iguales cada variable. De esta manera se persigue fomentar, por un lado, la eficiencia energética y, por otro, el consumo de los productos más favorables con el medio ambiente. Asimismo, una vez más, la Comisión pretende eliminar distorsiones existentes en el correcto funcionamiento del mercado único. Y con el objetivo de proteger la competitividad de las empresas europeas, se prevén tratamientos especiales, además de una implementación gradual.

## V. LA BASE IMPONIBLE COMÚN CONSOLIDADA EN EL IMPUESTO SOBRE SOCIEDADES

Las empresas que operan en más de un Estado miembro deben cumplir con la normativa fiscal de cada país donde estén situadas. Esto supone conocer normativas distintas y tratar con autoridades tributarias diferentes, lo que sin duda puede representar unos costes de cumplimiento considerables. Cuanto mayor sea el número de Estados miembros de la UE y el número en los que se opera, mayores serán estos costes, que, por tanto, constituyen un obstáculo al buen funcionamiento del mercado único.

En 2001 la Comisión Europea ya presentó un plan de actuación centrado en el estudio de dos grandes propuestas: 1) Introducir un sistema de tributación de acuerdo con las normas del país de origen; y 2) Aprobar una base de tributación consolidada común.

La primera propuesta (COM/05/702) se centraba solamente en las pequeñas y medianas empresas

operando en más de un Estado miembro. Se les permitiría, según la propuesta, determinar su base imponible de acuerdo con la normativa de su país de origen, de manera que no tenían que conocer la normativa de cada Estado. Esta propuesta, que se basaba en un estudio de Lodin y Gammie (2001), se centraba únicamente en las pymes porque los costes derivados de cumplir con varias normativas son proporcionalmente más elevados para ellas que para las grandes empresas. El sistema se preveía voluntario tanto para las empresas como para los países acogidos al mismo y se fijaba un periodo de prueba de cinco años. Ahora bien, como ha sucedido con otras propuestas, esta no ha avanzado y en la actualidad la Comisión está centrada en la segunda de las propuestas ya previstas en el plan 2001.

En concreto, en un acuerdo de 16 de marzo de 2011 (COM/2011/121) la Comisión propone crear una base imponible común consolidada en el impuesto sobre sociedades, de forma que las empresas que operen en más de un Estado miembro puedan, si así lo solicitan de manera voluntaria, determinar una única base imponible a efectos del impuesto sobre sociedades de todos los países comunitarios. La propuesta de directiva se centra únicamente en el cálculo de una base común, de manera que cada país podría seguir aplicando el tipo impositivo que considere oportuno. Por tanto, cada país mantendría su propio impuesto sobre sociedades, como en la actualidad, pero con la novedad de que además habría una base imponible común para las empresas que operen en más de un Estado.

La base imponible común consolidada reflejaría el resultado fiscal, determinado de acuerdo con una misma normativa, que una sociedad o grupo de sociedades obtiene en todo el territorio de la UE. Ahora bien, para que cada Estado miembro pueda gravar la parte del beneficio total que le corresponda es necesario establecer un mecanismo objetivo de reparto territorial del beneficio. Por esta razón, como sucede en países federales como Canadá o Estados Unidos, la propuesta de directiva prevé una fórmula de reparto que distribuya el beneficio total entre los Estados miembros donde las empresas operen (16). En particular, se prevé utilizar tres factores indicativos de dónde se considera generado dicho beneficio: las ventas, los trabajadores y los activos. La consideración de las ventas permite tener en cuenta el interés del país destinatario de la operación, mientras que la ponderación de trabajadores y activos permite atender al interés del país de origen. La propuesta de directiva regula con detalle

cada uno de estos factores y a qué país le corresponde. Resumidamente, cada variable funcionaría de la manera siguiente:

— Ventas: el valor de los bienes vendidos se atribuye al lugar de destino de los mismos, y en el caso de los servicios se considera que corresponden al lugar donde físicamente se ha prestado el servicio.

— Trabajadores: este factor se obtiene de ponderar a partes iguales salarios y número de trabajadores, que en ambos casos se imputan en general al país desde donde se les retribuye.

— Activos: se consideran solo los activos fijos tangibles, puesto que difícilmente son móviles, y se valoran por su precio histórico, cuando no son amortizables, y por el valor medio anual a efectos fiscales, cuando sí lo sean. Como norma general los activos se atribuyen a su «propietario económico», lo que significa considerar tanto los activos en propiedad como en alquiler.

El objetivo de la propuesta es reducir significativamente la carga administrativa, los costes de cumplimiento y la incertidumbre legal que genera tener que cumplir con 28 sistemas impositivos diferentes a la hora de determinar los beneficios a tributar (17). Una base común permitiría tener que conocer solo la normativa común consolidada, de forma que sería más sencillo cumplir con los diferentes impuestos de cada Estado. Además, funcionaría un sistema de «ventanilla única», en virtud del cual las sociedades solo tendrían que presentar una única declaración en un único país, el de la residencia de la sociedad o donde estuviera la matriz en el caso de grupos. La Comisión también defiende que eliminaría los incentivos a alterar los precios de transferencia en las operaciones intragrupo, puesto que la base común consolidada sería la misma para toda la UE. Además, permitiría la compensación de pérdidas entre sociedades de un mismo grupo situadas en Estados miembros diferentes.

Ahora bien, no todo son ventajas y surgen también dudas sobre posibles efectos negativos de la propuesta. Sin ánimo de exhaustividad, no resulta difícil pensar en nuevos comportamientos oportunistas que aprovechándose de cierta discrecionalidad que la normativa permita intente asignar el beneficio a los países con menores tipos impositivos. Por ejemplo, los trabajadores deben asignarse, según la propuesta, al país desde el cual se les retribuya, excepto cuando el trabajador ejerza físicamente su trabajo bajo el control de una sociedad

situada en otro Estado miembro distinto, en cuyo caso se asignará a este otro país. Los grupos societarios sin duda desarrollarán nuevas prácticas de planificación fiscal, con el objetivo de reducir la factura fiscal global del grupo. En este sentido, resultará especialmente relevante reforzar la colaboración entre las administraciones tributarias de los Estados miembros, además de asegurar unos criterios similares a la hora de interpretar la normativa por parte de las distintas administraciones. No se puede olvidar, además, que una aplicación más laxa de la normativa puede servir como elemento adicional para atraer empresas. Al respecto, el anuncio reciente de que la Comisión Europea abrirá por primera vez una investigación oficial sobre posibles acuerdos ilegales sobre precios de transferencia entre las administraciones tributarias de tres países, Irlanda, Holanda y Luxemburgo, y tres grandes multinacionales, Apple, Starbucks y Fiat, respectivamente, constituye un claro ejemplo de que tan importante es una normativa como su correcta aplicación y control.

Igualmente, la base común coexistiría con los 28 impuestos sobre sociedades, lo que implica que las distintas administraciones tributarias tendrán que asegurar el correcto cumplimiento de dos sistemas distintos, lo que sin duda representa un mayor coste. Este coste, además, seguramente también lo tendrán las grandes empresas, que bien se encargarán de estimar cuál de los dos sistemas les resulta más rentable, puesto que la base común es opcional (18). No olvidemos que la definición de la base imponible será distinta, excepto que los países adapten la suya propia a la común, y como es sabido el tipo impositivo efectivo también depende de la base.

Asimismo, la propuesta implica superar las fronteras de los Estados, de manera que ciertamente se reduce el efecto de los precios de transferencia, pero no se elimina. Seguirá siendo relevante en operaciones intragrupo con sociedades situadas en terceros países, así como también en operaciones con sociedades vinculadas pero que no caen dentro de la definición prevista de grupo, de manera que no se integrarán en la base consolidada.

Por otro lado, la definición de una misma base tiene otros efectos importantes. Como señalan Auerbach *et al.* (2010), la base común aumentaría la competencia fiscal sobre los tipos impositivos, cuyas diferencias serían mucho más claras bajo una base imponible común. Asimismo, la propia definición puede incluir determinados incentivos, como

sucede por ejemplo con las actividades de I+D, lo que significa establecer una política común sobre estos otros objetivos extrafiscales. En este sentido, se ha destacado (Fuest, 2008) el efecto que puede tener en la competencia con terceros países, por las dificultades bien conocidas de modificar una directiva comunitaria una vez aprobada. Finalmente, también habrá que ver qué impacto tiene la base común sobre las bases de los impuestos sobre sociedades nacionales, puesto que puede suceder que los Estados adapten progresivamente sus bases a la común.

En definitiva, la propuesta dista de ser perfecta y suscita interrogantes sobre sus efectos, por lo que será necesario profundizar en su estudio, ahora bien, teniendo en cuenta que la situación actual también dista mucho de ser perfecta. Y es que no resulta fácil asegurar el correcto funcionamiento de un mercado único con los obstáculos derivados de la existencia de 28 impuestos sobre sociedades diferentes con sus respectivas administraciones tributarias.

## VI. CONCLUSIONES

Una reforma profunda del IVA, la imposición de las transacciones financieras, la reforma de la imposición de los productos energéticos y la aprobación de una base común consolidada en el impuesto sobre sociedades constituyen los cuatro elementos clave de la armonización fiscal en la UE prevista para los próximos años.

Desde un punto de vista económico, existe un cierto consenso sobre la necesidad de reformar el IVA y la imposición de los productos energéticos. En efecto, no deja de ser paradójico que allí donde nació el IVA, Europa, sea donde más compleja es su normativa y más distorsiones genera por no haber podido adaptarse a una realidad muy distinta de la de 1977, cuando se aprueba la Sexta Directiva. Por este motivo, el impuesto debe ampliar al máximo su base imponible, eliminando exenciones, tipos reducidos y en general tratamientos especiales que complican el impuesto, generan distorsiones, además de no ser un buen instrumento en términos coste-beneficio para alcanzar sus supuestos objetivos.

Asimismo, la imposición de los productos energéticos es un importante instrumento en manos de los Estados miembros que desde la Comisión Europea se quiere potenciar para lograr una mejora de la eficiencia energética y reducir su impacto conta-

minante, los dos objetivos fundamentales de la política energética de la UE. La Comisión pretende actualizar la desfasada normativa actual, sin menoscabo de la competitividad de las empresas europeas.

En el caso de la imposición de las transacciones financieras y de la creación de una base común consolidada en el impuesto sobre sociedades, la opinión de la literatura es más dispar. La armonización de la imposición sobre las transacciones financieras a nivel comunitario, mediante el mecanismo de la cooperación reforzada, pone de manifiesto el interés de los países participantes en gravar un sector, el financiero, que, por dificultades técnicas en el IVA, disfruta de un nivel menor de imposición. La movilidad de dichas operaciones justifica que su imposición se intente armonizar desde un ámbito territorial superior al de los Estados, si bien siguen surgiendo dudas sobre qué efectos puede tener en la deslocalización de estas operaciones. Igualmente, deben considerarse las distorsiones que pueda generar un impuesto en cascada y valorar si no sería mejor intentar gravar el valor añadido por las entidades financieras.

La creación de una base común consolidada en el impuesto sobre sociedades puede constituir un hito muy importante en el proceso de armonización fiscal de la UE. La lógica detrás de la propuesta es clara: 28 impuestos sobre sociedades distintos y 28 administraciones tributarias distintas constituyen un claro obstáculo para un funcionamiento eficiente del mercado único. Ahora bien, surgen dudas también sobre qué otros efectos puede tener la propuesta, por ejemplo, al potenciar nuevos comportamientos oportunistas de empresas, fomentar la competencia entre los Estados miembros en los tipos impositivos o establecer objetivos extrafiscales comunes.

El proceso de armonización fiscal seguido hasta la actualidad en el seno de la UE puede calificarse de todo menos de fácil y rápido. Es un proceso alambicado, sumamente lento, condicionado sin duda por el requisito de la unanimidad. Blundell (2013) habla de «la tiranía del *statu quo*» para reflejar la fuerte oposición que todo gobierno se encuentra al aprobar una reforma fiscal que, aun suponiendo una mejora de bienestar global, implique una mayor carga fiscal para determinados colectivos. En el ámbito de la UE el problema es que, ino encontramos con 28 *statu quo* distintos! Si la unanimidad es un importante obstáculo que dificulta la necesaria armonización fiscal, la utilización del mecanismo de cooperación reforzada aparece como una interesante alternativa que puede permitir en un futuro lograr

avances en ámbitos donde en otro caso se produciría un bloqueo continuo. Habrá que ver qué acaba sucediendo con la propuesta de gravamen sobre las transacciones financieras, pero ciertamente es una primera experiencia a tener presente por si el mecanismo de cooperación reforzada se extiende a otros ámbitos de la tributación.

En todo caso, sí parece que el reforzamiento de las competencias comunitarias en la política fiscal de sus Estados miembros pueda llevar a una mayor armonización en la normativa tributaria. La necesidad de una mejor fiscalidad en la UE será cada vez mayor. Y en un futuro, si se avanza hacia una unión fiscal, con un mayor peso del presupuesto comunitario, habrá lógicamente que replantear cómo se distribuye el poder tributario entre los Estados miembros y la propia UE.

#### NOTAS

(\*) El autor desea agradecer el apoyo recibido del Ministerio de Economía y Competitividad (ECO2012-37873) y de la Generalitat de Cataluña (2014 SGR 420).

(1) Directiva 77/388/CEE, de 17 de mayo de 1977, que fue reemplazada por la Directiva 2006/112/CE, de 28 de noviembre de 2006, una versión refundida de la primera.

(2) Directiva 2003/96/CEE, de 27 de octubre de 2003.

(3) El Informe Neumark de 1962 y las recomendaciones del Comité Ruding de 1994 son dos claros ejemplos de lo sucedido.

(4) El IVA comunitario se analiza con mayor detalle en DURÁN CABRÉ (2013).

(5) La idea de un impuesto tipo IVA fue propuesta por primera vez por un empresario alemán, Wilhelm Von Siemens, en los años veinte del siglo xx, pero no es hasta 1954 cuando se introduce por primera vez en Francia bajo la dirección de Maurice Lauré, inspector de tributos francés considerado habitualmente como el padre del IVA.

(6) El IRIVA tiende a disminuir en el periodo 2003-2009, de manera muy clara en el caso español. Esta tendencia viene provocada al menos en parte por la sensibilidad del índice al ciclo económico. La COMISIÓN EUROPEA (2011a: 209) señala los siguientes factores como explicativos de esta reducción: un cambio en el patrón de consumo hacia bienes más básicos que suelen tributar a tipos reducidos; la caída en las ventas de viviendas (que provoca una bajada en la recaudación del impuesto sin afectar a la base potencial del índice al no considerarse como consumo final en la contabilidad nacional); el aumento en la morosidad e insolvencias empresariales; y los aplazamientos del impuesto ofrecidos como consecuencia de la crisis por muchos países.

(7) Esto significa que con la exención se renuncia a gravar el valor añadido en la fase exenta, pero no el valor añadido en las fases previas. Técnicamente esto sí sería posible permitiendo, por tanto, la deducción del IVA soportado, pero el coste recaudatorio sería mucho mayor. En todo caso, la directiva comunitaria no lo permite, excepto para algún país donde sí existe la posibilidad de aplicar un tipo 0 sobre determinados productos, como los alimentos o la ropa de niños en Reino Unido.

(8) Este fue el argumento utilizado en Nueva Zelanda cuando en 1986 se introdujo el IVA y se rechazó aplicar un tipo del 0 por 100 a los alimentos, como tributaban con anterioridad. (véase DICKSON y WHITE, 2008).

(9) Este mecanismo entrará en vigor en 2015 para los servicios de telecomunicaciones, televisión y radio, así como los servicios prestados por vía electrónica. Será voluntario y permitirá a los operadores acogidos al mismo no tener que estar dados de alta en cada uno de los Estados donde se consuman sus servicios y presentar una única declaración *on line* en el Estado donde estén situados.

(10) El estudio está realizado para el año 2005, por lo que cabe suponer que el sobrecoste de los *inputs* habrá aumentado con el incremento que se ha producido en los tipos impositivos del IVA español.

(11) Los flujos de entrada (por ejemplo, constitución de depósitos o devolución de un préstamo, principal más intereses) se equiparan a las ventas, mientras que los flujos de salida (por ejemplo, concesión de préstamos o cancelación de depósitos, principal más intereses) se consideran compras.

(12) El sistema fue propuesto por Poddar e English (1997) y ha sido analizado en profundidad en sendos estudios realizados para la Comisión Europea por PRICEWATERHOUSECOOPERS (2006). Otra propuesta interesante es la realizada por ZEE (2005).

(13) Bélgica, Alemania, Estonia, Grecia, España, Francia, Italia, Austria, Portugal, Eslovenia y Eslovaquia.

(14) Resulta muy interesante también el estudio de Keen *et al.* (2010) sobre las diferentes alternativas de impuesto sobre las actividades financieras.

(15) En el sistema fiscal español, la tasa es un tipo de tributo que se aplica en base al principio del beneficio, esto es, a cambio de un determinado servicio o actividad pública que beneficia directamente al obligado tributario. El error en la denominación viene de la mala traducción del inglés, donde *tax* es impuesto, no tasa. De manera similar, se suele hablar erróneamente de «tasa Tobin».

(16) Este tipo de fórmula, conocida en inglés como *apportionment formula*, se utiliza en países federales donde existen impuestos subcentrales sobre sociedades y la recaudación, por tanto, se tiene que repartir entre los diversos gobiernos de un mismo país.

(17) Según un estudio encargado a Deloitte y mencionado por la Comisión Europea (2011b), los costes indirectos fiscales derivados de crear una filial en otro Estado miembro superan los 140.000 euros para grandes empresas y los 128.000 euros en el caso de las pymes. De acuerdo con el estudio, con la introducción de una base común, los costes bajarían un 62 y un 67 por 100, respectivamente.

(18) Panayi (2011) señala que ello supone un perjuicio para las pymes, puesto que solamente las grandes empresas tienen medios para estimar las ventajas de cada sistema alternativo.

**BIBLIOGRAFÍA**

AUERBACH, A.; DEVEREUX, M.P., y SIMPSON, H. (2010), «Taxing Corporate Income», en J. MIRRLEES, S. ADAM, T. BESLEY, R. BLUNDELL, S. BOND, R. CHOTE, M. GAMMIE, P. JOHNSON, G. MYLES y J. POTERBA (Eds.), *Dimensions of Tax Design: the Mirrlees Review*, Oxford University Press.

BETTENDORF, L., y CNOSSEN, S. (2014), «The Long Arm of the European VAT, Exemplified by the Dutch Experience». CESifo Working Paper Series n.º 4.730.

BLUNDELL, R. (2013), «Diseñando un sistema fiscal para el siglo XXI», en A. ESTELLER MORÉ y J.M. DURÁN CABRÉ (Dir.), *Por una verdadera reforma fiscal*, Ariel Economía, Barcelona.

CNOSSEN, S. (2003), «Is the VAT's Sixth Directive Becoming an Anachronism?», *European Taxation*, diciembre: 434-442.

COMISIÓN EUROPEA (2010a), «Commission Staff Working Document. Accompanying document to the Green Paper. On the future of VAT. Towards a simpler, more robust and efficient VAT system». SEC(2010) 1455 final.

— (2010b), «Green Paper. On the future of VAT. Towards a simpler, more robust and efficient VAT system». COM(2010) 695 final.

— (2010c), «Financial sector taxation». Taxation Papers WP 25.

— (2011a), «Summary of the impact assessment». Comission Staff Working Paper. SEC(2011) 316 final.

— (2011b), «Tax reform in EU Member States 2011 (Tax policy challenges for economic growth and fiscal sustainability)». Taxation Papers WP 28.

CRAWFORD, I.; KEEN, M., y SMITH, S. (2010), «Value-Added Tax and Excises», en J. MIRRLEES, S. ADAM, T. BESLEY, R. BLUNDELL, S. BOND, R. CHOTE, M. GAMMIE, P. JOHNSON, G. MYLES y J. POTERBA (Eds.), *Dimensions of Tax Design: the Mirrlees Review*, Oxford University Press.

DICKSON, I., y WHITE, D. (2008), «Tax design insights from the New Zealand Goods and services tax (GST) model». Working Paper Series, 60. Centre for Accounting, Governance and Taxation Research, Victoria University of Wellington.

DURÁN CABRÉ, J.M. (2010), «La reforma del IVA: ¿es suficiente con aumentar el tipo?», *REVISTA 3CONOMIA*, 4: 71-79.

— (2013), «Los impuestos sobre el consumo en el sistema fiscal español: revisión y propuestas de reforma», en A. ESTELLER MORÉ y J.M. DURÁN CABRÉ (Dir.), *Por una verdadera reforma fiscal*, Ariel Economía, Barcelona.

FUEST, C. (2008), «The European Cosmission's proposal for a common consolidated corporate tax base», *Oxford Review of Economic Policy*, 24(4): 720-739.

INSTITUTE FOR FISCAL STUDIES (2011a), «Quantitative analysis of VAT rate structure», en COMISIÓN EUROPEA, *A retrospective evaluation of elements of the EU VAT system*, Final Report.

— (2011b) «VAT, production efficiency and the internal market», en COMISIÓN EUROPEA, *A retrospective evaluation of elements of the EU VAT system*, Final Report.

— (2011c) «VAT and external competitiveness (CAPP)», en COMISIÓN EUROPEA, *A retrospective evaluation of elements of the EU VAT system*, Final Report.

KEEN, M.; KRELOVE, R., y NORREGAARD, J. (2010), «The Financial Activities Tax», en S. CLAESSENS, M. KEEN y C. PAZARBASIOGLU (Eds.), *Financial Sector Taxation: The IMF's Report to the G-20 and Background Material*, International Monetary Fund, Washington, DC.

LODIN, S.O., y GAMMIE, M. (2001), *Home State Taxation*, IBFD Publications, Amsterdam.

MIRRLEES, J.; ADAM, S.; BESLEY, T.; BLUNDELL, R.; BOND, S.; CHOTE, R.; GAMMIE, M.; JOHNSON, P.; MYLES, G., y POTERBA, J. (2011), *Tax by Design: the Mirrlees Review*, Oxford University Press.

PANAYI, C. (2011), *The Common Consolidated Corporate Tax Base and the UK*, Institute for Fiscal Studies.

PODDAR, S., y ENGLISH, M. (1997), «Taxation of financial services under a sub-national VAT», *National Tax Journal*, 50: 89-111.

PRICEWATERHOUSECOOPERS (2006), *Economic effects of the VAT exemption for financial and insurance services*, Comisión Europea.

TOBIN, J. (1978), «A Proposal for International Monetary Reform», *Eastern Economic Journal* (Philadelphia), vol. 4 (julio-octubre): 153-159.

ZEE, H.H. (2005), «A new approach to taxing financial intermediation services under a value-added tax», *National Tax Journal*, LVIII(1): 77-92.



---

COLABORACIONES

**IV.**  
**EL EURO Y LA UNIÓN FISCAL  
EN LA PERSPECTIVA DEL PROCESO  
DE INTEGRACIÓN EUROPEA**

## Resumen

La zona del euro no es un Área Monetaria Óptima (AMO), no dispone de estabilizadores automáticos y por lo tanto necesita una unión fiscal para sobrevivir. El Tratado Intergubernamental de Estabilidad Fiscal de 2011 (FC) retrasa más que ayuda a la necesaria unión fiscal. La política de presupuesto equilibrado no funciona cuando los multiplicadores son mayores que 1 en la mayoría de los Estados miembros. Un Fondo de Redención de la Deuda será necesario para poder esperar, a largo plazo, un cambio en los tratados que cree progresivamente una necesaria unión fiscal. Todos estos problemas fueron anunciados repetidamente por economistas miembros del CEPR años antes de que la Unión Monetaria fuese creada.

*Palabras clave:* unión monetaria, unión fiscal, área monetaria óptima, estabilizadores automáticos, fundamentalismo fiscal.

## Abstract

The Euro Area is not an Optimum Currency Area (OCA), it does not have automatic stabilizers and needs a Fiscal Union to be able survive. The Intergovernmental Treaty or Fiscal Compact (2011) is more of the same and does not help a necessary Fiscal Union. A balanced budget's policy cannot work when fiscal multipliers are higher than 1, making it difficult or impossible for member states to pay back their large debts. A Euro Area Redemption Fund will be necessary, while waiting for a long-term change of the Treaties to create progressively Fiscal Union, which will eventually need a Political Union. All these problems were already warned several times in the late eighties and early nineties by CEPR economists.

*Key words:* monetary union, fiscal union, optimum currency areas, automatic stabilizers, fiscal fundamentalism.

*JEL classification:* E63, H77.

# CONSECUENCIAS DE UNA UNIÓN MONETARIA SIN UNIÓN FISCAL

Guillermo DE LA DEHESA

Centre for Economic Policy Research, CEPR

## I. INTRODUCCIÓN

**T**ODOS los problemas actuales de la zona del euro ya fueron estudiados y advertidos por los investigadores económicos antes de que fuese creada la Unión Monetaria.

La creación de una unión monetaria y del euro fue diseñada para ser introducida en tres fases:

— La primera comprende el periodo en el que convergieron y se liberalizaron los movimientos de capital entre los miembros de la Unión Europea. Esta fase comenzó en enero de 1990 y finalizó en noviembre de 1993, cuando entró en vigor el Tratado de la Unión Europea, conocido como Tratado de Maastricht.

— La segunda, la fase de la Unión Económica y Monetaria (UEM), comenzó en enero de 1994 y finalizó en diciembre de 1998. En este periodo se aplicó toda la legislación secundaria de la UEM en los Estados miembros que habían cumplido los requisitos de su incorporación a la UEM.

— La tercera, la fase de introducción del euro, comenzó en enero de 1999 y supuso el inicio efectivo de la Unión Económica y Monetaria. En esta fase la cesta de monedas conocida como la Unidad Monetaria Europea o ECU dejó de ser utilizada y fue sustituida por el euro.

Ahora bien, mucho antes de que comenzara la implantación de la Unión Monetaria, y exactamente

desde mediados de los años ochenta hasta mediados de los noventa, un amplio conjunto de investigaciones académicas económicas sobre uniones monetarias fueron llevadas a cabo para:

1) Intentar demostrar cómo había que diseñar una unión monetaria europea.

2) Especificar las condiciones necesarias mínimas para que subsistiera y que fuera sostenible y próspera.

3) Avisar sobre los peligros que supondría no poner en marcha una verdadera y completa unión monetaria, como las ya existentes y exitosas de Estados Unidos y Canadá, para evitar una unión parcial, como fue, lamentable y finalmente, el caso.

El primer libro de artículos sobre el sistema monetario europeo, cuyo título epónimo es *The European Monetary System* (1988), fue editado por Francesco Giavazzi, Stefano Micossi y Marcus Miller. A este le siguió *A European Central Bank?* (1988), editado por Marcello de Cecco y Alberto Giovannini. Los informes anuales «Monitoring European Integration» del Centre for Economic Policy Research (CEPR) empezaron ya en 1990 y el de 1991 fue dedicado a la Unión Monetaria.

El primer desarrollo de un modelo económico de integración monetaria fue realizado por Paul de Grauwe (1992). Posteriormente, Daniel Gros y Niels Thygesen (1992) y Michele Fratiani y Jürgen

von Hagen (1992) escribieron sendos libros sobre los costes y las ventajas de la integración monetaria. Asimismo, Francisco Torres y Francesco Giavazzi (1993) editaron un amplio libro sobre cómo llevar a cabo la transición a una Unión Monetaria.

Los efectos regionales y de aglomeración de ciertas actividades productivas en una unión monetaria fueron expuestos por Guillermo de la Dehesa y Paul Krugman (1992) y Paul Krugman y Anthony Venables (1993); este último fue publicado posteriormente en *American Economic Review* (1996).

Los problemas fiscales de una unión monetaria y la necesidad de un federalismo fiscal fueron elaborados por Barry Eichengreen y Jürgen von Hagen (1995).

Por último, el libro *The Monetary Future of Europe*, editado por Guillermo de la Dehesa, Alberto Giovannini y Richard Portes (1993), exploraba las consecuencias futuras de la unión monetaria y todos los problemas que podría originar si no se llevaba a cabo de manera completa.

Esta es solo una pequeña selección de la bibliografía experta que investigó y explicó cómo debería ser una unión monetaria en Europa y alertó de los peligros de una unión monetaria parcial, como la que más tarde se decidió, con las consecuencias que hoy están sufriendo todos sus Estados miembros. Lógicamente existen otras muchas obras relevantes, posteriores al Tratado de Maastricht, que profundizaron también en estas cuestiones.

Asimismo, antes de la Unión Monetaria ya se había investigado mucho sobre cómo deberían ser las Áreas Monetarias Óptimas

(AMO, u OCA por sus siglas en inglés). Dichos estudios se inspiraban en el trabajo precursor del premio Nobel de Economía Robert A. Mundell y especialmente en su pionero y célebre artículo «The Theory of Optimum Currency Areas» (1961), basado en sus estudios sobre la experiencia de las uniones monetarias anteriores a la de Europa, es decir, las de Canadá y Estados Unidos. En dicho artículo, Mundell demuestra que Europa no era un AMO y advertía sobre los peligros de aplicar una política monetaria única a áreas que no cumplían los requisitos mínimos de un AMO.

Tras el excelente trabajo inicial de Mundell sobre las AMO, llegaron los de Ronald McKinnon (1963) y Peter Kenen (1969), y posteriormente los del Nobel de Economía Paul Krugman (1993), Joerg Decressin y Antonio Fatas (1995), Ronald McKinnon (2002) y, finalmente, el de Charles Wyplosz (2006) ya después de que el euro entrara en circulación.

Los principales peligros de la puesta en marcha de una unión monetaria en Europa mencionados en dichos artículos y libros de investigación económica fueron los siguientes:

— En primer lugar, Europa no era un AMO porque el capital y la mano de obra no se mueven libremente entre los países miembros y los precios y los salarios no son tan flexibles como en Estados Unidos o Canadá, y además están determinados por cada Estado miembro.

— En segundo lugar, en un área que no era AMO, una «política monetaria única» podría ser simultáneamente: por un lado, demasiado laxa para los Estados miembros que están «convergiendo progresivamente en tér-

minos de PIB por habitante hacia la media», creciendo su demanda interna con mayor rapidez que la media, con índices de inflación superiores, y, por otro, demasiado exigente para los Estados miembros más maduros, cuya demanda interna crece más lentamente y con índices de inflación más bajos.

— En tercer lugar, algunos países miembros podrían sufrir «choques asimétricos» que no afectarían a otros Estados miembros debido a la acumulación de desajustes, primero internos y luego externos, crecientes o a crisis externas o exógenas derivadas de una menor demanda de su especialización productiva dentro del área monetaria.

— En cuarto lugar, la combinación de una moneda única y un mercado interno libre y común podría contribuir a generar elevadas economías de escala y de alcance, tanto internas como externas, y, por tanto, la aglomeración de diferentes sectores productivos en ciertas ciudades, áreas o Estados de la unión. Estas, a su vez, también podrían generar «choques asimétricos», que podrían ser positivos para un área o país miembro de la unión monetaria y negativas para otros.

— En quinto lugar, en una unión monetaria, algunos Estados miembros podrían tener incentivos para incurrir en deudas y/o déficits fiscales elevados y aprovecharse de otros miembros en mejor situación fiscal, que finalmente les financiarían en euros al no tener riesgo de tipo de cambio por ser en la misma moneda única. Por esa misma razón, era necesario tener una autoridad fiscal única para imponer la disciplina fiscal necesaria a todos los miembros.

— En sexto lugar, para evitar o reducir los efectos de los choques asimétricos, o incluso de crisis que afectasen a todo el área de integración monetaria, la moneda única requeriría una política fiscal única o común, ya sea mediante un elevado presupuesto común o un ministerio o una autoridad de hacienda y de tesoro comunes o, como mínimo, un voluminoso fondo europeo, dotado por todos sus miembros, que pudiese ayudar, temporalmente, a los Estados miembros más afectados por dichos choques.

— En séptimo lugar, una unión monetaria, cada vez más profunda, no podrá funcionar sin una unión fiscal, cada vez mayor, y una mayor unión fiscal terminaría dando lugar a una unión política, ya sea mediante una confederación o federación de estados o un poder ejecutivo y un parlamento comunes que tomasen decisiones de obligado cumplimiento sobre los Estados miembros.

En resumen, todos los problemas de diseño y de gestión de la Unión Monetaria que la zona del euro ha experimentado, desde 2010, habían sido ya estudiados, previstos y advertidos con antelación por una importante serie de investigaciones económicas que, al no ser tenidas en cuenta por los dirigentes políticos que crearon la Unión Monetaria, han terminado creando una crisis en la eurozona que puede considerarse gratuita y con unos costes de enormes proporciones que han sufrido buena parte de sus ciudadanos.

Naturalmente, es siempre muy complicado, desde el punto de vista político, llevar a cabo y aplicar a realidades siempre más complejas, especialmente políticas, todo aquello que ha sido demostrado por la teoría y por la evidencia empírica contrastada

en otras uniones monetarias anteriores y similares, como las de Estados Unidos o Canadá, y conseguir aprender de ellas.

La razón principal es que es muy difícil encontrar líderes políticos que crean en su totalidad en el proyecto de unión y que, además, acepten ceder poderes nacionales en el corto plazo para conseguir una unión monetaria y fiscal óptima a largo plazo, en la que ellos o sus partidos probablemente puedan no estar en el poder. Esta es la diferencia más común entre los «líderes políticos» y los meramente «políticos de turno».

Este «cortoplacismo» es, lamentablemente, una de las bases de partida de las decisiones políticas más importantes ya que los partidos políticos necesitan ganar o volver a ganar el apoyo de sus votantes en unas elecciones que suelen celebrarse cada cuatro años. Este ha sido uno de los problemas que han hecho que muchos estados no prosperen lo suficiente al no invertir en aquellos sectores y proyectos estratégicos más necesarios a largo plazo que pueden variar el rumbo de un país, en los que no tienen la seguridad de poder «inaugurarlos» en su potencialmente corto periodo en el poder.

En muchos estados democráticos, grandes proyectos educativos, de investigación, de infraestructuras que pueden mejorar notablemente a largo plazo el desempeño de un país, han arrancado tarde o no se han realizado por dicha visión partidista del corto o el medio plazo, en el que los fines, ambiciones y resultados de un partido en el poder no suelen coincidir con el tiempo necesario que exigen grandes proyectos de larga duración que son los que van a mejorar nota-

blemente el futuro de un determinado país o unión de países.

Este problema ha sido todavía mayor en el caso de la actual Unión Monetaria Europea, en la que buena parte de la crisis ha sido debida a que los gobiernos de los Estados miembros han estado arrastrando los pies, actuando tímidamente y tarde, y mostrando una gran reticencia a la hora de intentar solventar los fallos iniciales de diseño, ya conocidos y advertidos, de la zona del euro.

De esta forma se ha llegado hoy a la siguiente situación: la eurozona, sin tener una crisis de balanza de pagos ya que en 2012 ha conseguido un superávit por cuenta corriente del 1,8 por 100 del PIB, ni tampoco sufrir una crisis fiscal ya que su déficit nominal fiscal era del 3,7 por 100 del PIB, el estructural del 2 por 100 del PIB y su deuda pública del 92,9 por 100 del PIB, está en recesión (-0,6 por 100) y con serios problemas de gestión interna de su crisis.

La causa principal es la falta de consenso en un proyecto claro y compartido de unión bancaria, fiscal y finalmente política, lo que genera una enorme incertidumbre entre los inversores y ahora también entre los depositantes y, en general, entre la mayoría de los ciudadanos de la eurozona.

Por el contrario, Estados Unidos, siendo desde 1776 una Federación de 13 estados, a la que fueron incorporándose los demás hasta llegar a los 50, y teniendo un déficit por cuenta corriente de balanza de pagos del -3 por 100 del PIB, un déficit fiscal nominal del -8,9 por 100 del PIB y estructural del -6,4 por 100 del PIB y una deuda del 107,6 por 100 del PIB, crece al 2,2 por 100, siendo el dólar la divisa internacional dominante y su mercado de deuda

soberana el más grande, profundo, líquido y seguro del mundo.

Es decir, la zona del euro está abocada a alcanzar una unión fiscal y política o a fracasar, al ser cada uno de sus Estados miembros crecientemente más pequeños en términos de PIB que los países emergentes grandes y medianos.

Por esa razón, en 2050, de acuerdo con los estudios que se han llevado a cabo sobre los BRICS (Brasil, Rusia, India, China y Sudáfrica) y los Next Eleven, N-11 (Goldman Sachs, 2001, 2007 y 2011), no habría ningún país de la Unión Europea en el G-8, por no tener suficiente PIB ya que sus ocho miembros serían (por orden de PIB total): China, Estados Unidos, India, Brasil, Rusia, Japón, México e Indonesia (España se encontraría en el número 17, por detrás de Corea del Sur).

Por el contrario, si la zona del euro se une antes de dicho año, sería la cuarta potencia mundial por detrás de China, Estados Unidos e India, en cuyo caso el mundo estaría gobernado básicamente por un G-4 (China, Estados Unidos, la eurozona e India). Si para entonces los 28 miembros de la actual Unión Europea se hubieran unido, esta sería la segunda potencia mundial en PIB por delante de Estados Unidos y de India.

## II. LA ZONA DEL EURO NO ES UN ÁREA MONETARIA ÓPTIMA

Para que la zona del euro pudiese ser un AMO debería cumplir tres requisitos básicos:

— En primer lugar, el capital y la mano de obra deberían moverse libremente dentro de un AMO,

como ocurre en Estados Unidos o Canadá. Esto no ha ocurrido en la zona del euro, donde las diferentes lenguas y culturas han dificultado que las personas vivan y trabajen en otro Estado miembro de la eurozona.

Es decir, las personas que terminan sus estudios o que están desempleadas no se han desplazado, como en Estados Unidos o Canadá, de un Estado o provincia en recesión o de un sector industrial o de servicios en decadencia a otro Estado o sector industrial en mejor situación para buscar empleo. Paradójicamente, solo los inmigrantes no pertenecientes a la zona del euro son los que más se han movido libremente entre los países miembros del área Schengen para buscar trabajo, pero los ciudadanos de la eurozona no lo han hecho salvo en circunstancias muy excepcionales y en pequeño número.

Lo mismo puede decirse sobre el capital. Los mercados financieros y bancarios de la zona del euro estaban y están mucho menos integrados que en Estados Unidos y Canadá. Incluso hoy en día muy pocos bancos han podido adquirir otro banco en otro Estado miembro porque cada país ha intentado que su sistema financiero sea un coto cerrado. Esta característica es sorprendente porque la crisis financiera aumentó las oportunidades de comprar bancos en peligro de otros Estados miembros y solo ha habido un mínimo de compras dentro de la eurozona.

Únicamente Reino Unido, no perteneciente a la zona del euro, se ha mostrado más abierto al establecimiento de bancos extranjeros y a que entidades financieras de otros países compren bancos locales o se establezcan libremente en su territorio.

— En segundo lugar, los precios y los salarios deberían ser más flexibles dentro de un AMO para poder adaptarse a los impactos negativos que afectan al conjunto de una unión monetaria o a un «choque asimétrico» que pueda sufrir uno de sus Estados miembros.

Lamentablemente, en la gran mayoría de los países miembros de la eurozona, la negociación colectiva no se lleva a cabo dentro de cada empresa o compañía sino a nivel nacional, regional, provincial o sectorial. Además, los contratos laborales difieren mucho entre un Estado miembro y otro, lo cual hace que los índices de inflación tiendan a ser muy distintos entre sus Estados miembros, a diferencia de lo que ocurre en Estados Unidos y Canadá.

Finalmente, los precios podrían haber convergido en la zona del euro si el mercado único fuera realmente único, abierto y eficiente, que todavía no lo es, especialmente en los servicios, aunque la introducción de la actual Directiva de los Servicios intenta mejorar dicha situación.

— En tercer lugar, al no cumplirse los dos requisitos anteriores, resulta que una política monetaria única en la zona del euro tiende a resultar «demasiado laxa» para aquellos Estados miembros que están en un proceso de convergencia hacia la renta media de la eurozona y, por tanto, que tienden a crecer con mayor rapidez y tener índices de inflación armonizada más elevados. Al mismo tiempo, tiende a resultar «demasiado dura» para aquellos Estados miembros más maduros y desarrollados, que tienden a crecer más lentamente y a poseer índices de inflación armonizada más bajos.

El importante informe del Comité Delors, «One Market, One Money» (1993), encabezado por el presidente de la Comisión Europea, Jacques Delors, y por tres economistas: Miguel Boyer, Alexandre Lamfalussy y Niels Thygesen, estableció las tres fases para desarrollar la UEM, pero adoptó una actitud defensiva frente al modelo AMO. Sus miembros pensaban que el modelo ofrecía ideas útiles pero no permitía evaluar en su totalidad los costes y las ventajas de una verdadera UEM. Más tarde, varios artículos de investigación económica demostraron que el único requisito que la UEM estaba cumpliendo para ser un AMO era el de su apertura al comercio. No cumplía la movilidad del trabajo y del capital ni tampoco la flexibilidad de precios y salarios.

Por estas razones el Nobel Paul Krugman (1993) fue el primero en advertir sobre un nuevo concepto, el de la «euro-esclerosis», que también emplearon y desarrollaron Joerg Decressin y Antonio Fatas (1995). Los mercados laborales segmentados no funcionarían en una unión monetaria y podrían llegar a provocar grandes choques asimétricos, como la experiencia posterior ha demostrado.

Más tarde, Richard Baldwin y Charles Wyplosz (2004) añadieron otros tres criterios que debería cumplir la zona del euro y que no cumple:

— El primero es el de la necesidad de que exista un gran fondo o un presupuesto común de la eurozona para que pueda hacer grandes transferencias fiscales y así poder paliar los choques asimétricos, que no pueden hacerse con un presupuesto europeo de solo el 1 por 100 del PIB de la zona del euro. El caso de Grecia les ha

dado la razón y el de Portugal e Irlanda la ha confirmado.

— El segundo son las preferencias homogéneas relativas a la concepción y uso de la política monetaria, que tampoco existen. De haberlas, el Banco Central Europeo (BCE) publicaría las actas de sus reuniones, como lo hacen el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal de Estados Unidos o el Comité Monetario del Banco de Inglaterra.

— El tercero es que, desde un principio, el diseño y la puesta en práctica de una agenda política más amplia para poder ir construyendo una futura unión fiscal y política no se han considerado necesarios hasta las recientes Hojas de Ruta (2012) del presidente del Consejo Europeo Herman Van Rompuy y de la Comisión Europea, pero que no esperan una verdadera unión fiscal hasta que no se modifiquen los tratados, dentro de diez años.

### III. LA UNIÓN MONETARIA NECESITA UNA UNIÓN FISCAL PARA PODER SUBSISTIR

Toda unión monetaria necesita una unión fiscal. Es decir, lo óptimo sería una hacienda común y una política fiscal común, o, al menos, un presupuesto común mucho más grande que el actual o como mínimo un gran fondo europeo común para evitar el parasitismo fiscal entre sus países miembros y para abordar los choques asimétricos comunes a varios Estados miembros o a Estados miembros individuales.

Estados Unidos posee un presupuesto federal que alcanza el 25 por 100 de su PIB y Canadá dispone de un presupuesto fede-

ral que alcanza el 30 por 100 de su PIB. Hoy, la Hacienda estadounidense recauda impuestos federales a través de su Servicio de Impuestos Internos (Internal Revenue Service, IRS), con unos ingresos que varían entre el 12 y el 20 por 100 del PIB de cada estado, y las transferencias del presupuesto federal a los estados varían desde el 9 al 31 por 100 del PIB de cada estado.

Por el contrario, los países de la zona del euro aportan al presupuesto europeo entre un 0,8 y un 0,9 por 100 de su PIB y reciben transferencias del presupuesto que van del 0,3 al 0,5 por 100 del PIB. Asimismo, en Estados Unidos, la suma de la deuda de los estados y municipios representa solo el 16 por 100 del PIB total del país, mientras que en la zona del euro, la suma de la deuda de sus Estados, provincias y municipios representa el 99 por 100 del PIB total de la eurozona.

Por último, los estados de Estados Unidos deben cumplir normas fiscales que son más severas que las que se aplican a los países de la zona del euro, debido a la «regla de oro» que estableció Alexander Hamilton en 1790.

Alexander Hamilton (1755-1804), nacido en Saint Nevis, fue una persona providencial en Estados Unidos. Hijo bastardo de un escocés y una jamaicana y huérfano desde los once años, gracias a su enorme inteligencia llegó a ser secretario y amigo íntimo de George Washington y uno de los Padres Fundadores de los Estados Unidos de América. Participó en los «Federalist Papers», fue el primer secretario del Tesoro de los Estados Unidos, entre 1789 y 1795, tras la guerra de Independencia frente a Inglaterra, en la que participó activamente, y que terminó dejan-

do los 13 estados originales en quiebra (salvo Virginia) y forzando la promulgación de la nueva Constitución de los Estados Unidos de América, el 4 de julio de 1776.

Su «regla de oro» prohibía a los estados de la Federación de los Estados Unidos tener déficits fiscales. Solo podían incurrir en déficit si este había sido «invertido en su totalidad y no consumido», y además no podía mantenerse más de dos años, en promedio. Esta regla ha sido aplicada a lo largo del tiempo de manera diferente en cada estado: en 36 estados ha sido aplicada severamente, en otros 10 ha sido menos rigurosa y en otros 4 más laxa, todo ello dependiendo del comportamiento fiscal relativo de cada estado en el pasado. Es decir, es una regla inteligente y justa que incentiva al que cumple y castiga al que no cumple.

En compensación por imponer dicha regla de oro, Hamilton creó un «fondo de redención de toda la deuda de los estados» (*Sinking Fund*) que se hizo cargo de refianciar el legado de todas las deudas pasadas de todos los estados de la Federación. Ahora bien, a cambio de hacerse cargo el Tesoro Federal de dicha deuda, Hamilton prohibió que los estados pudieran emitir deuda, solo podría emitirla el Tesoro Federal que él mismo presidía. De esta forma logró crear un único mercado de bonos y letras del Tesoro Federal que pronto se convirtió en el mercado más amplio, profundo y líquido del mundo, lo que ha permitido a Estados Unidos obtener la financiación más barata del resto de los países líderes y hacer del dólar la moneda dominante (De la Dehesa, 2012).

A pesar de ello, todas estas grandes ideas y acertadas decisio-

nes económicas, avanzadas por la primera gran unión monetaria del mundo, hace ya más de doscientos años, fueron pasadas por alto por los fundadores de la UEM, que echaron por tierra el «arte de saber copiar todo aquello que ha funcionado con éxito» y se lanzaron a la improvisación pensando que podrían afrontar estos problemas estructurales únicamente con mucho voluntarismo y con mucha disciplina fiscal.

La disciplina consistió en introducir prohibiciones en el Tratado de Maastricht que impedían cualquier tipo de financiación a cualquier Estado miembro por parte del BCE, de un banco o de otro Estado miembro y, por lo tanto, también cualquier avance hacia una unión bancaria y fiscal:

— En primer lugar, el Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea (TFUE) prohibió toda financiación a un Estado miembro tanto por parte del BCE (art. 123), como por parte de una entidad financiera (art. 124), como por parte de otro Estado miembro (art. 125).

— En segundo lugar, el TFUE introdujo el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC), que establecía para sus Estados miembros un límite de déficit del 3 por 100 del PIB y un límite de deuda del 60 por 100 del PIB, y desarrolló un Procedimiento de Déficit Excesivo (PDE) que imponía sanciones severas a los países que no respetasen dichos límites.

Este simple modelo de gobernanza de la UEM estaba basado fundamentalmente en tres suposiciones:

1) Que, además de las disposiciones sobre el mercado único de la Unión Europea, la UEM solo debería delegar la formulación de

la política monetaria a un banco central único y evitar déficits presupuestarios excesivos.

2) Que la gobernanza se cimentaría solo en la prevención normativa y que no hacía falta tener que gestionar las crisis o los choques asimétricos.

3) Que todos los países de la Unión Europea terminarían entrando en la UEM, al menos aquellos sin cláusula de exención o de exclusión voluntaria (Pisani-Ferry, 2010).

Esta gobernanza dependería de la maquinaria del Consejo de Asuntos Económicos y Financieros (ECOFIN) para aplicar normas formales, mientras que el Eurogrupo (formado por los ministros de Economía y Finanzas de la zona del euro) se limitaría a supervisar los avances económicos y a preparar las decisiones del ECOFIN relacionadas con el Procedimiento de Déficit Excesivo (PDE) incluido en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC).

Posteriormente, la profunda crisis de deuda soberana que han sufrido y siguen sufriendo varios Estados miembros de la zona del euro ha obligado al Eurogrupo a asumir el papel de órgano ejecutivo *de facto* de la eurozona, aunque sus decisiones tienen que refrendarlas el Consejo Europeo.

Lamentablemente, el PEC y el PDE dejaron de ser un sistema disciplinario fiscal creíble cuando sus dos estados más grandes, Francia y Alemania, superaron repetidamente sus límites de déficit establecidos en los años 2001, 2002, 2003, 2004 y 2005, y también cuando, en la ahora conocida como «infame» decisión del Consejo Europeo del 25 de noviembre de 2003, no solo no se

impusieron las sanciones previstas en el PDE a Francia y Alemania, como ya habían sido impuestas a otros Estados miembros, sino que ambos países fueron declarados «en suspenso» y no fueron sancionados gracias a que eran los dos países miembros más grandes y poseían cerca del 50 por 100 de los votos en el Consejo, y porque hay otros países que suelen votar casi siempre con ellos.

Esta errónea decisión del Consejo supuso el fin del PEC y del PDE, ya que, paradójicamente, terminó generando el mismo «riesgo moral» que sus fundadores, incluidos Francia y Alemania, querían evitar a toda costa.

Más tarde, en 2005, se propuso una solución para relajar las normas del PEC utilizando déficits presupuestarios estructurales (a lo largo del ciclo) en lugar de déficits presupuestarios nominales cuando la recesión alcanzara el 2 por 100. Al final, el principal resultado del PEC fue que, en su conjunto, la zona del euro alcanzó, en 2007, antes de la crisis financiera, un déficit del 6 por 100 del PIB y una deuda del 85 por 100 del PIB.

En cualquier caso, está claro que este comportamiento con respecto a las normas del marco fiscal europeo (es decir, del PEC) es un indicador muy poco fiable sobre las dificultades que actualmente experimentan los miembros de la zona del euro.

No hay relación alguna entre el incumplimiento del PEC en el pasado y los diferenciales de la deuda soberana actuales. Irlanda y España nunca habían estado sujetas al procedimiento de déficit excesivo ni habían incumplido las normas fiscales y, sin embargo, hoy día pagan unos diferen-

ciales por colocar su deuda mucho más elevados que Alemania, Francia y Holanda, que sí fueron declarados culpables y que pagan diferenciales extremadamente bajos.

Ocurre lo mismo con los Estados miembros de la zona del euro que poseen unos porcentajes de deuda/PIB similares a los de países que no pertenecen a ella. Los primeros pagan tasas mucho más elevadas que los segundos. Irlanda y Japón han vivido situaciones económicas similares pero Irlanda paga tasas muchísimo más elevadas que Japón. En el caso de Portugal y Estados Unidos, Portugal paga también tasas mucho más elevadas con deuda y déficit similares. Además, España, que todavía posee una deuda y un déficit más bajo en porcentaje de PIB que Reino Unido, paga unos tipos de interés mucho más elevados para poder colocar sus bonos.

Todos estos ejemplos muestran que es fundamental que se avance lo más rápidamente posible hacia una unión fiscal o, al menos, que se establezca una hoja de ruta y un calendario claro y preciso sobre cómo y cuándo va a llegarse a ella. Sin embargo, los pasos que están dándose van en la dirección contraria. Solo se avanza a la hora de imponer más austeridad y más ajustes fiscales y macroeconómicos a todos los miembros de la eurozona y de la Unión Europea, con lo que el crecimiento sigue siendo negativo y el cansancio de los ciudadanos con la unión es cada vez mayor y su sentimiento cada vez más antieuropeo. Un ejemplo claro de esta política son las dos últimas medidas fiscales y macroeconómicas y el Tratado Intergubernamental más reciente.

#### **IV. EL PAQUETE DE SEIS MEDIDAS LEGISLATIVAS Y EL TRATADO DE ESTABILIDAD FISCAL RETRASAN, MÁS QUE AYUDAN, A LA NECESARIA UNIÓN FISCAL**

El Paquete de Seis Medidas Legislativas (*Six Pack*) entró en vigor en diciembre de 2011. Se trata de una legislación secundaria europea compuesta por cinco normativas y una directiva que se aplica a los 27 Estados miembros, con algunas normas específicas para los países de la eurozona. No solo cubre la supervisión fiscal sino la supervisión macroeconómica bajo el Procedimiento de Vigilancia Macroeconómica (PVM).

Pretende consolidar el PEC reforzando su componente preventivo a medio plazo. Es decir, los déficits no pueden superar el 3 por 100 del PIB y la deuda no puede superar el 60 por 100 del PIB, y el componente correctivo, el Procedimiento de Déficit Excesivo (PDE), sigue vigente, haciendo más severas las disposiciones del PEC y su aplicación a los países que no cumplan.

En concreto, el Paquete de Seis Medidas Legislativas hace, por un lado, que el PDE sea más severo al introducir una «mayoría cualificada inversa» en determinados tipos de sanciones estipuladas en el PEC, para evitar lo que ocurrió en 2003 cuando Francia y Alemania no lo cumplieron y no fueron castigados.

Por otro lado, introduce la norma del 1/20, conforme a la cual si el porcentaje de deuda/PIB es superior al 60 por 100, debe reducirse cada año en una veintava parte. Asimismo, introduce una aplicación más estricta de los Objetivos Presupuestarios a Medio plazo (OPM), definiendo cuantita-

tivamente cuál es la desviación significativa de los OPM en cada Estado miembro, que va desde el -0,5 al 0,5 por 100 del PIB. Si no se logran los OPM, el ritmo de crecimiento del gasto público se verá limitado, y si se incumple esta disposición se pondrá en marcha otro PDE.

Finalmente, introduce el llamado «Semestre Europeo» (ES, por sus siglas en inglés), en el que los Estados miembros deben informar a las instituciones de la zona del euro y la Unión Europea sobre sus planes presupuestarios antes de llevarlos a cabo. Estos objetivos después pasan a ser revisados con la intención de detectar tempranamente los desequilibrios presupuestarios.

El Tratado de Estabilidad Fiscal (TEF), «Pacto Presupuestario» (PP) o Fiscal Compact (FC), como se llama más brevemente al nuevo Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza en la Unión Económica y Monetaria (TSCG, por sus siglas en inglés), es un tratado intergubernamental que fue firmado por todos los países de la Unión Europea (a excepción de la República Checa y Reino Unido) en marzo de 2012. Actualmente pasa por un proceso de ratificación por parte de los Estados miembros.

Básicamente dicho tratado pretende elevar las disposiciones más duras del Paquete de Seis Medidas Legislativas (*Six Pack*) desde una ley de la Unión Europea a un Tratado Intergubernamental para que el cumplimiento sea todavía más ejecutable por la vía rápida, ya que sería conculcar un tratado y no un pacto como el PEC.

Sebastian Dullien (2012) explica este tratado a fondo y concluye que este cumplimiento más riguroso es cuestionable porque

aún no existe un procedimiento para poder ejecutar un tratado multilateral. Además, considera que las normas del TEF no afectarían de manera directa a la política fiscal probablemente en, como mínimo, media década. El tratado no especifica cuánto tiempo se da a los Estados miembros antes de que sus saldos presupuestarios tengan que alcanzar el umbral estructural del 0,5 por 100 del PIB. Cuando Alemania introdujo su freno de deuda (*Schuldenbremse*) en 2009, la ley estipulaba un periodo transitorio que finalizaba en 2020. Su norma del 1/20 para la deuda se hace vinculante solo cuatro años después de que un país miembro haya llevado su déficit por debajo del umbral del 3 por 100 del PIB.

Aparte de Estonia, Finlandia y Luxemburgo, cuyos porcentajes de deuda/PIB son bajos, todos los miembros de la zona del euro están sometidos a procedimientos de deuda excesiva, los más tempranos de los cuales terminaron en 2012, por lo que la norma del 1/20 no tendrá repercusiones antes de 2016. Por tanto, Dullien cree que las antiguas normas del PEC y el Paquete de Seis Medidas Legislativas son los que impulsan realmente la actual austeridad de la eurozona, y lo seguirán haciendo al menos hasta que la mayoría de Estados miembros hayan bajado sus déficits de una media del 6 por 100 del PIB en 2010 a porcentajes inferiores al umbral del 3 por 100 del PIB más allá de 2013, salvo a aquellos, como España, a los que han dado una prórroga hasta 2016.

El TEF define el presupuesto equilibrado como aquel que posee un déficit nominal de las administraciones públicas inferior al 3 por 100 del PIB y un déficit estructural del 0,5 o 1 por 100 del PIB, dependiendo de la ratio

deuda/ PIB de cada Estado miembro. Si la deuda de las administraciones públicas es muy inferior al 60 por 100 del PIB y las finanzas públicas son viables a largo plazo, el déficit estructural puede llegar hasta el 1 por 100 del PIB. El tratado exige que los Estados miembros que lo ratifican posean un déficit de las administraciones públicas que no supere el 0,5 por 100 del PIB o que trabajen para lograr ese objetivo en los plazos especificados por la Unión Europea (el llamado «freno al déficit nacional» o *Fiscal Brake*).

El tratado también exige una deuda del conjunto de las administraciones públicas que no supere el 60 por 100 del PIB. Si supera este porcentaje, el país debe reducirlo en un veinteavo cada año (el llamado «freno a la deuda nacional» o *Debt Brake*). El tratado exige que estas normas sobre deudas y déficits públicos se trasladen a la legislación nacional y que haya un órgano nacional responsable de supervisar su ejecución. Si estas normas no se trasladan totalmente a la legislación nacional, el Estado miembro comparecería ante el Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas, que podría imponer multas al país de hasta el 0,1 por 100 del PIB.

Además, el Tratado de Estabilidad Fiscal no cambia las condiciones bajo las cuales se ha concedido ayuda financiera a un Estado miembro en el marco de un programa de estabilización. También señala que, desde el 1 de marzo de 2013, todo rescate futuro que implique el uso de fondos del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) será concedido únicamente a los países que hayan ratificado y aplicado el tratado.

El «déficit estructural» se define como el déficit de todas las

Administraciones Públicas ajustado por el ciclo económico y por medidas aisladas. Debe calcularse pero es difícil hacerlo con precisión, y la precisión es prácticamente imposible. Las normas sobre el déficit estructural se cumplen si el déficit se encuentra en el «objetivo nacional a medio plazo». Esto significa que se establece un objetivo diferente para cada Estado miembro y que se tiene en cuenta su situación concreta a la hora de establecer este objetivo.

Este objetivo será revisado de vez en cuando para tener en cuenta circunstancias concretas que se dan cuando se establece dicho objetivo, y cada miembro debe trabajar para lograr el objetivo que se ha establecido para él en un plazo fijado por el Consejo Europeo. Un Estado miembro puede incumplir el plazo solo en casos excepcionales, como acontecimientos poco habituales que no puede controlar y que afectan mucho a la situación financiera de la administración pública o a los periodos de recesión económica.

Si el Estado miembro se aleja bastante del objetivo a medio plazo o del calendario fijado para lograrlo, se activa un «mecanismo de corrección». Este obligará al país en cuestión a corregir la desviación en un periodo determinado. Cada Estado miembro debe poner en marcha un «mecanismo de corrección», el cual estará basado en principios comunes que establecerá la Comisión Europea. Estos principios abordarán, entre otras cosas, la naturaleza, el tamaño y los plazos de la medida correctiva que debe tomarse, y la función e independencia de las instituciones que se responsabilizarán a escala nacional de supervisar cómo se aplican las normas.

Los Estados miembros con déficits excesivos que se acogen al PDE deberán poner en práctica un programa detallado de reformas estructurales diseñadas para reducir su déficit. Este se conoce como «programa de cooperación económica y presupuestaria». El contenido y formato de estos programas se expondrán en la legislación de la Unión Europea y serán supervisados por la Comisión Europea y el Consejo de la misma manera que en el PEC.

En lo esencial, el Tratado de Estabilidad Fiscal (TEF) sigue el mismo modelo que el PEC y el Paquete de Seis Medidas Legislativas o *Six Pack*, al mantener el déficit nominal del 3 por 100 del PIB y añadir el déficit estructural del 0,5 o el 1 por 100 del PIB en función del nivel de deuda, lo que es una absoluta contradicción, ya que su medida debe ser nominal o estructural pero no las dos a la vez, más todavía cuando la medida en términos nominales ha probado ser un fracaso, provocando caídas del PIB innecesarias en los Estados miembros ya que, por definición, es imposible cumplirlo en medio de una recesión elevada.

Como de costumbre, en la zona del euro predomina el voluntarismo sobre la realidad a la hora de castigar a los países que no cumplen.

## V. EL FUNDAMENTALISMO DEL PRESUPUESTO EQUILBRADO NO PUEDE FUNCIONAR

Como ha demostrado Paul de Grauwe (2011), la gobernanza fiscal de la zona del euro solo está basada en el «fundamentalismo del presupuesto equilibrado».

A excepción de Grecia, los motivos por los que los Estados miembros se han sumergido en la crisis

actual tienen poco que ver con una gestión deficiente de sus finanzas públicas y están más relacionados con la elevada acumulación de deuda por parte del sector privado, como ha sido el caso de Irlanda y España tras el *boom* de la construcción y del crédito.

Tras la crisis financiera de 2008, el cambio de rumbo en la acumulación de deuda privada en la eurozona desencadenó el conocido fenómeno de la dinámica deuda-deflación, que obligó a los gobiernos a permitir que su propia deuda aumentara.

Según De Grauwe (2011b), se llegó a esta situación por dos canales:

— El primero operó a través de la compra por los gobiernos de deuda del sector privado, mayoritariamente deuda bancaria ya que los bancos financiaron el *boom* de la construcción en varios Estados miembros.

— El segundo operó a través de los estabilizadores automáticos (aumentos de los subsidios de desempleo y otras subvenciones para evitar la caída en la pobreza, así como la fuerte caída de los ingresos de la Seguridad Social y de Hacienda derivada de la recesión).

En consecuencia, el porcentaje de deuda pública en relación al PIB comenzó a subir rápidamente cuando fue necesario salvar a amplios segmentos del sector privado. Por esa razón, este aumento de los niveles de deuda pública guarda poca relación con el despilfarro de los gobiernos, independientemente de lo que puedan pensar algunos países de la eurozona.

Por su parte, Daniel Gros (2011) llega a conclusiones simi-

lares cuando señala que el enfoque de la Comisión Europea y otros organismos sobre la deuda pública total es engañoso porque realmente es la «deuda externa» la que es la clave de la confusión que viven algunas economías de la zona del euro.

El que la prima de riesgo de Portugal y España sea mucho mayor que, por ejemplo, la de Bélgica, que posee un déficit presupuestario mucho más elevado, es debido a que los diferenciales están correlacionados con el tamaño de la deuda externa privada, tanto de hogares y empresas como de bancos, más que con el tamaño de la deuda pública. Asimismo, Gros concluye encontrando que existe una correlación no lineal muy profunda entre dichos diferenciales y la balanza por cuenta corriente.

El Fondo Monetario Internacional (2010) llegó a una conclusión similar al señalar que el déficit por cuenta corriente como los pasivos bancarios transfronterizos son tan importantes como el déficit fiscal, como indicadores de diferenciales en el mercado de los *Credit Default Swaps* (CDS) o «permutas del riesgo de impago».

Ahora bien, esta dinámica de la deuda difiere bastante según sea deuda nacional o deuda extranjera. Si se trata de deuda nacional, habrá siempre parte del electorado que votará a gobiernos que deseen o propongan el impago. Este no es el caso de la deuda extranjera porque el impago de cara a los extranjeros podría ser políticamente muy popular.

Si la deuda es nacional, los jubilados dependerán de los bonos públicos nacionales para su jubilación y pedirán un aumento de impuestos para que sean pagados a toda costa. Los jóvenes tra-

bajadores se opondrán a un aumento de los impuestos para pagar el servicio de la deuda. Pero si la mayoría de los jubilados son extranjeros, los jóvenes preferirán el impago.

Jean Pisani-Ferry (2010) pasa revista a dos lecciones que conviene aprender sobre la gobernanza fiscal de la zona del euro:

— La primera, como se ha señalado más arriba, es que las normas fiscales de la eurozona, que eran la clave del Tratado de Maastricht, no se han aplicado.

La crisis fiscal griega ha sido un ejemplo claro de la falta de supervisión y aplicación de dichas normas. Benedicta Marzinotto, Jean Pisani-Ferry y André Sapir (2010) han demostrado que, entre 2000 y 2008, el déficit presupuestario griego enviado a la Comisión Europea cada primavera era de una media del 2,9 por 100 del PIB del año anterior. De hecho, la cifra real era del 5,1 por 100 del PIB, como han reflejado posteriormente los datos revisados.

La oficina de estadística griega estaba controlada por su gobierno y el Consejo de la Unión Europea no dio a EUROSTAT el mandato ni los medios para llevar a cabo sus valoraciones *in situ*. Todo el sistema de control presupuestario de la Unión Europea se basaba en cuentas preparadas por las oficinas de estadística nacionales, con lo que su supervisión de los presupuestos de las entidades que componían la «administración pública» solía ser muy laxa.

— La segunda es que la gobernanza determinista no puede funcionar en un mundo estocástico cuyo comportamiento no es básicamente determinístico, sino

aleatorio, es decir, donde las variables aleatorias tienen su propia función de distribución de probabilidad y pueden estar correlacionadas o no.

Por esa razón, España pasó, entre 2007 y 2009, de un superávit presupuestario del 2 por 100 del PIB a un déficit fiscal del 11 por 100 del PIB. En ese mismo periodo, Irlanda pasó de un presupuesto equilibrado a un déficit del 14 por 100 del PIB, mientras que su deuda saltó del 25 a un 64 por 100 del PIB. Solo una pequeña parte de estos cambios ha de atribuirse a decisiones discretionales. Además, en un entorno estocástico, los «riesgos de cola», que suelen darse pasados unos años y que son típicamente aleatorios, pueden afectar profundamente a los resultados presupuestarios.

Lo mismo puede decirse del procedimiento, totalmente inadecuado, de sanciones del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC). Un país puede ser multado porque su déficit ha subido del 2,5 al 3,5 por 100 del PIB, pero no tendría sentido multarlo cuando el déficit ya alcanza los dos dígitos, dada la rapidez a la que los déficits presupuestarios pueden deteriorarse debido a motivos que escapan al control de los gobiernos de los Estados miembros, sobre todo a causa de los llamados «estabilizadores automáticos» que son especialmente elevados en Europa en general.

Estos funcionan mediante el aumento automático de los subsidios de desempleo y de otras subvenciones necesarias para la subsistencia y para evitar la pobreza, al tiempo que caen dramáticamente los ingresos procedentes de la Seguridad Social y de los impuestos directos e indirectos.

## VI. TODAVÍA QUEDA ALGUNA ESPERANZA DE UNIÓN FISCAL PERO CAMBIANDO LOS TRATADOS

El 26 de junio de 2012, el presidente del Consejo Europeo, Herman Van Rompuy, presentó un corto informe titulado «Hacia una genuina Unión Económica y Monetaria», en el que apuntaba a un futuro basado en cuatro bloques, del que el segundo era un marco fiscal integrado en el que hubiese políticas fiscales nacionales pero también otra europea y mencionaba la posibilidad a medio plazo de «emitir deuda común mutualizada con una garantía conjunta y solidaria de todos los Estados miembros de la Unión, como necesaria para una mayor integración fiscal y eventualmente una unión fiscal», y se refería a un fondo de redención de la deuda y de la posibilidad de emitir euroletras.

Ya existía un creciente consenso entre muchos economistas de la eurozona en buscar soluciones comunes aceptables, como ha sido el caso de los diecisiete economistas que han formado parte del «INET Council on the Euro Crisis», que se reunieron en junio de 2012 y presentaron sus propuestas el 23 de julio de 2012, en el que se encontraron soluciones con apoyo del total o de un muy amplio número de los diecisiete economistas (entre los que nos encontrábamos Luis Garicano y yo mismo por parte española, además de otros cinco alemanes, tres franceses, dos italianos, dos belgas, un austriaco, un sueco y un irlandés).

Estábamos de acuerdo en que elevar la política monetaria a un nivel supranacional mientras se mantienen la política fiscal y la supervisión bancaria a nivel na-

cional podría generar distorsiones que fomenten un exceso de crédito y de endeudamiento tanto público como privado. Ser miembro de una unión monetaria implica el acceso automático a la financiación de su balanza de pagos, lo que mitiga el impacto de una reversión repentina de los flujos de capital, cualquiera que sea su origen, y por lo tanto el coste de la crisis para el país miembro.

Asimismo, uniones monetarias dan lugar a vínculos económicos y financieros más estrechos, lo que implica que las crisis a nivel nacional tienen un mayor impacto en otros países miembros. Este hecho aboga por un control más fuerte y más centralizado de la política fiscal y de la supervisión bancaria, y, posiblemente, también una mayor coordinación de las medidas de reforma estructural a fin de prevenir que los desequilibrios de las balanzas de los pagos se vuelvan crónicos.

Renunciar al control de la oferta monetaria a nivel nacional expone a los miembros de una unión monetaria —particularmente a aquellos Estados miembros en los que el mandato del banco central prohíbe la financiación de las emisiones de la deuda pública— a crisis recurrentes de su deuda pública. Sin poder recurrir a imprimir más moneda en caso de emergencia, estos controles pueden inducir a serias crisis fiscales que se autocumplen. El contagio de Grecia a otros miembros de la eurozona, tales como España e Italia, es interpretado en este sentido.

Renunciar a ajustes del tipo de cambio expone a los miembros de una unión monetaria a procesos de ajuste muy dolorosos y largos en el caso de una apreciación real del mismo, inducida, por

ejemplo, por un exceso de crédito al sector inmobiliario.

Tres eran las lecciones aprendidas:

1) Que los ajustes en la política fiscal pueden ser necesarios para afrontar el impacto de una política monetaria diseñada para un promedio de los países miembros que es demasiado estricta para algunos y demasiado laxa para otros.

2) Que una regulación financiera sólida, especialmente dentro de un marco macroprudencial, es todavía más importante dentro de la zona del euro que fuera de ella.

3) Que el ejercicio de la política monetaria dentro de la zona del euro puede beneficiarse del uso de herramientas adicionales, es decir, de políticas tales como requisitos o coeficientes diferenciados de reservas bancarias en el banco central e impuestos contracíclicos sobre los bienes inmobiliarios que pudieran ayudar a diseñar una política monetaria que estaría más adaptada a las circunstancias económicas prevalentes dentro de cada uno de sus diferentes países miembros.

Los creadores de la Unión Monetaria Europea reconocieron un riesgo de parasitismo fiscal, es decir, de poder aprovecharse fiscalmente de otros países miembros, y para desalentarlo, impusieron una serie de reglas máximas de tamaño de déficit y de deuda públicos. Sin embargo, otros riesgos no fueron tomados en cuenta en su totalidad y no introdujeron ningún instrumento para contenerlos.

El resultado fue la excesiva concesión de créditos en Irlanda, España y otros Estados miembros cuyo riesgo de moneda había

sido drásticamente reducido por ser miembros de la UME, alentada por los flujos de capitales procedentes de los países con superávit. Al mismo tiempo, el fracaso de las reglas fiscales mencionadas para contener los déficits fiscales de varios países (incluyendo Francia y Alemania) permitió que por lo menos un país, como Grecia, acumulase un nivel de deuda pública insostenible.

Estos excesivos niveles de endeudamiento fueron rápidamente recortados durante la crisis financiera y la recesión de 2008-2009, provocando la insolvencia de parte del sector privado y poniendo presión en las finanzas públicas como resultado del colapso de sus ingresos, del juego de sus estabilizadores automáticos y por la socialización de las pérdidas de las crisis bancarias.

El ajuste fiscal también se vio complicado por el fuerte aumento de los costes del endeudamiento público que tendían a incorporar un elemento de profecía autocumplida. El ejemplo más claro de este problema es Italia, un país que evitó el endeudamiento desmedido tanto público como privado y que, sin embargo, se hizo vulnerable debido a su elevado nivel de endeudamiento público.

Finalmente, los países con déficit sufrieron de una apreciación real de su tipo de cambio, muy costosa de corregir, ya que únicamente las variables reales (y no las nominales) estaban disponibles para ser rectificadas por los Estados miembros a falta de dejar flotar o poder devaluar su tipo de cambio.

Por dichas razones, los diecisiete economistas propusieron una serie de medidas.

En primer lugar, una mutualización parcial y condicional de toda la deuda heredada superior al 60 por 100 del PIB. El legado de dicha deuda es parcialmente el resultado de un mal diseño del euro así como de malas políticas de los Estados miembros, combinadas con presiones poderosas derivadas de la crisis global financiera de 2007-2008. Aunque rechazan la necesidad de una mutualización permanente a gran escala de la deuda soberana como una característica necesaria de la zona del euro, sin embargo, enfrentarse a la herencia recibida requiere de un apoyo oficial a todos los países que están haciendo un ajuste fiscal adecuado.

Por este motivo apoyan las propuestas del Consejo de Expertos Económicos de la canciller alemana, que proponen suministrar progresivamente una garantía a la deuda heredada para aquellos países que están haciendo un ajuste fiscal adecuado bajo su procedimiento de déficit excesivo de la Unión Europea. Con el fin de proporcionar los incentivos correctos, dicha ayuda tomaría la forma de una garantía sobre la emisión de nueva deuda hasta un límite preestablecido. En definitiva, dicho Consejo propone un Pacto sobre Redención de la Deuda Pública Europea que sobrepasa los límites del 60 por 100 del PIB y constituye un freno al desarrollo y crecimiento de sus Estados miembros y que necesita ser reducida a niveles tolerables bajo una condicionalidad estricta y evitar así que el BCE tenga que tomar medidas más allá de su mandato.

El Consejo del INET estimaba que la agencia que inicialmente podría ejecutar dichas compras podría ser el MEDE, respaldado por un compromiso, a nivel de toda la Unión Europea, de crear

un «Fondo de Amortización de toda la deuda que supere el 60 por 100 del PIB», respaldado ya sea por capital adicional o por el poder de emitir euroletras bajo una garantía conjunta y solidaria.

La reestructuración voluntaria de deuda podría adoptar la forma del intercambio de bonos existentes por nuevos bonos con el mismo valor y cupones pero con vencimientos más largos (es decir, las fechas de los pagos originales más 5 años). Mientras que dicha operación no afectaría al porcentaje de deuda en relación al PIB, podría reducir el valor presente de la deuda y crear una reducción del flujo de caja a corto y medio plazo (posiblemente más allá del horizonte imaginado para el apoyo oficial a la emisión de nueva deuda).

A fin de crear incentivos para que el sector privado aceptase la oferta de intercambio, el nuevo préstamo debería ser emitido bajo legislación extranjera. Además, a corto plazo, se podría ofrecer un «edulcorante» de corto plazo (efectivo o letras del MEDE), especialmente a los detentadores de bonos con vencimientos residuales de corto plazo, que podrían financiarse mediante endeudamiento a largo plazo del MEDE. Como incentivo extra, la nueva deuda podría ser tratada *pari passu* con la del MEDE, mientras que la deuda existente permanecería subordinada a los préstamos del BCE utilizados para financiar ese «edulcorante».

En segundo lugar, se sugirió otro grupo de medidas:

— Reformas destinadas a restablecer la solvencia sin necesidad de crear un coste directo en términos de PIB (por ejemplo, aumentar la edad para la jubilación).

— Reformas que pudieran tener costes en términos de PIB y/o costes fiscales a corto plazo, pero que crearían mejoras duraderas en la solvencia fiscal y la competitividad (por ejemplo, reducciones de personal en administraciones públicas hinchadas y nuevas reformas del mercado laboral).

— «Devaluaciones fiscales» que utilizan instrumentos financieros para reducir los costes laborales siendo neutrales desde el punto de vista fiscal (sustituyendo los impuestos sobre el trabajo por impuestos indirectos sobre el consumo).

Estas medidas podrían ser financiadas (para evitar su efecto contractivo) a través de una combinación de transferencias directas del presupuesto de la Unión Europea y de préstamos a bajo interés del MEDE.

Poner en funcionamiento todas las políticas y mecanismos mencionados llevaría tiempo. Pasos convincentes hacia una unión bancaria y un plan de reducción de la deuda a medio plazo apoyado por garantías condicionadas a reformas deberían dar espacio al BCE para actuar con mayor contundencia en el mercado de deuda soberana y también para comunicar al mercado que dicha herramienta será utilizada activamente.

En particular, dado que el pacto fiscal ha ido más lejos para asegurar un compromiso con la nueva regla fiscal con credibilidad en el contexto democrático de cada uno de los Estados miembros, y dado que España e Italia están afrontando crisis fiscales que se autocumplen, el BCE podría y debería comprometerse a intervenciones mucho mayores en el mercado de deuda de los países que están cumpliendo con

sus obligaciones fiscales. Esta intervención es una condición necesaria para que el mecanismo de transición de la política monetaria funcione en todos los Estados miembros, lo que se encuentra dentro de su mandato.

Los últimos diez años han dejado a la eurozona un legado de crisis económica y de problemas financieros. Como se mencionó anteriormente, solucionar esta crisis es la prioridad de los líderes políticos europeos. De hecho, si no se resuelve la crisis económica, eventualmente la zona del euro colapsará.

El BCE debe utilizar todas las herramientas (convencionales y no convencionales) para asegurar una transmisión más homogénea de su política monetaria. Como sugiere el FMI, la política monetaria deberá ser acomodaticia durante este periodo de emergencia, utilizando políticas tanto convencionales como no convencionales, para así apoyar el PIB nominal y facilitar el ajuste necesario del tipo de cambio real. Los países con superávit con espacio fiscal deberían utilizar ese espacio para ayudar a mantener la demanda agregada en la zona del euro en su conjunto. Y los Estados miembros deberían explorar, urgentemente, si existen todavía medios y espacio suficiente para que las instituciones europeas puedan promover un mayor crecimiento de la Unión Europea.

El horizonte temporal previsto para estas medidas extraordinarias podría abarcar unos cinco años. Tras esta fase inicial, la reducción de la deuda pública de acuerdo con las normas fiscales acordadas a nivel de la Unión Europea necesitará continuar en algunos de los países actuales muy endeudados, como es el caso de Italia. Sin embargo, se

presume que, con el beneficio de la recuperación económica y las reformas fiscales y estructurales ya aplicadas, la reducción continuada de la deuda podría llevarse a cabo sin apoyo financiero externo. De ahí que haya que asegurar a la opinión pública de los países acreedores que el apoyo financiero, especialmente el referente a los precios de las emisiones de nueva deuda en los países con déficit, no se convertirá en un «pozo sin fondo». Podría haber un límite acordado para dicho apoyo guiado por la expectativa de que no continuará más allá de los cinco años.

La propuesta del INET Council hecha pública el 23 de julio de 2012, y anteriormente del Consejo de Expertos Económicos de la canciller alemana de crear un Fondo de Redención de la deuda heredada por encima del 60 por 100 del PIB, fue también introducida por la Comisión Europea en su «Borrador para una Profunda y Genuina Unión Económica y Monetaria» el 28 de noviembre de 2012. La Comisión proponía la creación de dicho fondo de redención del exceso de deuda pública por encima del 60 por 100 y la emisión de euroletras para el periodo posterior de 18 meses a 5 años después del borrador. Eso sí, advertía de que sería necesario un determinado cambio en los tratados de la unión.

Más de un año después, el 19 de julio de 2013, la Comisión Europea ha formado un Grupo de Expertos para el estudio del Fondo de Redención de la deuda y sobre la emisión de euroletras, presidido por Gertrude Tumpel-Guggerel, en el que incluye a economistas del Consejo de Expertos Económicos de la canciller alemana como Beatrice Weder di Mauro y Claudia Buch,

así como a otros economistas tales como Agnès Bénassy-Quéré, Vitor Bento, Graham Bishop y Belén Romana. Ahora solo falta intentar que su informe final sea tenido en cuenta por el Eurogrupo, Ecofin y por el Consejo Europeo.

#### BIBLIOGRAFÍA

- BALDWIN, R. (1994), *Towards an integrated Europe*, CEPR, Londres.
- BALDWIN, R., y WYPLOSZ, Ch. (2004), *The economics of monetary integration*, McGraw-Hill, Nueva York.
- CECCO, M. DE, y GIOVANNINI, A. (Eds.) (1988), *A European Central Bank?*, CEPR, Londres.
- DECRESSIN, J., y FATAS, A. (1995), «Regional labour dynamics in Europe», *European Economic Review*, 49(9): 1627-1655.
- DEHESA, G. DE LA (2012), «Alexander Hamilton y los dilemas de la eurozona», *The Huffington Post*, 27 de diciembre.
- DEHESA, G. DE LA; GIOVANNINI, A., y PORTES, R. (Eds.) (1993), *The monetary future of Europe*, CEPR, Londres.
- DEHESA, G. DE LA, y KRUGMAN, P. (1992), «EMU and regions». *The Group of Thirty G30 Occasional Paper*, 39. Washington.
- DELORS COMMITTEE (1989), «Report on Economic and Monetary Union in the European Community». Committee for the Study of Economic and Monetary Union, Office for Official Publications of the European Communities, Luxemburgo.
- DULLIEN, S. (2012), «Reinventing Europe: explaining the Fiscal Compact». European Council of Foreign Relations, Londres, 1 de mayo.
- EICHENGREEN, B.J. (1992), *Should the Maastricht Treaty be saved?*, Princeton University Press, Princeton NJ.
- (1993), «Is Europe an Optimum Currency Area?», en S. BORGER y B. GRUBEL (Eds.), *The*

*European Community after 1992*, en «Perspectives from outside», Macmillan, Londres.

- EICHENGREEN, B.J., y HAGEN, J. VON (1995), «Fiscal Policy and Monetary Union: Federalism, Fiscal Restrictions and the non-bail out clause». CEPR, *Discussion Paper*, n.º 1.247.
- EUROPEAN COMMISSION (2012), «A Blueprint for a Deep and Genuine Economic and Monetary Union». COM (2012) 777, 11 de noviembre.
- (2013), Expert Group for the Study of a Debt Redemption Fund and the Issue of Eurobills, 2 de julio.
- FRATIANI, M., y HAGEN, J. VON (1992), *The European Monetary System and European Monetary Union*, Oxford University Press, Oxford.
- GIAVAZZI, F.; MICOSI, S., y MILLER, M. (1988), *The European Monetary System*, CEPR y Cambridge University Press, Londres y Cambridge.
- GOLDMAN SACHS (2001), «The world needs better economic BRICs». *Global Economics Paper*, n.º 66, 10 de noviembre.
- (2007), «The N11, more than an acronym». *Global Economics Paper*, n.º 153, 28 de marzo.
- (2011), «The BRICs 10 years on: halfway through the great transformation», 7 de diciembre.
- GRAUWE, P. DE (1992), *The economics of monetary integration*, Oxford University Press, Oxford y Nueva York.
- (2011), «Balanced budget fundamentalism». CEPS Commentary, Bruselas, 5 de septiembre.
- GROS, D. (2011), «External versus Domestic Debt in the Euro Crisis». *CEPS Policy Brief*, n.º 243, Bruselas, 5 de junio.
- GROS, D., y THYGESSEN, N. (1992), *European Monetary Integration*, Longman, Londres.
- INET COUNCIL ON THE EURO CRISIS (2012), «Breaking the Deadlock: a Path Out of the

Crisis». Institute of New Economic Thinking, Londres, 23 de julio.

- INTERNATIONAL MONETARY FUND, IMF (2010), *Global Financial Stability Report*, Washington DC, abril.
- KENEN, P.B. (1967), «The Theory of Optimum Currency Areas: an eclectic view», en R. MUNDELL y A. SWOBODA (Eds.), *Monetary Problems in the International Economy*, Cambridge University Press, Chicago.
- KRUGMAN, P. (1993), «Inequality and the Political Economy of Eurosclerosis». *CEPR Discussion Paper*, n.º 867, Londres, diciembre.
- KRUGMAN, P., y VENABLES, A. (1993), «Integration, Specialization and Adjustment». *CEPR Discussion Paper*, n.º 886, Londres.
- MARZINOTTO, B.; PISANI-FERRY, J., y SAPIR, A. (2010), «Two crises, Two responses». *Bruegel Policy Brief*, 1 de marzo.
- McKINNON, R. (1963), «A Theory of Optimum Currency Areas», *American Economic Review*, 53(4): 717-725.
- (2001) «Mundell, the Euro and Optimum Currency Areas», en T. COURCHENE (Ed.), *Essays in Honor of Robert Mundell*, Queens University, Kingston, Ontario.
- MONITORING EUROPEAN INTEGRATION (1991), «Monetary Union», CEPR, Londres.
- MUNDELL, R.A. (1961), «A Theory of Optimum Currency Areas», *American Economic Review*, 51(4): 657-665, noviembre.
- PISANI-FERRY, J. (2010), «Euro-Area Governance: what went wrong? How to repair it?». *Bruegel Policy Contribution*, Bruselas, junio.
- TORRES, F., y GIAVAZZI, F. (1993), *Adjustment and Growth in the European Monetary Union*, CEPR y Cambridge University Press, Londres y Cambridge.
- VAN ROMPUY, H. (2012), «Towards a Genuine Economic and Monetary Union», PR PCE 102, 26 de junio.
- WYPLOSZ, Ch. (2006), «European Monetary Union: the Dark Sides of a Major Success», *Economic Policy*, 21(46): 207-261.

## Resumen

Trilema (también llamado «trinidad imposible»): elección entre tres opciones favorables, siendo solo dos posibles simultáneamente. El euro nació como resultado de la elección política dentro del «trilema macroeconómico»: no es posible mantener monedas diferentes —gestionadas por políticas nacionales independientes— si la libertad de movimientos de capital es un imperativo y los tipos de cambio entre esas monedas deben ser fijos. El ambiente *panglossiano* en el que los padres fundadores diseñaron el euro escondió la existencia de otros dos trilemas, que la crisis de deuda soberana habría de hacer patentes a partir de 2010: el «trilema financiero», que señala la inconsistencia de las políticas financieras nacionales (regulación y supervisión financieras) con la integración y la estabilidad financieras en la eurozona, y el «trilema político», que recuerda la imposibilidad de mantener políticas impositivas y presupuestarias puramente nacionales si una unión monetaria y bancaria genuina debe tener legitimidad democrática. Los políticos europeos reconocieron las implicaciones del trilema financiero solo después de junio de 2012. El consenso sobre la forma específica de abordar el trilema político está todavía forjándose.

*Palabras clave:* trilema macroeconómico, integración, estabilidad financiera, crisis de deuda soberana.

## Abstract

Trilemma (aka «impossible trinity»): choice among three favourable options, only two are possible at the same time. The euro was born as the outcome of the well-known «macroeconomic trilemma»: different currencies —managed by independent national policy-makers— are inconsistent with free capital mobility and fixed exchange rates among those currencies. The *panglossian* environment in which the founding fathers designed the euro hid two other trilemmas that the sovereign debt crisis would unavoidably bring into the open in 2010: the «financial trilemma», which makes national financial policies (financial regulation and supervision) inconsistent with euroarea wide financial integration and financial stability, and the «political trilemma», which makes national fiscal policies inconsistent with the requirements of democratic legitimacy in a well-functioning banking union. European politicians acknowledged the implications of the financial trilemma only after June 2012. Consensus on the concrete way to deal with the political trilemma is still in the making.

*Key words:* macroeconomic trilemma, integration, financial stability, sovereign debt crisis.

*JEL classification:* E50, E58, E63.

# ESTABILIDAD, INTEGRACIÓN Y CRISIS DE LA DEUDA SOBERANA: LA HISTORIA DEL EURO EN TRES TRILEMAS

José M. GONZÁLEZ-PÁRAMO

BBVA e IESE

María José ÁLVAREZ GIL

UC3M

## I. DEL TRILEMA MACROECONÓMICO AL TRILEMA FINANCIERO: LA CRISIS DE LA DEUDA SOBERANA

**E**L euro es, en su origen, un proyecto esencialmente político. Representa la coronación de las aspiraciones de paz de mediados del siglo xx, a la vez que el heraldo de una Europa (más) unida y con peso relevante en el nuevo concierto geoestratégico que se vislumbra a comienzos del xxi. Con todo, la economía permite analizar algunas de las restricciones a las que un proceso de integración se enfrenta. Hay dos enfoques de economía internacional, independientes aunque relacionados, que ayudan a entender las alternativas e implicaciones asociadas a la creación de una moneda única: de un lado, el llamado «trilema macroeconómico», alumbrado hace más de medio siglo y, de otro, la doctrina de las zonas monetarias óptimas (1).

De acuerdo con el trilema macroeconómico, solo dos de los siguientes tres objetivos deseables son mutuamente compatibles: libre movilidad de capitales, estabilidad cambiaria e independencia de las políticas monetarias nacionales. Las dos décadas de vida del Sistema Monetario Europeo hicieron patentes la dificultad de

asegurar la estabilidad de los tipos de cambio y los perjuicios que la inestabilidad cambiaria produce a los intercambios comerciales. La plena realización del mercado interior de bienes, servicios, personas y capitales requería, a la vez, estabilidad cambiaria y libertad de movimientos de capital. Como consecuencia lógica, no es posible mantener políticas monetarias independientes. El trilema macroeconómico nos explica la unión monetaria como complemento del mercado interior. La doctrina de las zonas monetarias óptimas estudia las condiciones bajo las cuales una unión monetaria produce los mejores resultados y, por implicación, en qué escenarios una unión monetaria puede ser inestable. Entre estos criterios se cuentan la flexibilidad de precios y salarios, la movilidad de trabajo y capital, la integración de los mercados financieros, la apertura al exterior, la diversificación en la producción y el consumo, la similitud de tasas de inflación, la integración fiscal y, prerequisite de esta, la integración política.

Los padres fundadores del euro no eran ilusos: nadie llegó nunca a engañarse pensando que los países candidatos a integrarse en el euro formaban un área monetaria óptima. Sin embargo, en su mayoría consideraban que el euro podría ser una

«zona monetaria razonable» si los países se comprometían a adoptar políticas para aumentar la flexibilidad de precios y salarios, la movilidad de factores de producción y la integración financiera, así como reglas de disciplina presupuestaria que garantizaran a los Estados solvencia y margen de actuación para la política fiscal. La propia introducción del euro sería un elemento que catalizaría estos procesos.

Así inicia su existencia el euro 1.0, reflejo de una visión infundadamente optimista de nuestra moneda única que la crisis de la deuda soberana ha demostrado inviable. Esta versión de la unión monetaria constaba de cuatro elementos: 1) moneda única; 2) cierto grado de coordinación presupuestaria, para prevenir y corregir desequilibrios en las cuentas públicas (Pacto de Estabilidad y Crecimiento); 3) ausencia de coordinación en el ámbito de las políticas económicas con impacto sobre la competitividad y los desequilibrios del sector privado (por ejemplo, endeudamiento interno y externo); y 4) confianza ingenua en el mercado y las agencias de calificación como elementos complementarios de la disciplina fiscal.

Hoy sabemos, tras los duros años 2010 a 2012, que el euro 1.0 no estaba diseñado para soportar crisis significativas, porque —de forma inadvertida o no— nuestros políticos habían pactado una moneda única sin elementos de aseguramiento. Y de esta manera, a falta de unión fiscal o de una auténtica integración financiera, solo podrían sobrevivir con éxito a una crisis profunda aquellos países que, por convicción o por tradición, hubiesen logrado mantener bajo control sus desequilibrios financieros públicos y, sobre todo, pri-

vados. Así ha llegado a nosotros la crisis de la deuda soberana, que no es otra cosa que el «bucle diabólico» entre la salud financiera de los Estados y el destino de los bancos situados en su territorio. Así, los excesos de parte del sistema bancario (esencialmente las cajas de ahorros) trajeron consigo brutales aumentos en la prima de riesgo en España, pese a que la situación de las cuentas públicas era aparentemente buena, y viceversa, los excesos del endeudamiento público dañaron la salud de sistemas bancarios inicialmente solventes, como es el caso de Grecia.

La crisis de la deuda soberana ha puesto de manifiesto que, pese al notable avance de la integración de los mercados financieros mayoristas que se produjo con la creación del euro, apenas hubo progresos sustanciales en el segmento del sistema financiero más importante para una unión monetaria: el sistema bancario. Si el dinero bancario no es fungible —lo que ocurre cuando el valor de los depósitos no depende solo del perfil de riesgo de las entidades bancarias, sino además del Estado de residencia de los bancos—, la unión monetaria no es tal. En otras palabras, si la probabilidad de recuperar un depósito o el principal de un bono bancario depende de la salud financiera del Estado en el que el banco está domiciliado, la unión monetaria no es genuina.

Y esta constatación nos ha abierto los ojos a un segundo trilema, que se esconde tras el trilema macroeconómico y condiciona su viabilidad: el que podríamos llamar «trilema financiero». De acuerdo con este trilema, solo dos de los siguientes tres objetivos deseables son mutuamente compatibles: integración financiera, estabilidad financiera y

mantenimiento de las políticas bancarias y financieras nacionales (2). Con una integración financiera creciente, las políticas nacionales de regulación y supervisión crean externalidades sobre otros países, pues no tienen en cuenta más que los efectos de las medidas en el ámbito nacional. Y así, a falta de una autoridad macroprudencial con jurisdicción sobre todos los países y criterios armonizados de regulación y supervisión microprudencial, se infraproduce el bien público al que llamamos «estabilidad financiera». El trilema financiero contiene varias lecciones, que desarrollaremos brevemente en el resto del artículo. Primera, la integración financiera crea y refuerza el vínculo bancos-soberano cuando la regulación y la supervisión, así como la responsabilidad en materia presupuestaria, son nacionales. Segunda, la propia integración financiera y la relación bancos-soberano a nivel nacional y no paneuropeo produce inestabilidad financiera a través del contagio. Y tercera, en un marco de fragmentación financiera, la política monetaria común deja de ser única y, por tanto, funcional, con lo que buena parte de los beneficios del euro se diluyen. Como implicación, una moneda única solo puede servir a la estabilidad macroeconómica y financiera si las políticas financieras nacionales son reemplazadas por políticas financieras y bancarias comunes.

## II. EXCESOS FINANCIEROS, DESEQUILIBRIOS FISCALES Y GOBERNANZA DEL EURO

Las tensiones en los mercados financieros mundiales, relacionadas principalmente con el deterioro de las condiciones de liquidez en ciertos segmentos de la

renta fija estadounidense, surgieron en agosto de 2007. En aquel momento, los bancos centrales de todo el mundo —con el BCE a la cabeza— intervinieron inyectando liquidez en abundancia a sus respectivos sistemas bancarios. Pocos habrían podido imaginar entonces que, más de un lustro después, muchos bancos centrales continuarían estando muy comprometidos en la intermediación financiera, y que en la Europa del euro la crisis se habría extendido desde la periferia del sistema financiero hasta su núcleo, y desde mercados y bancos hasta los emisores soberanos. ¿Cómo hemos llegado a la situación en la que nos encontramos hoy? Las raíces de la crisis son complejas y ya han sido debatidas extensamente (3), de modo que nos limitaremos aquí a destacar dos factores clave.

Un primer factor clave vino dado por los excesos financieros de la banca cometidos antes de la crisis en un contexto en el que el marco macroprudencial existente era muy débil. Los problemas de excesiva asunción de riesgos por las instituciones financieras de todo el mundo (apalancadas mediante operaciones fuera de balance) se amplificaron por los cambios estructurales ocurridos en el sistema bancario en los años noventa. El peso cada vez mayor de la financiación mayorista de la banca en detrimento de la financiación más tradicional, basada en los depósitos minoristas de los clientes, aumentó la dependencia de las entidades de crédito con respecto a los factores de liquidez globales (4). La mayor dependencia del modelo «originar para distribuir» (5) (por el que se emiten préstamos que luego se empaquetan para transferir el riesgo a terceros) contribuyó con el tiempo a una progresiva infravaloración de los riesgos.

Ni los reguladores ni los supervisores fueron lo suficientemente conscientes de los riesgos que subyacían en esos cambios. Había una presunción generalizada de que la innovación financiera conducía a una mejor distribución del riesgo entre los participantes en los mercados financieros y a la dispersión del riesgo más que a su concentración. Sin embargo, las grandes perturbaciones económicas y financieras que siguieron a la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008 demostraron que el sistema financiero mundial estaba interconectado de manera compleja e inesperada.

Además de las medidas de apoyo adoptadas por los bancos centrales, las autoridades fiscales también tomaron medidas para mitigar la repercusión de la quiebra de Lehman Brothers en el sistema financiero y en la economía real. Los gobiernos de la zona del euro adoptaron medidas discretionales de estímulo fiscal para apoyar la actividad económica, así como diversas decisiones dirigidas a reanimar a segmentos del mercado financiero o del sistema bancario en dificultades, tales como el uso de avales públicos o la inyección directa de fondos públicos en instituciones financieras.

Unidas a la reducción automática de los ingresos públicos, causada por una menor actividad económica, estas medidas supusieron una pesada carga para las cuentas públicas. Mientras que algunos países pudieron afrontar mejor esta carga, al partir de posiciones fiscales relativamente sólidas, otros estaban mal preparados para ello, bien fuese por la fragilidad de su propia situación, bien porque sus vulnerabilidades estructurales y financieras iban a agravar con el tiempo una posi-

ción presupuestaria que en principio parecía ser sólida. En este contexto, la crisis agudizó las vulnerabilidades preexistentes, hasta el punto de cuestionarse la solvencia de algunos emisores soberanos europeos. Entre estas vulnerabilidades destacaremos las dos siguientes:

1) Las políticas fiscales en los tiempos de bonanza previos a la crisis fueron netamente procíclicas en algunos casos, mientras que, en otros, generaron un ahorro público que era del todo insuficiente para hacer frente a futuros tiempos difíciles. Esto condicionó la capacidad de respuesta de los poderes públicos cuando llegó la crisis.

2) La crisis puso de manifiesto además graves deficiencias en el gobierno económico y financiero de la UE en general y de la unión monetaria en particular. No se puso freno a políticas nacionales insostenibles que contribuyeron a la acumulación de grandes desequilibrios en algunas economías; las recomendaciones sobre políticas se aplicaron de manera limitada; las medidas adoptadas para desincentivar o corregir los incumplimientos del déficit fueron insuficientes, y no se reconoció adecuadamente la necesidad de velar por la coherencia de las políticas nacionales en una unión monetaria, sobre todo por lo que respecta a la competitividad y las posiciones exteriores netas. Las reglas fiscales en vigor, en especial el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, también se debilitaron con el tiempo, sin que se aplicaran con el rigor suficiente los procedimientos existentes. Unos procedimientos particularmente débiles, dada la decisión inicial de no crear mecanismos de estabilización financiera o fiscal integrada para el área.

La combinación exacta de desequilibrios financieros, fiscales y estructurales que contribuyeron al estallido de la crisis de la deuda soberana no fue la misma en todos los países, y el propio impacto de la crisis también ha sido heterogéneo. Pese a ello, también resultó evidente la necesidad de encontrar soluciones coordinadas para problemas subyacentes, que también eran comunes, si se quería asegurar la viabilidad del euro.

Además de las medidas estrictamente nacionales, las autoridades europeas han tomado una serie de importantes decisiones en los últimos años para corregir las deficiencias puestas de manifiesto por la crisis. En materia fiscal y estructural, además de la política expansiva coordinada de los años 2009 y 2010, se ha aprobado al nivel de la UE un programa de reforma del gobierno económico (el denominado *Six Pack*) con la finalidad de reforzar la función preventiva y correctiva del Pacto de Estabilidad y Crecimiento y establecer requisitos mínimos para los marcos presupuestarios nacionales. La firma de un Pacto Fiscal (comúnmente denominado *Fiscal Compact* en inglés) entre los Estados miembros pertenecientes a la zona del euro supone un paso más en el reforzamiento de la disciplina fiscal en la unión monetaria. Además, se ha creado un nuevo mecanismo de vigilancia al nivel de la UE, el Procedimiento de Desequilibrios Macroeconómicos Excesivos, destinado a detectar y corregir con antelación las deficiencias en materia de competitividad. Y en el terreno financiero, hay un nuevo organismo desde 2011, la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS), que se encarga de la vigilancia macroprudencial del sistema financiero de la UE.

Todas juntas, estas medidas deben desembocar en un mejor gobierno económico de la UE en general y de la zona del euro en particular. La mayoría de las medidas se centran, con razón, en la prevención, es decir, en atajar las raíces de los problemas de cada país antes de que estos se materialicen y causen también problemas a otros Estados miembros.

Las autoridades europeas, además, han creado un marco permanente de gestión y resolución de crisis en caso de que los mecanismos preventivos fallen en el futuro: el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE). No está aún claro qué papel desempeñará este mecanismo en la resolución de crisis bancarias en el medio plazo. La creación de un cortafuegos financiero en caso de que aún se produzcan accidentes en el futuro indica que la transmisión del riesgo debe preocupar especialmente en una unión monetaria, pues países dentro de esta misma unión cuyos fundamentos económicos son sólidos también pueden verse afectados por el llamado efecto «contagio» de los mercados. Y esto es muy evidente al constatar que esta catarata de decisiones, así como la constante utilización de la primera línea de defensa, la política monetaria del BCE, no fueron suficientes para contener los efectos de la crisis de la deuda soberana. Solo tras el compromiso de crear una unión bancaria y el anuncio del BCE de su disposición a emplear medios ilimitados para detener la especulación contra el euro, en el verano de 2012, la crisis y la fragmentación comienzan a remitir.

Comprender el papel del contagio en ausencia de una unión bancaria hace necesario entender no solo *qué* falló, o cuáles son las

raíces de la crisis, sino también *cómo* falló, cuáles fueron las vías de transmisión de la crisis. A continuación examinaremos en más detalle el modo particular en que la crisis de la deuda soberana se extendió por la zona del euro a través del efecto contagio.

### III. LA INTERACCIÓN ENTRE EL RIESGO FINANCIERO Y EL RIESGO SOBERANO: EL CONTAGIO

Hoy en día los mercados financieros están muy interrelacionados, lo que hace natural que lo que sucede en un segmento afecte también a otros. Sin embargo, además de las interconexiones ordinarias, las crisis pueden desencadenar «contagio», es decir, efectos derivados que exceden en mucho a los ordinarios. Así, el contagio puede desembocar en la transmisión de la inestabilidad de un mercado financiero, una entidad o un país determinados, a otro u otros mercados, entidades o países (6). Además, un rasgo importante del contagio es que la transmisión de la inestabilidad no suele producirse sin un desencadenante inicial, que a menudo parece relativamente limitado.

Pese a la definición precisa de «contagio», es necesario dar respuesta a una serie de cuestiones clave. ¿Cuál es la raíz del contagio financiero? ¿Cuáles son las vías principales por las que las tensiones financieras se transmiten a países y mercados? ¿Cómo es posible que en unos casos las perturbaciones financieras se limiten a un país (o un mercado) determinado y que en otros se extiendan con extrema rapidez y virulencia? Y por último y no menos importante, ¿qué se puede hacer para reducir la vulnerabilidad de un país miembro de una

unión monetaria frente a perturbaciones externas?

Para aclarar estas cuestiones, es preciso dar un paso atrás y examinar más detenidamente la estructura financiera de la zona del euro, de la cual destacaríamos tres rasgos principales.

— En primer lugar, la zona del euro se caracteriza por un relativamente alto grado de integración económica y financiera de los Estados miembros que la componen. En situación normal o estacionaria, esto beneficia a todos sus componentes. Sin embargo, en tiempos de crisis, una estrecha integración financiera puede fomentar fácilmente la transmisión de perturbaciones de un Estado miembro a otros considerados vulnerables por los mercados, especialmente cuando no existen mecanismos integrados de resolución de crisis (7).

Los efectos prácticos de esta estrecha integración financiera pueden verse en el comportamiento de los tipos de interés de la deuda soberana de la zona del euro antes de la crisis y durante la misma. Antes de la caída de Lehman Brothers, los diferenciales de la deuda soberana eran muy pequeños y tendían a presentar una alta correlación. En un contexto financiero y económico global favorable, hoy conocido como el periodo de la «gran moderación» (crecimiento estable y baja inflación), los mercados subestimaron las notables diferencias entre países en cuanto a sus respectivas situaciones fiscales y estructurales. Esta infravaloración del riesgo dio paso a una revisión repentina y desordenada de los tipos de interés de la deuda soberana de los distintos países cuando llegó la crisis.

— En segundo lugar, el sistema financiero de la zona del euro

sigue basándose en el importante papel de las entidades de crédito. En 2013 había unas 6.800 instituciones financieras monetarias residentes en la zona del euro, el 87 por 100 de las cuales (esto es, algo menos de 6.000) eran entidades de crédito. Las entidades de crédito son entidades de contrapartida en las operaciones de política monetaria del banco central, y sobre esta base conceden préstamos a hogares y empresas. Son, pues, esenciales en la transmisión de la política monetaria a la economía. Por otra parte, en la zona del euro el crédito bancario es mucho más importante para la financiación de las empresas que los mercados de capitales, al representar alrededor del 65 por 100 de la financiación total del sector de las sociedades no financieras, frente al 20 por 100 en Estados Unidos.

— En tercer lugar, no puede subestimarse el papel de la deuda pública en el sistema financiero. Los sistemas financieros modernos se basan en la presunción de que los valores de deuda pública pueden considerarse activos sin riesgo. La mayoría de las entidades bancarias de la zona del euro tienen un marcado sesgo nacional en sus tenencias de deuda pública. Las cifras indican en general que la deuda pública interna representa una parte significativa del total de los activos de las entidades de crédito. En el caso de España, alrededor del 9 por 100 del total de los activos, frente a unas tenencias de deuda pública emitida por otros países de la unión monetaria veinte veces inferior. Las variaciones de la valoración de la deuda pública afectan directamente al comportamiento de las instituciones financieras por influir en su situación patrimonial («canal del balance»). También pueden producirse efectos indi-

rectos en las instituciones financieras por otras vías, puesto que la deuda pública se caracteriza por: 1) servir de valor de garantía para los préstamos repo interbancarios o para que las entidades puedan obtener crédito del banco central (es lo que se denomina «canal de la liquidez»), y 2) utilizarse a menudo como referencia para fijar los tipos de interés para las emisiones privadas de deuda (es el denominado «canal de los precios»).

Teniendo en cuenta la estructura financiera de la zona del euro que se acaba de describir, puede comprenderse mejor la interacción entre riesgo soberano y riesgo financiero que hemos observado en los años recientes. Sobre las finanzas públicas ha pesado la carga de los avales del Estado, tácitos o expresos, al sector bancario, así como la necesidad de financiar las recapitalizaciones bancarias con fondos públicos. El nivel de endeudamiento público adicional que representan estas ayudas al sector bancario ha sido heterogéneo y ha dependido del tamaño del sector bancario en relación con el PIB de cada país. Como se ha indicado, en algunos casos esta carga se ha agravado por la adopción de medidas discrecionales de estímulo fiscal al inicio de la crisis y por la caída de los ingresos públicos a causa de la recesión económica. El deterioro adicional de las finanzas públicas en países que ya partían de un alto nivel de endeudamiento público influyó negativamente en la valoración de mercado de su deuda soberana. Esto, a su vez, tuvo un efecto negativo sobre las carteras de las entidades de crédito con importantes tenencias de deuda pública, que ya estaban sufriendo pérdidas en otras categorías de activos, bien por su exposición a ciertos valores de renta

fija de Estados Unidos, bien, en general, por la rebaja de la calidad crediticia de sus carteras de préstamos domésticos.

Las instituciones financieras, además, sufrieron efectos indirectos de la caída del valor de mercado de la deuda pública. El deterioro en la valoración crediticia de un emisor soberano tiende a afectar de manera negativa, por la vía de los precios, a la solvencia de la mayoría de las entidades privadas de esa jurisdicción, incluidas las instituciones financieras. Esto se debe a que las autoridades fiscales nacionales son también, en definitiva, las encargadas de la resolución de los problemas bancarios de su respectivo país (y de la protección de los depositantes) en caso de que quiebre alguna entidad. Por ello tradicionalmente las agencias de calificación crediticia han vinculado las calificaciones de las entidades de crédito, independientemente de su situación financiera individual, a las de los emisores soberanos correspondientes. Las crecientes dificultades de algunos países para financiarse en el mercado han obstaculizado, por tanto, la posibilidad de las entidades de crédito de esos países de obtener financiación en los mercados mayoristas. Además, los mercados han tendido a vincular el tipo de interés al que las entidades de crédito pueden emitir deuda en los mercados mayoristas al tipo de interés requerido al emisor soberano respectivo. Consecuentemente, la rebaja de la calificación crediticia de un emisor soberano ha tendido a reflejarse en el aumento de los costes de financiación de las entidades de crédito radicadas en esa jurisdicción.

Asimismo, las tensiones en los mercados de deuda soberana

han obstaculizado, por la vía de la liquidez, el funcionamiento del mercado interbancario. Esta es la razón de que incluso en mercados de financiación respaldados con garantías, como el mercado interbancario de préstamos *repo*, las entidades de crédito hayan sido reacias a prestar a otras que utilizan como garantía deuda de su propio país en aquellos casos en que el riesgo de solvencia de ese país es motivo de inquietud.

Estos canales de transmisión de los efectos indirectos de los mercados de deuda soberana en el sector financiero interno ayudan a explicar por qué los sistemas bancarios de algunos países han resultado especialmente afectados por la crisis a pesar de que sus carteras de deuda pública interna eran relativamente pequeñas. Además, conviene advertir que, aun en el caso de que la mayor parte de la deuda pública de un país esté en manos de entidades extranjeras, el remanente en manos de entidades residentes puede todavía ser lo bastante grande como para representar una parte importante de sus balances.

La relación causal entre el deterioro en las condiciones de financiación de los emisores soberanos y el de la situación de sus sistemas bancarios nacionales no ha sido ni simple ni unidireccional. Grecia e Irlanda o España, por ejemplo, representan dos casos distintos en este respecto. En Grecia, las dudas persistentes sobre su solvencia fiscal pusieron en peligro la estabilidad de su sistema bancario. En Irlanda y España, en cambio, el sobreendeudamiento llevó a las autoridades fiscales a intervenir para apoyar a un conjunto de entidades crediticias (fundamentalmente cajas de ahorros en el caso español), y fueron los pasivos contin-

gentes surgidos de esta intervención los que terminaron por amenazar gravemente la sostenibilidad de las finanzas públicas. Sin embargo, al margen de cuál de las partes fue la desencadenante inmediata de los problemas financieros, el elemento común a ambos casos es que los mecanismos que acabamos de describir se reforzaron mutuamente para crear un círculo vicioso entre riesgo soberano e inestabilidad financiera.

Existen además indicios de que la dependencia de los sistemas bancarios nacionales respecto de la solidez relativa del emisor soberano correspondiente es mayor de lo que solía ser antes de la crisis. Algunas estimaciones, basadas en precios de *CDS* de bancos y de gobiernos, muestran que la correlación entre la percepción del riesgo de los bonos bancarios y de los bonos soberanos se intensificó durante la crisis de la deuda soberana. Para el periodo 2007-2013 fue superior a 0,9 en países como España, Italia o Francia, y algo superior a 0,8 en Alemania. En 2013, las correlaciones habían bajado, pero de forma muy diferenciada: en el caso de Francia a 0,4 y en Alemania a -0,2, mientras que en España e Italia se mantenían por encima de 0,8 (8). Esto es reflejo de las distintas percepciones sobre la fortaleza de las economías y los sectores públicos, así como el distinto peso de la deuda en las carteras bancarias, que en España e Italia ha aumentado significativamente en 2012 y 2013.

Los factores que explican la crisis de la deuda soberana son comunes, mientras que el impacto de la crisis ha sido diverso. Son las interacciones entre emisor soberano y sistema bancario nacional las que explican en buena

medida la diversidad del impacto. Sin embargo, esto solo justifica parcialmente por qué el contagio entre los mercados de deuda soberana de economías con variables fundamentales muy distintas ha sido tan fuerte en la zona del euro.

¿En qué medida los mercados identifican vulnerabilidades nacionales comunes a distintas economías de la zona del euro y en qué medida sencillamente reflejan las vulnerabilidades en la arquitectura institucional de la zona del euro, esto es, la ausencia de mecanismos de absorción de perturbaciones económicas y financieras comunes? Aún no se ha dado una respuesta empírica rotunda a esta pregunta, aunque afortunadamente sí ha habido respuestas de política económica y financiera, como se ha indicado más arriba.

Un claro ejemplo se encuentra en el anuncio de las autoridades griegas de un referéndum sobre el programa de rescate acordado poco antes en la cumbre de la UE, un acontecimiento que puede ayudarnos sobremedida a entender la mecánica del contagio en la zona del euro. Dicho anuncio, efectuado el 1 de noviembre de 2011, era un asunto específicamente griego, y el hecho de que ese día fuera festivo en otros países europeos significa que el flujo de la información fue más limitado de lo habitual. A raíz de la noticia, el rendimiento de los bonos soberanos y las primas de los CDS soberanos de Grecia subieron vertiginosamente. Sin embargo, la transmisión de esta perturbación a algunos otros emisores soberanos y entidades de crédito de la zona del euro en particular también fue rápida, fuerte y persistente. Las primas de los CDS de Francia, Alemania, Italia y España

registraron la mayor subida diaria de todo el año. Pero, así como la prima de los CDS de Alemania volvió a caer en cuestión de días (del 1 al 4 de noviembre) a sus niveles previos, las de Italia, España y en cierta medida Francia prosiguieron su senda alcista en ese mismo periodo (9). Alemania se benefició de un cierto efecto refugio que le permitió atraer grandes flujos de capital exterior hacia su deuda pública. Analizados en su conjunto, estos datos respaldan la hipótesis de que el contagio desde Grecia se convirtió en una fuente de riesgo sistémico para varias economías de la zona del euro al intensificarse la crisis de la deuda soberana a partir de mediados de 2011 (10). Por lo tanto, parece que los efectos indirectos de la crisis de deuda griega puedan explicar en parte el brusco empeoramiento subsiguiente en la percepción de la solvencia de otros países, ya sea aquellos sujetos a programas completos de la UE y el FMI (es decir, Irlanda y Portugal), ya sea de otros en situación de debilidad, como Italia y España, que tendría que solicitar un rescate financiero en 2012 ante la ausencia de credibilidad de las opciones de recuperación y resolución nacionales.

#### **IV. FRAGMENTACIÓN FINANCIERA, POLÍTICA MONETARIA Y LA INEVITABILIDAD DE LA UNIÓN BANCARIA**

Durante los episodios más duros de la crisis financiera, muchos se han dejado llevar por el espejismo de la supuesta omnipotencia del banco central. Si los bancos centrales tienen una capacidad prácticamente ilimitada de crear dinero, ¿por qué no se ha bastado la política monetaria del BCE para hacer frente a la cri-

sis de la deuda soberana? Para que la política monetaria sea eficaz es prerequisite esencial que la orientación deseada se transmita correctamente a la economía real, y ello no es posible si los mercados financieros están fragmentados. Desde el comienzo de la crisis, uno de los mayores retos para el BCE ha consistido en que los canales tradicionales que trasladan las decisiones de política monetaria a la economía real han dejado de funcionar correctamente. De hecho, desde el comienzo de la crisis los mercados financieros se han fragmentado siguiendo líneas nacionales. La fragmentación ha significado que las instituciones financieras de ciertos países han tenido más dificultades que en el pasado para acceder a la financiación mayorista, y cuando han podido hacerlo han tenido que soportar costes significativamente mayores. El hecho de que en esos países entidades sólidas, financieras y no financieras, con una buena situación patrimonial, hayan resultado tan afectadas como otras entidades más débiles indica que parte del problema se debe a factores no fundamentales o propios de las empresas y los bancos. Las perturbaciones causadas por la crisis de la deuda soberana han reducido el acceso de ciertas entidades al crédito simplemente por razón de su país de origen.

Ello ha hecho necesario abordar el mal funcionamiento del mecanismo de transmisión monetaria, a fin de moderar el endurecimiento injustificado de las condiciones de financiación. El BCE ha respondido a este reto en el ámbito de sus competencias y responsabilidades tomando una serie de medidas sin precedentes, conocidas como «medidas no convencionales de política monetaria».

El diseño de las medidas de política monetaria no convencionales ha seguido tres principios básicos. Primero: el objetivo primordial ha sido mitigar los daños causados por la crisis en los canales de transmisión de la política monetaria. Segundo: cada medida se ha calibrado para abordar deficiencias específicas de funcionamiento de los mercados consideradas en la raíz del problema. Y tercero: las medidas se han diseñado como temporales, por lo que están llamadas a ser desmanteladas progresivamente conforme las condiciones lo permitan o cuando llegue el momento de caducidad establecido para las mismas.

La aplicación práctica de estos principios se ha traducido en medidas centradas principalmente en el sector bancario, y hay buenas razones para que haya sido así. Como se ha visto antes, el sistema bancario desempeña una función esencial en la transmisión de los impulsos monetarios a la economía en general, especialmente por la vía del crédito. El crédito es el cordón umbilical de la actividad económica moderna, hasta el punto de que las disfunciones de este canal, de consentirse, serían especialmente dañinas para la economía real. Con carácter más general, no abordar la ausencia de liquidez del sistema bancario hubiera tenido consecuencias muy graves.

Las medidas no convencionales del BCE se han centrado, por tanto, en seis grandes líneas de acción:

1) El periodo de vencimiento de las operaciones de financiación del banco central con el sistema bancario se ha alargado progresivamente, y se han ampliado los activos de garantía admisibles en esas operaciones.

Además, desde el otoño de 2008, las operaciones de financiación se han efectuado a tipo de interés fijo con adjudicación plena. Estas medidas se han dirigido a mitigar el riesgo de financiación de las entidades de crédito, agravado por el riesgo soberano correspondiente. En junio de 2014 se anunció el mantenimiento de esta modalidad de inyección hasta diciembre de 2016.

2) En el marco de su Programa para los Mercados de Valores, el BCE ha efectuado adquisiciones limitadas de deuda pública en los mercados secundarios. Esta medida se diseñó para mitigar el mal funcionamiento de los mercados de deuda pública en países sometidos a tensiones (inicialmente Grecia, Irlanda y Portugal, y posteriormente, Italia y España) y corregir así las señales relativas a los canales de precios, liquidez y balance del mecanismo de transmisión de la política monetaria. Las intervenciones de dicho programa se han reabsorbido mediante otras operaciones de drenaje de liquidez hasta la cancelación de estas operaciones en junio de 2014.

3) El BCE ha efectuado además adquisiciones de bonos garantizados (cédulas) en los mercados secundarios, respaldando con ello la emisión de valores de renta fija por las entidades de crédito y contribuyendo así a mantener el acceso de estas al mercado.

4) En diciembre de 2011 el BCE decidió efectuar otras dos operaciones de financiación a largo plazo, con un vencimiento que por primera vez alcanzaba los tres años, y al mismo tiempo volvió a ampliar la lista de activos de garantía admisibles en sus

operaciones de financiación. Lo inusual de esta operación tuvo una cuádruple justificación. En primer lugar, el BCE era muy consciente de que los problemas de financiación a largo plazo estaban agudizando el desfase de vencimientos en los balances del sector bancario. Por ello, facilitar apoyo a la liquidez con vencimientos más largos de lo habitual contribuiría a aliviar parte de las dificultades sufridas por las entidades de crédito a este respecto. En segundo lugar, al mitigar la incipiente escasez de activos de garantía, estas medidas en conjunto trataban de ofrecer apoyo a las entidades de crédito de pequeño y mediano tamaño, especialmente vulnerables al bloqueo de la intermediación financiera. En tercer lugar, proporcionar liquidez al sistema debería contribuir también a proteger al sector bancario de posibles efectos indirectos producidos por la crisis de la deuda soberana. Además, en la medida en que el aumento de las primas de riesgo soberano refleja dudas sobre la solidez del sector bancario, el apoyo a la liquidez se traduciría en el alivio de las tensiones en el mercado de deuda soberana.

5) En julio de 2012 el BCE anuncia un programa virtual —nunca dio lugar a intervenciones— de compras ilimitadas de deuda a plazos cortos, en el mercado secundario, en el caso de países que lo solicitasen a condición de estar sometidos a condicionalidad. El doble objetivo era estabilizar la moneda ante ataques especulativos que buscasen su ruptura y permitir la transmisión de la política monetaria.

6) En junio de 2014 se anuncia un programa dirigido a fomentar el crédito a la economía real basado en dos pilares: una serie de operaciones (de septiem-

bre de 2014 a junio de 2016, todas ellas con vencimiento en septiembre de 2018) de inyección de liquidez condicionada a objetivos de mantenimiento o aumento de crédito a la economía real, y preparación de un programa de compras en firme de titulizaciones. Todo ello se combina con una rebaja del tipo de política al 0,15 por 100 y un tipo negativo de la facilidad de depósito del -0,1 por 100, al objeto de relajar la política monetaria, estimular el crédito y combatir una inflación excesivamente baja.

¿Han sido eficaces las medidas no convencionales de política monetaria? Vistos los esfuerzos del BCE por corregir los obstáculos al mecanismo de transmisión de la política monetaria, es legítimo preguntarse si han dado los resultados esperados. Puesto que el incremento de la actividad de intermediación financiera del BCE equivale a la expansión del balance del banco central, es también importante preguntarse si la asunción de los riesgos implícitos por parte de la autoridad monetaria está justificada. Y hay dos tipos de respuesta a estos interrogantes, que dependen del escenario alternativo de referencia. Si este escenario viene dado por la evaporación del crédito, la implosión del sistema financiero y, en última instancia, la puesta en cuestión del euro, la respuesta es probablemente un sí con limitaciones. Pero si la referencia es un funcionamiento estable del euro en el marco de un sistema no fragmentado, la respuesta no puede ser afirmativa.

Dibujar un escenario contrafactual, es decir, qué habría sucedido si el BCE hubiera elegido utilizar solo políticas convencionales de tipos de interés, es en extremo difícil. Por definición, es imposi-

ble basar este escenario en la observación, y el hecho de que la actuación de otros agentes clave, como los gobiernos de la zona del euro, pueda influir en los resultados, tanto positiva como negativamente, complica aún más este ejercicio hipotético.

Teniendo en cuenta estas cautelas, han de hacerse dos observaciones. Por una parte, es indudable que la política de ofrecer financiación a las entidades de crédito a plazos más largos y a tipo de interés fijo con adjudicación plena ha aportado un ancla de estabilidad al sistema bancario y, en consecuencia, ha sido una herramienta clave para mitigar los obstáculos al mecanismo de transmisión de la política monetaria. Tomemos como ejemplo los esfuerzos más recientes en este ámbito: tanto los informes aislados de los participantes en el mercado, como la información de los mercados recopilada por el BCE indican que el anuncio del Eurosistema de dos operaciones de financiación a tres años constituyó un factor importante para la mejora de las condiciones de financiación bancaria desde principios de 2012. Así, estas medidas permitían que el ajuste requerido en los balances de las entidades de crédito (desapalancamiento) se produjese de forma ordenada, al incrementarse la certidumbre sobre los perfiles de financiación. Ello se tradujo, asimismo, en un aumento de las señales de un «deshielo» en el mercado de emisión de cédulas desde la fecha del anuncio. En términos más generales, los mercados percibían el apoyo del BCE a las entidades de crédito como un instrumento útil para reducir los riesgos de financiación soberana y bancaria y, en consecuencia, el riesgo sistémico (11). Al mismo tiempo, sin embargo, la evidencia indica que las operacio-

nes a tres años tuvieron, por sí solas, un escaso impacto inmediato en la relajación de los criterios para la concesión de nuevos préstamos.

Por otra parte, además de la evidencia referida, algunos estudios académicos permiten ser razonablemente positivos en cuanto a la eficacia de las medidas no convencionales del BCE. Desde una perspectiva macroeconómica, algunos resultados indican que las fluctuaciones de los agregados financieros y monetarios durante la crisis no se han desviado significativamente de las regularidades históricas observadas en el periodo anterior a la crisis (es decir, antes del 9 de agosto de 2007) a pesar de las distorsiones registradas en el mercado interbancario, lo que apunta a una continuación de los flujos financieros (12). Se ha señalado asimismo que, al haber evitado un desapalancamiento desordenado del sector bancario, las medidas adoptadas por el BCE han evitado en gran parte los riesgos a la baja para la estabilidad de precios (13). Además, otro estudio más reciente indica que el nivel de los préstamos bancarios a los hogares y a las sociedades no financieras durante la crisis ha sido superior al que se hubiera registrado sin las intervenciones del BCE, y que el nivel de la producción industrial de la zona del euro ha sido un 2 por 100 mayor, y la tasa de desempleo, un 0,6 por 100 inferior (14). Desde una perspectiva microeconómica, algunos resultados empíricos parecen indicar que las intervenciones del BCE han permitido la continuidad de operaciones de tipo *repo* en el mercado monetario, reduciendo también sustancialmente la prima de riesgo correspondiente al riesgo de refinanciación o de liquidez en el mercado monetario interbancario (15).

Como es obvio, esta evidencia es necesariamente demasiado provisional y fragmentaria. Cuando se considera el escenario alternativo, la valoración no puede ser tan positiva. Desde la experiencia de estos años puede concluirse que, por sí solas, las medidas monetarias no lograron evitar la metamorfosis del riesgo financiero en riesgo soberano y de este en «riesgo de redenominación» (eufemismo acuñado por el BCE para referirse al riesgo de ruptura del euro). De hecho, una buena muestra de que las operaciones no convencionales han ayudado, pero nunca han podido considerarse la solución de los problemas de fondo, fue el periodo de intensa inestabilidad financiera de la primavera de 2012, causada por las percepciones de subordinación de la deuda de los países en dificultades a raíz de la «solución griega» y la profunda división política acerca de cómo solucionar la ausencia de mecanismos conjuntos de estabilización financiera y fiscal. De hecho, las sucesivas medidas de inyección de liquidez tuvieron una efectividad menguante en el tiempo, y no lograron detener ni la fuga masiva de fondos de España e Italia que durante los once meses que preceden a junio de 2012 llegan a alcanzar los 600.000 millones de euros, ni la escalada de las primas de riesgo, que durante ese periodo se multiplican por más de dos.

Son los anuncios políticos y monetarios de junio, julio y septiembre de 2012, realizados por el Consejo de la UE y por el BCE, los que cambian dramáticamente —para mejor— estas percepciones. La estabilización de la unión monetaria requería enterrar al euro 1.0. En junio se acuerda avanzar de forma rápida hacia la creación de una unión bancaria, con el BCE a la cabeza del sistema de supervisión único,

así como la posibilidad de que el MEDE inyecte directamente capital en entidades financieras bajo estrictas condiciones. Y es un mes después cuando el BCE, por boca de Mario Draghi, anuncia su disposición a «hacer lo que sea necesario, ... y créanme, será suficiente» para respaldar la estabilidad del euro, mediante un esquema virtual pero potencialmente ilimitado en recursos. Desde entonces progresan con rapidez los trabajos para instaurar la unión bancaria, con sus cuatro pilares: el BCE a la cabeza del nuevo sistema de supervisión, la conclusión del reglamento único (CRD IV y BRRD), el acuerdo sobre un mecanismo único de resolución, y compromisos para reforzar los esquemas de garantía de depósitos. Y solo desde el final del verano de 2012 caen con fuerza las primas de riesgo, y la relajación de las condiciones financieras acompaña a una progresiva aunque lenta reintegración de los mercados financieros.

Esta secuencia de eventos sugiere que solo el compromiso político de crear una unión bancaria ha devuelto a la política monetaria parte de su efectividad. Y también arroja luz sobre la interdependencia entre los trilemas monetario y financiero. ¿Por qué solo la unión bancaria permite estabilizar la unión monetaria? Obviamente, no se trata de una promesa vana de que no habrá nuevas crisis bancarias en el futuro, pero sí de que estas crisis no darán como resultado un círculo vicioso entre la situación de los bancos y la del soberano. Ello es así porque a medida que el proceso de unión bancaria vaya completándose, la resolución de entidades dejará de tener influencia sobre las finanzas de los Estados en los que residen —las medidas de *bail-in* y el fondo de resolución financiado por las entidades de-

berían ocuparse de ello— y la supervisión y el reglamento único deberían atenuar hasta eliminar el sesgo nacional en las tenencias de deuda pública y, así, reparar la integración financiera que la crisis de la deuda soberana ha dañado. En esto se diferenciaba la zona del euro de la forma en la que funciona un país federal, y esta diferencia, que ha puesto en peligro la fungibilidad del dinero bancario, es la que la unión bancaria debe ir limando hasta hacerla desaparecer.

## V. HACIA UNA UNIÓN MONETARIA GENUINA: EL TRILEMA POLÍTICO

La eurozona no tiene estructura ni instituciones federales, y esta realidad abre la puerta a una cuestión clave: ¿Es suficiente la unión bancaria para estabilizar el euro de forma duradera? En otras palabras, ¿cuánta integración es bastante? Para aquellos que añoran el diseño original de Maastricht, el euro 2.0 —unión monetaria *más* unión bancaria *más* un esquema como las operaciones monetarias a vencimiento (OMT) *más* el Pacto de Estabilidad y Crecimiento reforzado («compacto fiscal») *más* el «procedimiento de desequilibrios excesivos»— debería ser suficiente.

Todo esto se ha conseguido, sin embargo, sobre la base de utilizar los procedimientos legales y la presión de los mercados de forma que se ha interpretado por muchos como una progresiva pérdida de legitimidad democrática. En palabras de Bini Smaghi, «las decisiones tomadas bajo la presión de los mercados acaban viéndose por los ciudadanos como una imposición externa que amenaza la soberanía popular [...]. Las intervenciones de las instituciones supranacionales son

también vistas como una interferencia en los asuntos internos. La culpa se atribuye a chivos expiatorios, con frecuencia externos como la Unión Europea, que se contemplan como figuras autoritarias enviadas para imponer su voluntad más que para ayudar» (16). El Eurobarómetro es muy expresivo a este respecto: con la excepción de Irlanda, cuyo sistema político ha sido muy resistente en el curso del rescate financiero, los países sujetos a rescates de distintos tipos o que se han visto forzados por los mercados a cambios de curso político y económico (Grecia, Portugal, Italia y España) son aquellos en los que la popularidad del euro ha caído más, con porcentajes de población contraria al euro de entre el 36 y el 46 por 100.

Otros piensan, y entre ellos nos encontramos, que el euro 2.0 es todavía frágil, puesto que no soluciona dos problemas que pueden lastrar la estabilidad macroeconómica y financiera en el futuro: el acceso de todos los países a un activo común libre de riesgo, y la «herencia del pasado» que se refleja en unos volúmenes de deuda pública sustanciales. Y solucionarlos, mediante la creación de euroletras y de un fondo de redención de deuda, o mecanismos similares, es también exigente en términos de legitimidad democrática, pues se ponen en juego recursos impositivos de los ciudadanos (17).

A la cuestión de «cuánta integración adicional es bastante» no se puede responder ignorando las complejas interacciones entre la política y los mercados. Y sobre esta interacción, la experiencia de la crisis ofrece al menos dos argumentos que sustentan la necesidad de profundizar en la integración y la gobernanza de la zona del euro.

— En primer lugar, una buena parte de los defectos de diseño institucional del euro tienen su origen es una fe ingenua de los políticos de hace dos décadas en la capacidad disciplinadora del mercado. Se pensó entonces que los mercados discriminarían en contra de aquellos países con mayores desequilibrios financieros y fiscales y con peores indicadores de competitividad. Pero los mercados nunca jugaron este papel.

El error fue creer que la segunda área monetaria más importante del mundo podía delegar su gobernanza a las agencias de calificación y unos mercados procíclicos y siempre proclives a la sobre-reacción. La ausencia de una gobernanza propia ha forzado a los gobiernos a aprobar reformas apresuradamente, en el último minuto, en reuniones dramáticas, lo que ha dificultado explicar las reformas a los ciudadanos, así como formar consensos. Todo ello no ha servido para contener los fenómenos de contagio. Y así, frustradas las esperanzas puestas en el mercado, los políticos han comprendido que tienen que crear una gobernanza en buena parte inexistente. El salto cualitativo que se observa desde la primavera de 2010 es muy significativo.

Pero si tanto se ha conseguido desde 2010, ¿por qué las autoridades europeas no han sido eficaces en poner fin a los ataques de los mercados y al contagio hasta el verano de 2012? La respuesta está en el funcionamiento de las instituciones políticas en el presente estadio de integración, en el que casi todas las decisiones de trascendencia las adoptan 18 democracias soberanas. A diferencia de un Estado unitario, la eurozona tiene 18 jefes de Estado, 18 ministros de Economía e

incontables parlamentarios nacionales. No es sorprendente que, en materias complejas como son las europeas, la cacofonía sea la regla. Y sus ecos adversos en los mercados siempre han terminado debilitando la eficacia de los acuerdos.

Hasta cierto punto, se trata de un problema de procedimiento: nuestras instituciones no son efectivas en asegurar que los líderes hablan con una sola voz. Pero a un nivel más profundo, es un problema que deriva de las diferencias fundamentales en las expectativas y las percepciones que tienen los ciudadanos y los mercados. De los políticos, los mercados esperan mensajes de confianza, de inmediatez, y, en suma, de una capacidad de actuar ilimitada. Los ciudadanos de cada país, por su parte, quieren conocer los límites de las obligaciones tributarias a las que pueden quedar sujetos.

Una ilustración de esta divergencia la ofrece el debate sobre la participación privada en la reestructuración de la deuda pública. Para una audiencia doméstica, los bancos deben asumir las consecuencias de sus errores. Pero para los mercados, tal comunicación puede ser desastrosa, pues indica a los inversores que unos activos soberanos previamente considerados libres de riesgo han dejado de serlo. Y como los mercados se mueven por expectativas, resuelven deshacerse de sus inversiones hoy. Este proceso inmediatamente debilita los logros en el frente institucional.

Otro ejemplo es la aplicación práctica de las decisiones políticas adoptadas en respuesta a la crisis. Los mercados esperan decisiones de efecto rápido, valientes y adelantadas a los acontecimientos.

tos. Se exasperan ante el hecho de que los acuerdos políticos puedan necesitar meses para ser operativos. Sin embargo, las decisiones deben ser explicadas, los procedimientos de aprobación seguidos y los compromisos políticos han de ser negociados. Y todo ello dentro de un sistema de 18 democracias soberanas. Así, una vez aplicados los acuerdos, nos encontramos con que las expectativas han cambiado y las decisiones se dan por descontadas.

— Esta dialéctica gobiernos-mercados ofrece un segundo argumento que sustancia la necesidad de una unión económica y financiera más estrecha y profunda para asegurar un futuro estable del euro. La lógica del diseño original del euro —una política monetaria única o federal, coexistiendo con políticas económicas descentralizadas— estaba ligada a los principios de subsidiariedad y de rendición de cuentas democrática. Esto era coherente con el contexto vigente hace dos décadas. Pero estos mismos principios hoy implican más Europa. Porque el principio de subsidiariedad asigna a la autoridad europea aquellas tareas que no puedan realizarse efectivamente a nivel nacional. ¿Y puede alguien sostener, tras la intensa experiencia de la crisis, que el nivel europeo de gobierno no es el más efectivo para ejercer directamente, o al menos coordinar, ciertas políticas económicas y financieras?

Pero si necesitamos una autoridad europea más fuerte, el principio de rendición de cuentas exige una profunda mejora de la democracia a nivel europeo. Y cualquier reflexión sobre lo que esto implica debe partir de reconocer que la pertenencia al euro conlleva un significativo grado de unión política. Porque hoy ya

debe resultar evidente que prevenir y corregir los efectos de la crisis en la zona del euro exige que las decisiones se tomen de forma conjunta, con una perspectiva de la eurozona en su conjunto y no de los intereses nacionales específicos.

La necesidad de procedimientos institucionalizados de toma de decisiones colectivas es lo que define una unión política. Esta necesidad ha sido sentida *de facto* por los países miembros de la eurozona desde el comienzo de la crisis, aunque su reconocimiento *de iure* ha sido algo más lento pero decisivo. Tenemos ya tratados, procedimientos, instituciones y propuestas de directiva que son la urdimbre de una genuina unión monetaria, financiera, fiscal y política.

La intensidad de la experiencia de estos años pasados, de prueba y error, ha desvelado un tercer trilema, el «trilema político», sobre cuya resolución descansa la posibilidad de una unión económica y monetaria genuina y estable. No es posible disfrutar simultáneamente de una unión monetaria y bancaria, plena legitimidad democrática y políticas impositivas y de gasto nacionales. Solo dos objetivos son compatibles simultáneamente. De hecho, los trilemas macroeconómico y financiero tienen un sustrato político, pues la renuncia a la política monetaria y las políticas de regulación y supervisión nacionales son decisiones que implican compartir soberanía. Pero los impuestos y los gastos son el elemento nuclear de las decisiones democráticas. Una política presupuestaria independiente, con aprobación y rendición de cuentas nacional, puede ser inconsistente con la moneda única. La experiencia nos dice que solo puede asegurarse la permanencia me-

dante la actuación coordinada del BCE, la Unión Europea y las autoridades del país. Pero a falta de integración política, es decir, sin un Parlamento y un gobierno europeos con la suficiente legitimidad democrática, estos «rescates» salvan el día, pero no el largo plazo. La superación de la debilidad democrática de las instituciones políticas de la eurozona deberá ir dando nacimiento al euro 3.0, un proyecto plenamente legítimo en lo político, y estable en sus dimensiones macroeconómicas y financieras.

## VI. COMENTARIO FINAL

La dirección de avance del proceso europeo, aún lejos de la federalización que sí tenemos en la política monetaria, debe contribuir a sentar con solidez los pilares financieros y políticos de una unión más estable. Pero esto solo lo veremos el día después de mañana. Porque los retos inmediatos son poner nuestras casas en orden, recuperar competitividad, sanear nuestros balances y levantar la unión bancaria. Y, por encima de todo, entender en los hechos que compartir soberanía en el área del euro no equivale a perder soberanía. Antes al contrario, compartir soberanía es el único camino para ganar un futuro de estabilidad y de progreso.

### NOTAS

(1) Véase, sobre ambas y con un detenido análisis para la zona del euro, MONGELLI (2008).

(2) Este término se debe a SCHOENMAKER (2011), cuyo análisis se inspira en el de FREIXAS (2003).

(3) Véase, por ejemplo, GONZÁLEZ-PÁRAMO (2009) y ÁLVAREZ GIL y GONZÁLEZ-PÁRAMO (2012).

(4) Véase por ejemplo el examen de BROUSSEAU *et al.* (2009).

<p>(5) Véase en particular BRUNNERMEIER (2009).</p> <p>(6) Véase GONZÁLEZ-PÁRAMO (2011).</p> <p>(7) Recordemos que en una unión monetaria ya no es posible recurrir al tipo de cambio nominal como mecanismo de absorción que ayude a los países a enfrentarse a posibles perturbaciones.</p> <p>(8) Datos de BBVA Research, a diciembre de 2013.</p> <p>(9) Véase también la evidencia empírica aportada por ANG y LONGSTAFF (2011).</p> <p>(10) Véanse en particular AREZKI <i>et al.</i> (2011), ARGHYROU y TSOUKALAS (2011) y DE SANTIS (2012).</p> <p>(11) Véase por ejemplo «Don't underestimate the impact of the LTROs», nota de investigación de Morgan Stanley de 18 de enero de 2012.</p> <p>(12) Véase por ejemplo LENZA <i>et al.</i> (2010a y 2010b).</p> <p>(13) Véase en particular FAHR <i>et al.</i> (2011).</p> <p>(14) Véase GIANNONE (2012).</p> <p>(15) Véase CASSOLA <i>et al.</i> (2011).</p> <p>(16) Véase BINI SMAGHI (2013).</p> <p>(17) Véase TUMPEL-GUGERELL (2014) para los detalles técnicos de las distintas alternativas de diseño de las euroletras y el fondo de redención.</p> <p><b>BIBLIOGRAFÍA</b></p> <p>ÁLVAREZ GIL, M.J., y GONZÁLEZ-PÁRAMO, J.M. (2012), «La gestión de la crisis financiera global: El papel del Banco Central Europeo», <i>Revista Asturiana de Economía</i>, 46: 87-102.</p> <p>ANG, A., y LONGSTAFF, F.A. (2011), «Systemic sovereign credit risk: Lessons from the US</p>	<p>and Europe». NBER Working Paper Series n.º 16.982.</p> <p>AREZKI, R.; CANDELON, B., y SY, A.N.R. (2011), «Sovereign rating news and financial markets spillovers: Evidence from the European debt». IMF Working Paper n.º 11/68.</p> <p>ARGHYROU, M.G., y TSOUKALAS, J.D. (2011), «The Greek debt crisis: Causes, mechanics and outcomes», <i>The World Economy</i>, 34(2): 173-191.</p> <p>BINI, L. (2013), <i>Austerity: European democracies against the wall</i>, Centre for European Policy Studies (CEPS), Bruselas.</p> <p>BROUSSEAU, V.; CHAILLOUX, A., y DURRÉ, A. (2009), «Interbank offered rate: Effects of the financial crisis on the information content of the fixing». LEM-CNR Working Paper n.º 2009-17.</p> <p>BRUNNERMEIER, M.K. (2009), «Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007-2008», <i>Journal of Economic Perspectives</i>, 23(1): 77-100.</p> <p>CASSOLA, N.; DURRÉ, A., y HOLTHAUSEN, C. (2011), «Implementing monetary policy in crisis times: the case of the ECB», en M. JAROCINSKI, F. SMETS y C. THIMANN (Eds.), <i>Approaches to monetary policy revisited – lessons from the crisis</i>, 5.ª sesión, Banco Central Europeo, pp. 280-321.</p> <p>FAHR, S.; MOTTO, R.; ROSTAGNO, M.; SMETS, F., y TRISTANI, O. (2011), «Lessons for monetary policy strategy from the recent past», en M. JAROCINSKI, F. SMETS y C. THIMANN (Eds.), <i>Approaches to monetary policy revisited – lessons from the crisis</i>, 1.ª sesión, Banco Central Europeo, pp. 26-66.</p> <p>FREIXAS, X. (2003), «Crisis management in Europe», en J. KREMERS, D. SCHOENMAKER y P. WIERT (Eds.), <i>Financial supervision in Europe</i>, Edward Elgar, pp. 141-165.</p> <p>GIANNONE, D.; LENZA, M.; PILL, H., y REICHLIN, L. (2012), «The ECB and the interbank</p>	<p>market». CEPR Working Paper Series n.º 8.844.</p> <p>GONZÁLEZ-PÁRAMO, J.M. (2009), «Financial market failures and public policies: A central banker's perspective on the global financial crisis», <i>Hacienda Pública Española/Revista de Economía Pública</i>, 190(3): 127-156.</p> <p>— (2011), «Sovereign contagion in Europe». Discurso pronunciado en el <i>Distinguished Speaker Seminar of the European Economics and Financial Centre</i>, Houses of the Parliament, Westminster, Londres. Disponible en: <a href="http://www.ecb.int/press/key/date/2011/html/sp111125.en.html">http://www.ecb.int/press/key/date/2011/html/sp111125.en.html</a></p> <p>— (2012), «The ECB and the sovereign debt crisis», <i>Moneda y Crédito</i>, 234.</p> <p>LENZA, M.; PILL, H., y REICHLIN, L. (2010a), «Non-standard monetary policy measures and monetary developments». ECB Working Paper Series n.º 1.253.</p> <p>— (2010b), «Monetary policy in exceptional times», <i>Economic Policy</i>, 62: 295-339.</p> <p>MISHKIN, F.S., y WHITE, E.N. (2002), «U.S. Stock Market Crashes and Their Aftermath: Implications for Monetary Policy». NBER Working Paper n.º 8.992.</p> <p>MONGELLI, F.P. (2008), «European economic and monetary integration and the optimum currency area theory». Economic and Financial Affairs, European Commission. Economic Papers n.º 302, febrero.</p> <p>SANTIS, R.A. DE (2012), «The Euro area sovereign debt crisis: safe haven, credit rating agencies and the spread of the fever from Greece, Ireland and Portugal». ECB Working Paper Series n.º 1.419.</p> <p>SCHOENMAKER, D. (2011), «The financial trilemma», <i>Economics Letters</i>, 111: 57-59.</p> <p>TUMPEL-GUGERELL, G. (2014), «Expert Group on Debt Redemption and Eurobills». Tumpel-Gugerell Report, 31 de marzo, 86 pp.</p>
---	--	---

## Resumen

La Gran Recesión ha puesto de relieve las serias deficiencias existentes en el diseño de la unión monetaria. Un área monetaria necesita instituciones monetarias, pero también instituciones fiscales comunes. La práctica inexistencia de las mismas en la zona del euro ha agravado los efectos de la crisis y ha contribuido de manera poderosa a la contaminación entre la crisis de las deudas soberanas y la crisis del euro. La unión monetaria debe ir acompañada de la unión fiscal y esta de la unión política. De hecho, en los últimos cuatro años se ha producido una muy importante transferencia de poder político desde los Estados miembros hacia instituciones de la Unión Europea. Sin embargo, esta transferencia se ha depositado hasta ahora en instancias intergubernamentales. La vía intergubernamental es tal vez inevitable en el corto plazo, pero presenta limitaciones muy graves. Por ello, la cuestión esencial es si esta tendencia tiene un carácter transitorio, mientras se avanza hacia la creación de un auténtico gobierno democrático de la zona del euro, o bien se pretende darle un carácter permanente.

*Palabras clave:* federalismo europeo, integración europea, política fiscal, unión fiscal, unión monetaria, unión política.

## Abstract

The Great Recession has revealed important failures in the design of the monetary union. A monetary area needs monetary institutions as well as common fiscal institutions. Their virtual absence in the Eurozone has exacerbated the economic crisis effects and has hugely contributed to the contamination between the sovereign debt crisis and euro crisis. Monetary union must be accompanied by fiscal union and this one by political union. In fact, in the last four years, there has been an important transfer of political power from EU member states to EU institutions. However, this transfer has been delivered to intergovernmental bodies so far. The intergovernmental way is perhaps unavoidable in the short term, but has serious limitations. The basic question is, therefore, if this trend has a transitory nature, while we make progress towards the creation of a genuine democratic government in the Eurozone, or if it is intended to make it permanent.

*Key words:* european federalism, european integration, fiscal policy, fiscal union, monetary union, political union.

*JEL classification:* E52, E58, E62, F02, H60, H77.

# ¿ES POSIBLE UNA UNIÓN MONETARIA SIN UNIÓN FISCAL Y UNA UNIÓN FISCAL SIN UNIÓN POLÍTICA?

Antoni CASTELLS

Universitat de Barcelona - IEB - EuropeG

## I. INTRODUCCIÓN

La Gran Recesión ha puesto de manifiesto, en toda su magnitud, las limitaciones de la unión monetaria. Es cierto que el origen de la crisis no se sitúa en Europa, sino en el sistema financiero de Estados Unidos. Pero también es una realidad que actualmente, siete años después de que en agosto de 2007 se desatara la crisis de las hipotecas *subprime* en Wall Street y seis después de que en septiembre de 2008 la crisis estallara con toda su fuerza con la caída de Lehman Brothers, el centro de la crisis se ha desplazado a Europa.

La pregunta crucial que deberíamos formularnos es, pues, ¿qué ha ocurrido para que una crisis generada en el sistema financiero de Estados Unidos, que parecía relativamente encarrilada en el año 2009, con algunos países europeos entre los primeros en salir de la recesión, se haya convertido cinco años después en una crisis básicamente europea? (1).

Las razones que explican esta situación son, fundamentalmente, dos: 1) las deficiencias en el diseño de la unión monetaria, y 2) los errores de política económica. Se trata, ciertamente, de dos explicaciones complementarias (2). Por una parte, las deficiencias del marco institucional de la unión monetaria propiciaron unos desequilibrios muy importantes, que nunca hubieran

alcanzado la dimensión que llegaron a tener con las antiguas monedas nacionales. Por otra, los errores en las decisiones de política económica, en la elección de la combinación adecuada entre austeridad y crecimiento, explican en muy buena medida la profundidad y la persistencia de la crisis en la zona del euro. Es la confluencia de estos dos factores lo que explica la gravedad de la crisis en la Unión Europea (3).

Esta contribución se va a centrar básicamente en la primera de estas dos cuestiones, es decir, en las insuficiencias de la unión monetaria. Y más concretamente en la estrecha conexión que existe entre unión monetaria, unión fiscal y unión política. Hoy en día parece existir un amplio reconocimiento de que resultará muy difícil consolidar la unión monetaria si esta no va acompañada de una verdadera unión fiscal y de un avance decidido hacia la unión política. A la vez, sin embargo, parecen evidentes las dificultades para progresar de una forma significativa en esta dirección. Las dinámicas que imponen el día a día de la política se desarrollan todavía, en un grado muy elevado, en clave básicamente nacional, de la misma forma que son todavía los sentimientos de pertenencia nacional los que prevalecen entre los ciudadanos. Es por ello que transferir soberanía nacional a un nuevo poder político europeo se revela un camino muy difícil de transitar.

Este es el punto en que nos encontramos: por una parte, difícilmente se consolidarán realmente la unión monetaria y el elevado grado de integración económica que se ha alcanzado en la Europa comunitaria a lo largo de sesenta años, si no se avanza decididamente hacia la integración política; pero, por otra parte, existen limitaciones más que evidentes, que sería de ilusos ignorar, para progresar significativamente en esta dirección. Esta es la encrucijada en la que se encuentra hoy mismo la política europea. Solo será posible salir de ella de una forma real, y no ficticia, teniendo una gran claridad sobre los objetivos finales y una decidida determinación para alcanzarlos, pero también mostrando un gran pragmatismo para sortear las dificultades políticas. A esta cuestión, y al papel clave que desempeña la unión fiscal en esta encrucijada, vamos a dedicar las siguientes reflexiones.

## II. UNIÓN MONETARIA Y UNIÓN FISCAL

### 1. Las contradicciones de una unión monetaria sin unión fiscal

#### 1.1. Una unión monetaria incompleta (4)

La zona del euro sufre las consecuencias de una unión monetaria incompleta, mal diseñada, que condujo a unos desequilibrios muy fuertes en los países menos competitivos de la misma. Con la perspectiva que hoy tenemos parece razonable afirmar que cuando tuvo lugar la unión monetaria no se daban las condiciones que debe reunir un área monetaria óptima. Estas condiciones son fundamentalmente dos.

En primer lugar, según la condición clásica de la teoría tradicional de las áreas monetarias óptimas («Mundell I»), deben existir mercados suficientemente integrados y con elevada movilidad de los factores, para facilitar una cierta convergencia entre la competitividad de los territorios que integran la unión monetaria y atenuar el impacto de los *shocks* asimétricos. En su versión más reciente —a la que Bordo, Markiewicz y Jonung (2011) denominan «Mundell II»—, la teoría de las áreas monetarias óptimas otorga un papel relevante al mercado financiero, como instrumento para la mutualización de riesgos (*risk-sharing*) a través del mercado.

En segundo lugar, la integración monetaria debe ir acompañada de un grado apreciable de integración fiscal, que a su vez no es posible sin la correspondiente integración política. La unión fiscal se concreta en dos pilares. Por una parte, en un gobierno común, con los atributos que ello conlleva: un presupuesto, unos ingresos tributarios propios y un Tesoro facultado para emitir deuda. Y, por otra, en mecanismos que aseguren la disciplina presupuestaria de los Estados (subcentrales) integrantes de la unión.

Lo cierto es que en el momento de la creación de la moneda única no se cumplía ninguna de estas condiciones, o se cumplían en un grado muy insuficiente. Entonces no se supieron valorar con el rigor necesario las consecuencias de poner en marcha un proceso de esta envergadura en tales circunstancias. El voluntarismo, la ilusión o el éxito político que suponía figurar en el grupo delantero de los países fundadores del euro pudieron más que el realismo y el rigor. También hay

que decir que todo ello se producía en un clima social que presionaba en el mismo sentido. Todo contribuyó a que solo se apreciaran las ventajas y no los riesgos que comportaba la adopción del euro.

El hecho es que ello condujo a que entre los años 1999 (fecha de su introducción) y 2008 (fecha de la eclosión de la crisis) los países menos competitivos (los llamados periféricos) acumularan enormes desequilibrios en términos de balanza por cuenta corriente y de endeudamiento exterior. En aquel momento, tal vez no se fue del todo consciente de las consecuencias que podían acarrear para ellos la renuncia a dos instrumentos de política económica tan relevantes como son el tipo de cambio y el tipo de interés, que actúan a la vez como señal de alerta y como mecanismo de corrección para prevenir y/o corregir los desequilibrios que se puedan producir en la balanza de pagos por cuenta corriente y en el endeudamiento exterior.

Pero estábamos en el euro, y las diferencias de competitividad y los desequilibrios por cuenta corriente parecían no tener una especial gravedad. De alguna manera, existía la idea subyacente de que los desequilibrios macroeconómicos que se pudieran generar entre los distintos países de una misma área monetaria no tenían mayor importancia de la que pudieran tener entre las regiones de un mismo país.

De forma que, implícitamente, se creía (creyeron los mercados, los reguladores, los poderes públicos, los académicos, los empresarios) que si los desequilibrios entre las regiones integrantes de una unión monetaria nacional no tenían mayores consecuencias,

tampoco iban a tenerlas los desequilibrios acumulados entre los países de una unión monetaria supranacional. Finalmente, en uno y otro caso se producía un hecho esencial: se compartía la misma moneda.

Y, de hecho, durante casi nueve años, el curso de los acontecimientos pareció confirmar esta hipótesis. Sin embargo, se trataba de una ilusión fundamentada en una premisa profundamente equivocada, como puso de manifiesto el duro despertar a la realidad que significó la explosión de la crisis en 2008. Porque, sí, las regiones de un mismo país comparten una misma moneda, pero además comparten algunas otras cosas esenciales, de las que carecía la zona del euro. En estos países, además de una unión monetaria, existen una unión fiscal, una unión bancaria y una unión política. Y todas ellas son necesarias para que funcione adecuadamente una moneda única.

### 1.2. *El papel del presupuesto «federal» en una unión monetaria (5)*

En las uniones monetarias realmente existentes, el presupuesto del gobierno central («federal») ejerce tres funciones básicas. La primera es la estabilizadora o anticíclica. Cuando un territorio (rico o pobre) experimenta una contracción de la actividad económica especialmente severa respecto al resto de los territorios, bien sea a consecuencia de *shocks* asimétricos (o idiosincráticos), bien de desajustes temporales en las fases del ciclo, el presupuesto del gobierno central tiende a compensar parcialmente el impacto de este *shock* de manera automática mediante el juego de los estabilizadores.

La segunda función, vinculada implícitamente a la primera, es la mutualización de riesgos, que va acompañada de la del poder político, o de capacidad para la toma de decisiones, en la esfera central («federal») de gobierno. Se trata de un *quid pro quo* entre transferencia de poder político (cesión de soberanía) al nivel federal de gobierno, a cambio de su compromiso financiero para endeudarse, si es preciso, para atender las necesidades que le corresponden en el conjunto del territorio de la unión (que no es lo mismo, obviamente, que el compromiso para prestar su aval a cada uno de los gobiernos de los distintos territorios).

La tercera función del presupuesto federal tiene un carácter redistributivo y se basa en la generación implícita de transferencias fiscales desde los territorios más competitivos (y de mayor nivel de renta) hacia los menos competitivos (y de menor nivel de renta). Se trata de una función implícita, no formulada formalmente en estos términos, que se produce como consecuencia indirecta de la actividad presupuestaria del gobierno central, en la medida en que este preste un nivel similar de servicios y aplique una fiscalidad similar (basada en la capacidad fiscal) a los ciudadanos bajo su jurisdicción en todos los territorios.

Es importante distinguir entre el carácter de estas últimas transferencias interterritoriales (redistributivas) y el de aquellas que se originan como consecuencia de la función estabilizadora. Los flujos generados por la función redistributiva tienen un carácter estructural, son más o menos permanentes, y siempre se dirigen de las regiones más ricas a las más pobres (6). Gracias a ella, en realidad, el presupuesto «fe-

deral» actúa como un amortiguador que hace posible un cierto proceso de convergencia entre la competitividad de los distintos territorios que forman parte de la unión monetaria. Porque la realidad es que no existe ningún país, por muy integrado que esté monetariamente, en el que no se produzcan diferencias de competitividad y de productividad entre sus territorios, ni en el que se pretenda que sea el mercado, y solo el mercado, el que deba corregir estas diferencias. Por el contrario, las transferencias provocadas por la función estabilizadora están en relación con la fase del ciclo, tienen un carácter temporal y en la teoría podrían originar perfectamente flujos de renta desde las regiones pobres hacia las ricas.

### 1.3. *Unión monetaria sin unión fiscal: algunos puntos críticos*

Una muy buena parte de los problemas que aquejan a la zona del euro provienen del deficiente diseño de la moneda única. Como se ha señalado, la implementación del euro se llevó a cabo sin que se reunieran las condiciones apropiadas para ello: ni existía suficiente integración de los mercados y movilidad del factor trabajo («Mundell I»), ni el grado de integración bancaria era el que se precisaba («Mundell II»), ni, por supuesto, existía la imprescindible integración fiscal. Estas son las razones que, en buena medida, explican los desequilibrios acumulados entre los países de la zona del euro, la crisis de la deuda soberana en los países menos competitivos de la misma, la contaminación de esta a los mercados monetarios y a la desconfianza en la propia supervivencia del euro y, finalmente, las razones que explican las dificultades que se han evidenciado

para utilizar de forma eficaz los instrumentos clásicos de política macroeconómica (la política fiscal y la política monetaria) para responder con celeridad a la recesión.

De todo ello se desprenden unos puntos críticos que hay que subrayar:

— En primer lugar, en las circunstancias en las que ha tenido lugar la Gran Recesión (sin unión bancaria ni unión fiscal), la unión monetaria plantea una dificultad intrínseca para hacer frente a dos tipos de desequilibrios. Por una parte, los provocados por los *shocks* asimétricos o idiosincráticos (es decir, por aquellas circunstancias que producen una evolución asimétrica en las fases del ciclo entre los distintos países), por la falta de los mecanismos de estabilización apropiados. Por otra parte, los provocados por las diferencias de competitividad entre los distintos países, ante la imposibilidad de restablecerlas por la vía de la devaluación de la propia moneda, y ante la inexistencia de mecanismos que ayuden a amortiguar estas diferencias (como lo sería el presupuesto federal).

— En segundo lugar, y nos referimos ahora en concreto al primero de los desequilibrios subrayados en el punto anterior, el actual diseño de la unión monetaria plantea una dificultad inherente para hacer frente a los problemas de estabilización. Por una parte, por su propia naturaleza, anula la posibilidad de utilizar con este propósito la política monetaria a nivel nacional; y, por otra, neutraliza en buena medida la eficacia de la política fiscal. De hecho, la utilización «nacional» de la política fiscal en mercados fuertemente integrados, como son los europeos, tenía ya una efi-

cacia más que discutible, incluso antes de que existiera la unión monetaria. Normalmente, no contribuía a los propósitos estabilizadores deseados (expansivos o contractivos) y en cambio su utilización en un solo país podía alimentar fuertes desequilibrios en el sector exterior, el sector público y en términos de inflación (7).

La unión monetaria ha exacerbado estas limitaciones, porque las restricciones para incurrir en déficit público y para endeudarse se sitúan en una escala muy superior, cuando el soberano no puede ejercer el control sobre su propia moneda. De manera que, en estas circunstancias, el juego de los estabilizadores automáticos a nivel nacional dispone de un margen de actuación muy limitado por el nivel de deuda, y la restricción exterior ejerce un papel determinante (8).

Resulta así que la unión monetaria ha conducido a la práctica anulación de los instrumentos estabilizadores nacionales, que o bien han desaparecido (política monetaria) o bien han perdido eficacia y margen de actuación (política fiscal), sin que estos instrumentos hayan sido sustituidos por otros mecanismos estabilizadores a nivel europeo (9). De ahí que se manifieste de forma ampliamente compartida la necesidad de crear instrumentos que puedan desempeñar este papel de estabilización a nivel «federal» europeo (10).

En definitiva, como señalan Drèze y Durré (2013: 5), frente a las dificultades insuperables a las que se enfrentan los Estados para aplicar políticas de estabilización, «es importante asumir que solo tienen sentido *programas globales* (es decir, a nivel de la Unión Europea o de la zona del euro): los países individuales son dema-

siado pequeños para que los programas sean efectivos, y demasiado abiertos para que sean atractivos».

— En tercer lugar, la necesidad de disponer de estos mecanismos estabilizadores es todavía más acusada en la eurozona que en los sistemas «federales» que conocemos (en las uniones fiscales realmente existentes) por una doble razón: porque en la zona del euro existe una menor movilidad del trabajo, y porque existe una menor sincronización del ciclo económico entre los distintos territorios. Es decir, a la vez que, como se ha visto, los estabilizadores automáticos de naturaleza fiscal funcionan de forma menos eficaz (a nivel nacional han quedado muy neutralizados por la unión monetaria y no se han creado sustitutos a nivel europeo) se da la circunstancia, además, de que su necesidad es mucho más acusada, por la mayor falta de sincronización entre las fases del ciclo entre los distintos países y porque otros mecanismos de ajuste alternativos, como sería el desplazamiento del factor trabajo desde los territorios en recesión hacia los territorios en expansión, muestran grandes rigideces (11).

— En cuarto lugar, un área monetaria sin integración fiscal plantea el problema fundamental de la relación entre la deuda soberana y la moneda en que esta se expresa. A pesar de que en las últimas décadas haya adquirido carta de naturaleza la independencia del banco central para conducir la política monetaria, al margen de las necesidades de financiación del gobierno, siempre existe una estrecha relación entre la deuda soberana y la divisa (12). Difícilmente una deuda soberana cuya solvencia es fuertemente cuestionada en los merca-

dos no acaba afectando a la paridad de la moneda y a los tipos de interés. En cambio, cuando el poder soberano y el poder monetario están concentrados en el mismo nivel de gobierno, existe la seguridad de que, en caso de necesidad, siempre habrá un Estado detrás de la moneda, y un banco central detrás de la deuda soberana. No ocurre lo mismo en el caso de la eurozona, donde existe una sola autoridad monetaria y 17 (ahora 18) deudas soberanas.

En una unión fiscal y monetaria es la deuda del gobierno central, en todo caso, la que podría poner en peligro la estabilidad de la moneda, no la de los Estados integrantes de la unión. En la zona del euro, por el contrario, el riesgo de contagio de las turbulencias de las deudas soberanas de los Estados sobre la estabilidad de la moneda única es muy elevado.

Esta contaminación entre la política presupuestaria de los Estados de la eurozona y la política monetaria del BCE produce perturbaciones sumamente negativas en las dos direcciones. Por un lado, porque el BCE no se puede desentender de la suerte financiera de los Estados integrantes de la unión monetaria, y debe hacer equilibrios para justificar en términos de política monetaria las medidas adoptadas para preservar la estabilidad de las finanzas de aquellos. Por otro, en dirección contraria, porque a la política fiscal de los Estados miembros se le atribuye la responsabilidad añadida de «proteger» el euro. De esta manera, las dificultades financieras a las que estos Estados miembros se deben enfrentar (las que se desprenderían estrictamente de la severidad de los procesos de ajuste fiscal que deben llevar a cabo) se ven

indudablemente agravadas por el riesgo de ruptura monetaria, es decir, por el riesgo de devaluación implícito de la moneda del mencionado país.

Es muy difícil que funcione un sistema compuesto por una sola cabeza monetaria y por 18 (o 28, según se prefiera) pequeñas cabezas presupuestarias (13). Como señala el Grupo Manifiesto (2014: 3), «los países de la eurozona han escogido compartir su soberanía monetaria, y en consecuencia renunciar al arma de la devaluación unilateral, sin desarrollar, sin embargo, nuevos instrumentos comunes de tipo económico, fiscal y presupuestario. Este *no man's land* es el peor de los mundos posibles».

— En quinto lugar, diversos autores han subrayado la importancia de la función estabilizadora del sistema financiero. Un sistema financiero integrado amortigua en buena medida el impacto de los *shocks* asimétricos, al facilitar el acceso al crédito de aquellos territorios donde un impacto contractivo asimétrico (idiosincrático) produce una contracción temporal de la renta y el ahorro.

En concreto, como señalan Allard *et al.*, mientras que en federaciones como Estados Unidos, Canadá o Alemania el papel de los estabilizadores tiende a amortiguar en torno a un 80 por 100 del impacto de un *shock* contractivo, en la Unión Europea este efecto es solo del 40 por 100. Esto significa que una contracción del PIB de un 1 por 100 en un determinado territorio de una de estas federaciones se traduce en una contracción del consumo únicamente del 0,2 por 100, mientras que es del 0,6 por 100, tres veces más, en un país de la Unión Europea que sufra un

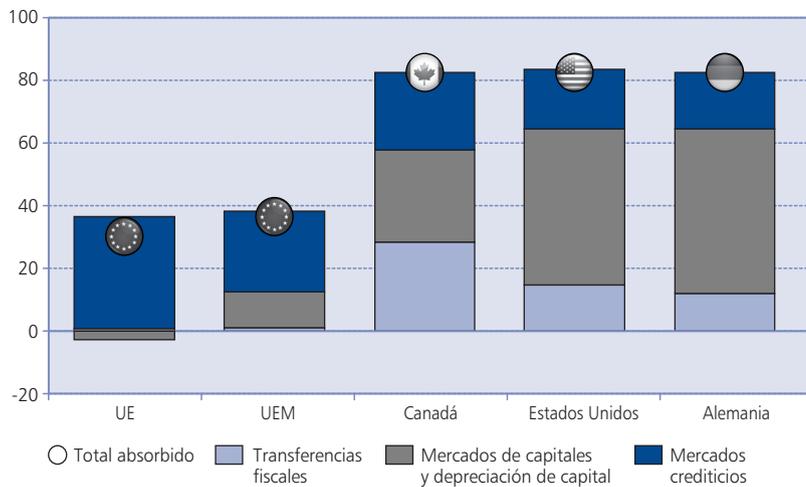
*shock* asimétrico equivalente (14).

A ello contribuye de una forma apreciable, como se ha señalado a lo largo de estas notas, el presupuesto federal. Pero es menos sabido el papel, aún más decisivo, que desempeña el sistema financiero en esta función amortiguadora o estabilizadora. De hecho, como indican las cifras proporcionadas por Allard *et al.* (gráfico 1), el peso estabilizador fundamental en las federaciones recae en el mercado financiero, y en concreto en el mercado de capitales, mientras que en la Unión Europea y en la eurozona su papel es mucho menos significativo y el de las transferencias fiscales prácticamente irrelevante (15). De ahí que sea imprescindible, también por esta función de estabilización, avanzar hacia una auténtica integración financiera y que su ausencia haga aún más necesarios otros instrumentos estabilizadores (como los de naturaleza fiscal).

— Por último, en sexto lugar, es preciso referirse al segundo de los desequilibrios inherentes a la actual unión monetaria, al que se ha hecho referencia en el primer punto. Se trata de los producidos por las diferencias de competitividad entre los distintos territorios. Finalmente, es el principal problema estructural y la causa de fondo de los desequilibrios acumulados durante el *boom* en los países periféricos, en términos de sector exterior y de endeudamiento.

Tradicionalmente, la receta utilizada en estos países para corregir la pérdida de competitividad había sido la devaluación. Es cierto que esta receta no remediaba el fondo del problema, pero permitía corregir temporalmente los desequilibrios. Ahora,

**GRÁFICO 1**  
**RIESGO COMPARTIDO (RISK-SHARING)**  
**El aseguramiento contra shocks de renta en la UEM se mantiene bajo**  
**(Porcentaje del impacto del shock sobre renta regional absorbido según canal)**



Fuente: Allard et al. (2013: 14, fig. 6).

con la moneda única no se puede utilizar este remedio, y tampoco existe un presupuesto federal que, a través de la tercera de las funciones a las que nos hemos referido (la redistributiva), contribuya a aliviar estas diferencias de competitividad. Solo queda, en consecuencia, el recurso a la devaluación interna como mecanismo para recuperar la competitividad.

Implícitamente, la unión monetaria se asienta en el doble supuesto de que, en el futuro, no existirán diferencias de competitividad entre los territorios y de que, si estas llegaran a producirse, deberán ser corregidas o bien por el mercado, o bien, de nuevo, mediante el recurso a la devaluación interna. Sin embargo, ambos supuestos parecen difícilmente realistas. Porque la realidad es que no existe ningún país, por muy integrado que esté

monetariamente, en el que no haya diferencias de competitividad y de productividad entre sus territorios, ni en el que se pretenda que sea el mercado, y solo el mercado, el que deba corregir estas diferencias. Y porque la receta de la devaluación interna, por sus elevados costes sociales y políticos, solo puede ser concebida, como señala el Grupo Glienicker, como un remedio excepcional (16), y no como una solución a la que quepa acudir de una forma más o menos recurrente.

Dicho de otra forma, es muy probable que, por grande que sea el empeño en evitarlo, la velocidad del ciclo económico a la que se puedan volver a producir diferencias de competitividad entre los distintos territorios de la zona del euro sea superior a la velocidad del ciclo político a la que las sociedades de estos

países estén dispuestas a aceptar nuevas devaluaciones internas, como única forma de corregir estos desequilibrios.

Ciertamente, ello no debe ser un argumento para no adoptar todas las medidas necesarias para tratar de que se produzca una convergencia real en términos de competitividad. Lo que supone adoptar las reformas precisas para que los mercados puedan actuar de la forma más integrada, flexible y competitiva posible y estar muy atentos para prevenir eventuales desviaciones en términos de costes laborales unitarios.

Pero, a la vez, hay que señalar que parece difícil resolver los desequilibrios y los procesos de ajuste que provocan estas diferencias de competitividad entre territorios, sin una intervención de una cierta relevancia de un gobierno central. Es verdad que existe un fuerte rechazo político por parte de los países más «ricos» de la eurozona a cualquier medida de carácter redistributivo (17). Pero también lo es que sin la actuación compensatoria del presupuesto del gobierno central, acompañando el proceso de convergencia real de competitividad, puede resultar muy difícil evitar que los ajustes necesarios para lograr esta finalidad tengan unos costes tan elevados (en términos, por ejemplo, de caída de la renta real, de desplazamiento del trabajo o de contracción de la actividad productiva y la ocupación), que acaben siendo inaceptables socialmente.

Es cierto que en este punto existe una línea divisoria, una frontera, tan estrecha que es muy fácil cruzarla inadvertida e indebidamente. Es la línea divisoria que separa una acción de los poderes públicos orientada a esti-

mular el ajuste (y para ello el papel del mercado es insustituible), tratando de minimizar sus efectos más traumáticos, de una actuación de los poderes públicos que, por el contrario, tienda a perpetuar, y no a reducir, las diferencias de competitividad.

Estos son los puntos críticos que se presentan en una unión monetaria sin unión fiscal. Existe una fuerte vinculación entre ambas. De hecho, para que funcione una unión monetaria, las instituciones fiscales (el presupuesto y el Tesoro de un gobierno central) son tan importantes como las instituciones monetarias, y su ausencia produce un riesgo de inestabilidad permanente.

## 2. Los elementos de una unión fiscal

### 2.1. *Las características básicas de las uniones fiscales realmente existentes*

Numerosos trabajos y estudios han tratado de dar respuesta a la cuestión de cuáles deben ser los elementos integrantes de una unión fiscal (18). En este apartado se van a presentar, de una forma sumamente sintética, los elementos que comparten las uniones fiscales realmente existentes en los países federales. Es decir, aquellos países que tienen dos características en común con la zona del euro: por una parte, una moneda común; y por otra parte, la distribución del poder político entre distintos niveles de gobierno.

Estas uniones fiscales presentan un conjunto de elementos comunes, que podríamos resumir en cuatro puntos (19):

1) Un gobierno central, con tres atributos básicos: a) un pre-

supuesto significativo; b) recursos fiscales propios; c) un Tesoro responsable de la emisión de deuda.

2) Mecanismos de transferencias de igualación.

3) Autonomía fiscal de los gobiernos subcentrales (en distintos grados, según los países) para responder de sus obligaciones financieras con sus propios recursos fiscales.

4) Requisitos para asegurar la disciplina fiscal de los gobiernos subcentrales.

En definitiva, todas las uniones fiscales se asientan sobre dos grandes pilares: un gobierno común (central/federal), con los atributos fiscales que ello lleva aparejado, y unos mecanismos que tratan de garantizar la disciplina fiscal de los Estados miembros.

#### a) *Las atribuciones fiscales del gobierno común*

El gobierno central suele tener un presupuesto de un tamaño significativo —alrededor de la mitad del gasto público total, apunta Cotarelli (20)—, para llevar a cabo unas funciones también relativamente coincidentes en los distintos países. De entre ellas, Cotarelli destaca básicamente tres: la provisión de bienes y servicios públicos, cuyos beneficios se extienden a todo el territorio (21); la función redistributiva y la Seguridad Social; y la responsabilidad para llevar a cabo políticas anti-cíclicas (22).

Además, en muchas federaciones (de hecho, en todas ellas, menos en Estados Unidos) existen mecanismos de transferencias de igualación que complementan el papel amortiguador

del presupuesto federal para compensar los efectos financieros (vía desequilibrio en la balanza interior por cuenta corriente) producidos por las diferencias de competitividad entre los territorios de la unión monetaria.

También existe una gran coincidencia por el lado de los ingresos. En primer lugar, la mayor parte de los mismos son recursos impositivos. Es decir, el gobierno federal tiene acceso directo a unas determinadas fuentes tributarias, normalmente fijadas en la Constitución. En segundo lugar, también existe un amplio denominador común respecto a las figuras tributarias más habitualmente atribuidas a este nivel de gobierno, que son aquellas que muestran una mayor sensibilidad al ciclo económico (y, por consiguiente, actúan con mayor eficacia como estabilizadores automáticos) y aquellas cuyas bases imponibles tienen mayor movilidad. En definitiva, en la mayoría de federaciones suelen atribuirse al gobierno central, total o parcialmente, los impuestos de sociedades, sobre la renta individual, sobre el consumo general (con la notable excepción de Estados Unidos) y sobre consumos especiales (y, por supuesto, las contribuciones de la Seguridad Social) (23).

Finalmente, el tercer atributo asociado a las responsabilidades fiscales que corresponden al gobierno central en cualquier federación es la existencia de un Tesoro. De hecho, presupuesto, recursos impositivos y Tesoro van indisolublemente unidos. El Tesoro emite la deuda necesaria para financiar el déficit; y la mejor garantía de la deuda frente al mercado es la solidez de los recursos impositivos que sustentan el presupuesto. Ahora bien, el Tesoro es responsable de la emi-

sión de la deuda del gobierno federal, no de la de los Estados integrantes de la unión. Esta circunstancia suele ser muy inusual, y solo ha ocurrido, históricamente, en los primeros estadios de la creación de una unión fiscal y siempre de forma excepcional. Lo normal es que la mutualización del riesgo que supone, *de facto*, la existencia de una deuda federal, vaya acompañada de la mutualización, también, del poder político (24).

#### b) La disciplina fiscal de los Estados miembros

El otro pilar fundamental de una unión fiscal es la disciplina fiscal de los Estados miembros, entendida como el cumplimiento de determinados requisitos de equilibrio presupuestario y deuda pública. Cotarelli (25) señala que los modelos adoptados en las federaciones existentes pueden clasificarse, en esencia, de acuerdo con cuatro grandes aproximaciones:

— La primera es la aplicación de mecanismos de *control directo* de tipo administrativo por parte del gobierno central.

— La segunda es el establecimiento de *reglas fiscales*. Estas reglas suelen ser menos vinculantes que los controles directos, y acostumbran a proporcionar un cierto margen de maniobra a los gobiernos subcentrales. Y, sobre todo, pueden ser reglas impuestas desde el gobierno central o bien «autoimpuestas» por los propios gobiernos subcentrales.

— La tercera consiste en la adopción de *mecanismos cooperativos*. A diferencia de las reglas fiscales, en este caso existe una negociación abierta entre el gobierno central y los subcentrales

para la fijación de los objetivos fiscales.

— Finalmente, la cuarta aproximación es la aceptación de la *disciplina del mercado*, que va aparejada a la estricta aplicación de la cláusula de *no bail-out*. Es decir, los gobiernos subcentrales deben ser disciplinados, porque en caso de *default* no podrían confiar en el rescate del gobierno central, y ello les cerraría las puertas del mercado en el futuro.

Con diferencia, el mecanismo más habitual en las distintas federaciones es el segundo de los que se han apuntado, es decir, el establecimiento de reglas fiscales. Y en la mitad de los casos estudiados (Australia, Canadá, Suiza y Estados Unidos) se trata de mecanismos autoimpuestos por los propios gobiernos subcentrales y no de reglas impuestas por el gobierno central. Por el contrario, son raros los casos de sistemas cooperativos (en Austria y Bélgica existen algunas fórmulas que podrían entrar en esta categoría) y muy excepcionales los controles directos, que, en cambio, suelen ser habituales en los Estados unitarios.

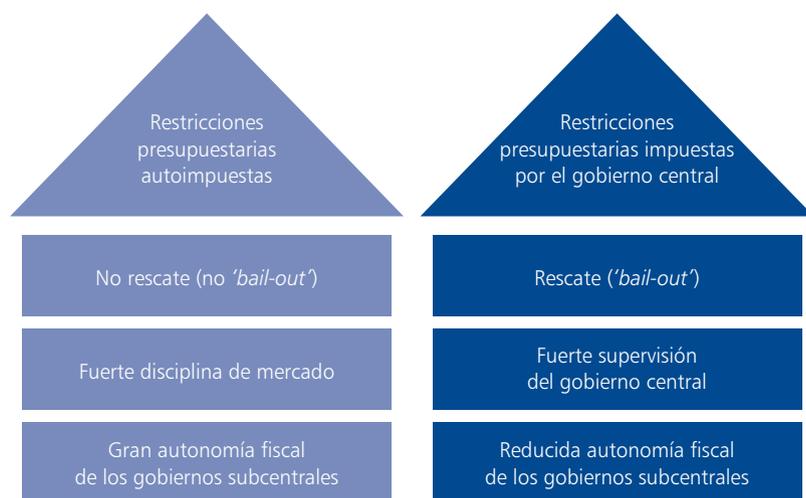
Tampoco son habituales los países que tratan de asegurar la disciplina fiscal de los gobiernos subcentrales exclusivamente a través de la disciplina del mercado. Aunque, en la realidad, la aplicación de la disciplina del mercado más la cláusula de *no bail-out* suele conducir a la adopción de reglas autoimpuestas por ellos mismos. Es decir, los países en los que existen reglas fiscales impuestas por los propios gobiernos subcentrales suelen haber llegado a esta situación como resultado de un proceso que arranca del doble supuesto de la aceptación de la disciplina del mercado más la aplicación de la cláusula de *no bail-out*.

La aplicación de la cláusula de *no bail-out* supone la aceptación de la disciplina del mercado y la posibilidad de que se produzca el *default* de algunos de los gobiernos subcentrales. La credibilidad de este mecanismo depende del efectivo cumplimiento de la cláusula de *no bail-out*, porque su no aplicación *ex post* conduce inevitablemente a la no aplicación *ante* de la disciplina del mercado. Es decir, ni los gobiernos subcentrales van a someterse de verdad a esta disciplina, ni los mercados a confiar en la solvencia de estos gobiernos, si unos y otros saben que en caso de problemas serios estos serán rescatados por el gobierno central.

En definitiva, lo que nos dicen las lecciones de la historia y de la experiencia comparada es que, por lo que se refiere a la disciplina fiscal de los gobiernos subcentrales, existen dos arquetipos básicos (gráfico 2). Según uno de ellos, el mercado es el mecanismo más adecuado para promover la disciplina presupuestaria de los gobiernos subcentrales, lo que va acompañado de la aceptación del riesgo de *default* (*no bail-out*), de la adopción de reglas fiscales por parte de los mismos gobiernos y de una estrecha vinculación de sus recursos a su base fiscal. Según el otro, el mecanismo para alcanzar la disciplina presupuestaria es de carácter jerárquico, impuesto por el gobierno central que, a cambio, debe garantizar, directa o indirectamente, el rescate en caso de peligro de *default*, y los gobiernos subcentrales tienen solo un grado limitado de autonomía para determinar sus propios recursos.

Existe una correlación directa entre mecanismos «jerárquico-burocráticos», falta de autonomía fiscal y cláusula de *bail-out*,

GRÁFICO 2  
**MODELOS DE DISCIPLINA FISCAL**  
 Distintos modelos pueden contribuir a reforzar la disciplina fiscal



Fuente: Allard et al. (2013: 12, fig. 5).

por un lado; y mecanismos de mercado, autonomía fiscal y cláusula de *no bail-out*, por otro. Cuanto más depende un gobierno de sus recursos fiscales, más es el mercado el que impone la disciplina presupuestaria y más justificada está la no existencia de mecanismos de rescate. Y, por el contrario, cuanto menos capacidad tiene un gobierno para determinar sus ingresos, más obligado está el gobierno central (el que tiene la llave de los mismos) a establecer cláusulas de rescate en caso de riesgo de *default* y más jerárquicos y de índole administrativa suelen ser los mecanismos adoptados para asegurar la disciplina presupuestaria (26).

## 2.2. Propuestas formuladas en la Unión Europea para avanzar hacia una unión fiscal

Actualmente existe una amplia conciencia de que es neces-

rio el avance hacia la unión fiscal para consolidar la unión monetaria. Pisani et al. manifiestan que para consolidar una unión monetaria común no hay bastante con Maastricht, más el mecanismo de estabilidad (MEDE), más una plena unión bancaria, más una más estrecha vigilancia de los desequilibrios macroeconómicos (27). Planteamiento con el que coinciden González-Páramo y Álvarez Gil (2014), cuando al formularse la cuestión de cuánta integración es necesaria se preguntan si hay bastante con la unión monetaria más la unión bancaria, más las OMT más el pacto fiscal [actualmente existente].

Existen abundantes *surveys* sobre las distintas propuestas, tanto de carácter académico como de naturaleza político-institucional, que se han puesto encima de la mesa para avanzar hacia una unión fiscal en la Unión Europea (28), de manera

que aquí no se va a tratar de realizar, ni mucho menos, un repaso exhaustivo sobre la materia. Más bien se van a apuntar algunas reflexiones, que pueden resultar de utilidad para afrontar el último apartado de este trabajo, sobre la estrecha vinculación entre unión política y unión fiscal.

1) Hasta el presente, el avance hacia la unión fiscal en la Unión Europea se ha centrado casi exclusivamente en el pilar de la disciplina fiscal de los Estados miembros, mientras que los avances en el otro pilar, dotar de atribuciones fiscales a un gobierno común, son casi inexistentes. El presupuesto comunitario tiene un tamaño muy reducido (por debajo del 1 por 100 del PIB), los recursos impositivos tienen un peso muy limitado (prácticamente circunscrito a los derechos de aduanas) y no existe un Tesoro común.

Difícilmente se puede hablar, por tanto, de unión fiscal, mientras no se progresa también en la construcción de este segundo pilar. Los dos pilares son imprescindibles y complementarios. Es un error establecer una contraposición entre ellos, como a menudo se hace. Avanzar hacia la creación de un genuino gobierno fiscal europeo no debería servir para relajar la atención sobre la disciplina fiscal de los Estados miembros. Pero, a la vez, los avances en esta segunda dirección resultan insuficientes, y a la larga baldíos, si no se progresa también decididamente en la otra.

De manera que los pasos que se han dado en la línea de reforzar la disciplina fiscal de los Estados miembros (el último, y muy importante, el Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza de la Unión Económica

y Monetaria, aprobado el 1 de marzo de 2012, el denominado Pacto Fiscal), deben ser valorados positivamente si suponen un paso en esta dirección, pero supondrían un error, y a la larga un retroceso, si pretendieran limitar la unión fiscal exclusivamente al pilar de la disciplina presupuestaria de los Estados firmantes.

Muchas de las propuestas que hoy se hallan encima de la mesa advierten también sobre este punto. Cotarelli y Allard *et al.* (29) coinciden en señalar que el avance hacia la unión fiscal en la zona del euro se debería fundamentar en cuatro puntos básicos: *a)* disciplina fiscal de los Estados miembros; *b)* mayor presupuesto central; *c)* creación de mecanismos de transferencias (temporales) entre países, y *d)* unión bancaria. La inclusión de la unión bancaria como uno de los elementos de la unión fiscal constituye una constante en muchas de las propuestas existentes, por el énfasis que se pone, en uno y otro caso, en la necesidad de introducir mecanismos estabilizadores efectivos, aunque está claro que se trata de una iniciativa que, en pureza, debería situarse en otro plano (30).

2) De entre las distintas aproximaciones en que se puede inspirar la disciplina presupuestaria (y a las que nos hemos referido en un apartado anterior), la Unión Europea (la zona del euro) ha optado claramente por el modelo jerárquico, basado en la imposición de reglas por el gobierno central (en este caso, las instituciones «centrales» de la Unión Europea), antes que por el modelo basado en reglas «autoimpuestas» por los propios Estados miembros, para hacer frente a la disciplina del mercado (gráfico 2).

Cotarelli (2012a: 3) señala que «una cuestión clave es si esta aproximación —basada en reglas, una estrecha supervisión y sanciones *ex post*— será suficiente a largo plazo o bien [a la larga] el centro deberá tener derecho de veto *ex ante* sobre las políticas fiscales de los Estados miembros». Sin embargo, ello llevaría a un grado de control que no existe en las uniones políticas, y mucho menos en los sistemas federales (31). En realidad, existe un claro *trade-off* entre la intensidad con que la unión fiscal pueda avanzar en el pilar del reforzamiento del gobierno común (tamaño del presupuesto del gobierno central, recursos impositivos propios y Tesoro) y la severidad de la disciplina presupuestaria impuesta a través de procedimientos jerárquicos a los Estados miembros.

Se produce así la paradoja de que una mayor integración política y fiscal permitiría, como señala el Grupo Eiffel (2014: 7-8), «una Comunidad menos intrusiva, porque la división de responsabilidades sería clara y cada nivel de gobierno podría asumir su plena responsabilidad sobre los riesgos que pudiera contraer. Esta es una de las ventajas del federalismo [...]: las entidades federadas están mejor protegidas contra las intrusiones del gobierno federal. El resultado paradójico de la actual situación es que la eurozona practica furtivamente lo que podría denominarse un 'federalismo de excepción', interfiriendo en las decisiones nacionales, sin que esta situación haya sido prevista, y menos aún explicada y legitimada» (32). Cuanto más tenga el avance hacia la unión fiscal un carácter intergubernamental, menor será el margen de maniobra del que podrán seguir disfrutando los Estados miembros y más monolítico y

centralizado será el proceso de toma de decisiones en esta instancia intergubernamental. Y, al revés, cuanto más repose en la creación o el reforzamiento de un nuevo gobierno europeo, y menos en la tutela central sobre los Estados miembros, mayor será la autonomía y libertad de decisión de la que estos podrán seguir disfrutando. Y, en consecuencia, menos justificada estará la existencia de mecanismos de *bail-out* (33).

Ello no debería suponer la relajación o desaparición de mecanismos de disciplina presupuestaria, pero sí que estos se inspiraran mucho más en la disciplina del mercado y en el respeto de su autonomía para «autoimponerse» las reglas correspondientes. Es lo que ocurre en algunas de las federaciones más significativas (Estados Unidos, Canadá, Suiza o Australia), con unos resultados más que satisfactorios en términos de equilibrio presupuestario de los gobiernos subcentrales (34). La ausencia de un gobierno «federal» hace muy difícil, sin embargo, la adopción de este modelo en la eurozona. Como se ha señalado en el primer apartado, existe un contagio inmediato entre la crisis de las deudas soberanas y la de la moneda común, lo que significa que la aplicación de la cláusula de *no bail-out* resulta difícilmente creíble, como se ha demostrado durante la crisis.

El punto de la disciplina fiscal, como se ha señalado, es el único en el que realmente ha avanzado la unión fiscal. Esto explica que las propuestas existentes vayan en una doble línea. Por una parte, tienden a destacar la importancia de mantener la tensión en este terreno. Pero, por otra parte, apuntan a la necesidad de flexibilizar la rigidez de la normativa actual para hacerla más creí-

ble, lo cual comporta aumentar el peso del gobierno común y la mutualización de riesgos (35). Allard *et al.*, por ejemplo, subrayan que para introducir más disciplina de mercado y mayor autonomía de los Estados miembros para establecer sus propias reglas, son necesarios dos prerrequisitos: un «mínimo» grado de mutualización del riesgo (es decir, de gobierno común) y el establecimiento de reglas creíbles para la aplicación de la cláusula de *no bail-out* (36).

El Grupo Glienicker (2013: 5) mantiene una posición relativamente distinta. Sostiene la necesidad de avanzar hacia un gobierno económico europeo. Pero, a diferencia de otras propuestas, que ven en ello la posibilidad de flexibilizar el grado de «intervencionismo» del gobierno central en el mantenimiento de la disciplina presupuestaria, defiende la necesidad de que este gobierno central disponga del derecho de intervención en la autonomía presupuestaria, lo que podría llegar a suponer la adopción de reglas vinculantes, en caso de incumplimiento de los objetivos de estabilidad previstos.

3) Existen diversas propuestas que se pronuncian por la necesidad de avanzar, aunque todavía muy tímidamente, hacia el reforzamiento del presupuesto central de la Unión Europea (en algunos casos, solo de la eurozona), financiado mediante recursos fiscales obtenidos de forma directa. Así, Cotarelli (2012a: 4) subraya la necesidad de incrementar de manera considerable el tamaño del presupuesto comunitario para que pueda desempeñar una función real de mutualización del riesgo (*risk-sharing*), preferentemente mediante políticas de gasto (seguro de desempleo), y financiado con ingresos públicos

sensibles al ciclo económico. Por su parte, el Grupo Glienicker (de la RFA) defiende la conveniencia de progresar en la integración de la zona del euro, con la creación de un gobierno económico europeo, cuyo presupuesto debería proveer determinados bienes públicos (37), y que podría llegar a suponer el 0,5 por 100 del PIB, aunque considera que la financiación debería ser mediante contribuciones estatales antes que mediante el acceso directo a la fiscalidad (38).

El Grupo Eiffel, francés, también defiende la creación de una comunidad del euro, con un presupuesto independiente, que debería financiar básicamente actividades orientadas a asegurar la función de estabilización (como podría ser, por ejemplo, el seguro de desempleo), así como infraestructuras estratégicas, actividades de defensa y aquellas políticas necesarias para alcanzar una mayor movilidad e integración del mercado de trabajo. A diferencia del Grupo Glienicker, el Grupo Eiffel considera imprescindible que este presupuesto se financie con recursos propios, y señala en especial el Impuesto de Sociedades y los impuestos medioambientales. En concreto, este grupo apunta la idea de determinar de forma armonizada la base imponible del impuesto de sociedades y dejar un margen a los Estados miembros para la fijación de los tipos (39).

El Grupo Manifiesto, también francés, considera asimismo necesaria la creación de un presupuesto de la zona del euro, que debería alcanzar entre el 0,5 y el 1,0 por 100 del PIB. Este presupuesto se destinaría a impulsar la inversión en medio ambiente, infraestructuras y formación. Debería financiarse mediante la creación de un impuesto de

sociedades a nivel comunitario. Destacan que «la soberanía nacional ha devenido un mito» ante la integración de los mercados y la competencia fiscal entre Estados miembros y proponen el establecimiento de una base imponible común, tan amplia como sea posible, con un tipo mínimo del 20 por 100 y un tipo «federal» adicional del 10 por 100 (40).

Numerosos autores hacen suya la propuesta de incrementar el tamaño del presupuesto comunitario como un eficaz mecanismo estabilizador y, además, se abre paso la recomendación de circunscribir este presupuesto a la eurozona. Allard *et al.* destacan la conveniencia de un instrumento de este tipo, pero a la vez señalan que el factor político podría constituir un obstáculo prácticamente insalvable para su implantación (41).

Pisani *et al.* centran exclusivamente su atención en la creación de mecanismos de estabilización que puedan absorber los efectos de *shocks* asimétricos y proponen distintas alternativas. La primera de ellas, y la más ambiciosa, es la constitución de «un modelo plenamente federal, en el cual tanto el gasto como los ingresos sean transferidos al nivel de gobierno de la zona del euro». En concreto, consideran la transferencia al nivel federal del gasto en desempleo, que sería financiado con un impuesto «federal» de sociedades (42). También Wolf destaca la importancia del presupuesto federal como instrumento de estabilización (43) y señala que, además de esta función, este presupuesto debería proveer los servicios que tienen carácter de bien público a escala europea, como la ecología y la seguridad en fronteras (44). Finalmente, este autor considera que un presupuesto de un tamaño

del 2 por 100 del PIB estaría en condiciones de llevar a cabo satisfactoriamente esta función de estabilización (concretada esta en un incremento de los servicios públicos provistos directamente por el gobierno central, o bien a través de la constitución de un fondo de transferencias temporales) (45).

En resumen, aunque estas propuestas adolecen todavía de una cierta ambigüedad, en los últimos años se ha ido produciendo una coincidencia generalizada en torno a la necesidad de reforzar el presupuesto del «gobierno central» europeo. De las distintas propuestas existentes podrían extraerse algunas líneas relativamente comunes: en primer lugar, la conveniencia de establecer un presupuesto específico de la zona del euro; en segundo lugar, este presupuesto podría tener un tamaño de entre el 0,5 y el 1,0 por 100 del PIB; en tercer lugar, su financiación debería proceder de recursos impositivos propios, y preferentemente de un impuesto «federal» de sociedades (aunque en este punto existe la relevante discrepancia del Grupo Gliénicker); en cuarto lugar, este presupuesto debería desempeñar fundamentalmente una función de estabilización (a través de la provisión de bienes públicos o de la creación de un mecanismo de transferencias destinadas a este fin, como se examinará en el próximo punto); y en quinto lugar, el factor político es decisivo para avanzar en esta dirección.

4) Aparte de la disciplina presupuestaria de los Estados miembros, el punto en el que se ha producido un mayor avance es en la propuesta de creación de algún tipo de mecanismo de estabilización para hacer frente a los *shocks* asimétricos. De hecho, como se ha visto en el punto an-

terior, las demandas de potenciación del presupuesto comunitario van muy ligadas al cumplimiento de este objetivo. Hasta el momento, estas propuestas se sitúan más bien en el plano conceptual y académico que en el de las formulaciones específicas de los *policy makers*, aunque en este terreno existe la iniciativa muy significativa de Van Rompuy *et al.* (2012).

Como se ha señalado en el primer apartado, uno de los más graves problemas de diseño de la unión monetaria que ha puesto de manifiesto la Gran Recesión es la pérdida de eficacia, hasta llegar a su práctica esterilización, de los mecanismos macroeconómicos de carácter estabilizador. La política monetaria es una y única a escala europea e, incluso a este nivel, el arsenal de instrumentos disponible es muy limitado cuando los tipos de interés se sitúan prácticamente en cero (el denominado *zero lower bound*) (46). Y, por su parte, la política fiscal a nivel nacional resulta inefectiva e incluso contraproducente en presencia de mercados fuertemente integrados, y simplemente insertible dentro de una unión monetaria y en medio de una crisis de deuda soberana.

La doble evidencia de que, por una parte, los estabilizadores automáticos nacionales han quedado prácticamente inutilizados, sin que hayan sido sustituidos por otros estabilizadores a nivel europeo; y, por otra, de que la carencia de instrumentos macroeconómicos de este carácter ha ahondado de forma muy notable los efectos de la Gran Recesión en Europa, ha conducido a la formulación de numerosas recomendaciones en esta dirección. Cabría afirmar, sin exagerar, que en este terreno se ha producido en los últimos tiempos una

verdadera eclosión de propuestas (47).

De entre todas ellas tiene una especial significación político-institucional la denominada «de los Cuatro Presidentes» (del Consejo, la Comisión, el BCE y el Eurogrupo), formulada en diciembre de 2012, a partir de la iniciativa de Van Rompuy en junio del mismo año. En esencia, propone la creación de un instrumento estabilizador (al que denominan *fiscal capacity*) que debería reunir cuatro características: transferencias no unidireccionales y de carácter permanente; no desincentivar las reformas estructurales; compatible con el actual marco de Tratados de la Unión Europea; no conducir a un incremento de los niveles totales de gasto e imposición (48).

Todas estas propuestas tienen el planteamiento común y un diseño básico similar, aunque divergen en su concreción. En esencia, se trataría de crear un fondo de transferencias de carácter estabilizador (*rainy-day fund*) destinado a los países sometidos a un *shock* recesivo de carácter asimétrico. Este fondo sería neutral entre países y de suma cero. De suma cero, puesto que la suma de las aportaciones positivas (por parte de los países que atravesaran por una situación cíclica más favorable que la media) sería equivalente a la de las cuantías recibidas por los países beneficiarios del mismo (aquellos que padecieran el *shock* recesivo); y neutral entre países, puesto que a lo largo del ciclo todos los países acabarían pasando por fases expansivas y recesivas. Es decir, la condición de contribuyentes y beneficiarios del fondo no vendría determinada por el nivel absoluto del PIB per cápita de los distintos países, sino por su posición relativa en el ciclo económico.

co respecto a la media de la zona del euro. Las simulaciones realizadas por las distintas propuestas parecen indicar, por otra parte, que un fondo de estas características, de un orden de magnitud como el señalado en el punto anterior (alrededor de un 1 por 100 del PIB) (49), podría desempeñar un papel amortiguador relativamente importante en la absorción de los *shocks* de demanda.

A partir de este planteamiento común existen distintas concreciones, especialmente en dos puntos: el tipo de gasto en el que se debería materializar el fondo, y la forma de financiarlo. Por lo que se refiere a la primera cuestión, la gran mayoría de las propuestas se pronuncian por un fondo de transferencias directas a los países beneficiarios —aquellos que atravesaran por una fase recesiva singular y de especial severidad (50)—, aunque diversos autores examinan la alternativa de «centralizar» un gasto sumamente sensible al ciclo económico, como el realizado en las pensiones por desempleo (51). El esquema remitiría así a algunas de las ideas examinadas en el punto anterior: atribuir al nivel «federal» de gobierno un gasto sumamente sensible al ciclo económico como es el de desempleo, y financiarlo con unos ingresos también altamente sensibles al mismo, como podría ser el impuesto de sociedades.

Este mecanismo tendría la ventaja del automatismo y la rapidez de reacción en términos de impulso fiscal. Sin embargo, las simulaciones realizadas parecen mostrar que el impacto estabilizador sería solo limitado y, sobre todo, la adopción de un seguro de desempleo común a nivel de la zona del euro plantearía problemas relativamente complejos en distintos aspectos (52) y exigi-

ría llevar a cabo previamente una seria armonización de los mercados de trabajo (53). Pero esta armonización requeriría un periodo de tiempo relativamente dilatado y no sería sencilla políticamente, y sin ella difícilmente los países centrales estarían dispuestos a compartir riesgos.

Estas dificultades conducen a que la mayoría de las propuestas se inclinen más bien por un fondo de transferencias. Aunque el núcleo conceptual parece claro, la concreción es relativamente compleja. Los dos aspectos clave son la determinación de las condiciones de accesibilidad y los mecanismos de financiación. Por lo que se refiere al primer punto, existe una amplia coincidencia respecto a que los beneficiarios del fondo deberían ser los países que atraviesan por una severa fase recesiva, claramente asimétrica. Sin embargo, a esta condición, en principio la única que en teoría debería existir dada la función estrictamente estabilizadora de este instrumento, algunos autores añaden la condicionalidad de los recursos recibidos, que deberían destinarse a reformas estructurales o inversiones que permitieran aumentar la competitividad (54). Se produce con ello una contradicción entre esta condicionalidad y el rechazo a diseñar un sistema típicamente de transferencias de nivelación como los que existen en los países federales, y que en parte amortiguan los desequilibrios producidos por las diferencias de competitividad entre regiones de un mismo país.

El segundo punto de una cierta complejidad es el diseño del mecanismo de financiación de este *rainy-day fund*. En general, los diversos autores se inclinan por un fondo financiado por los países que atraviesan por una

fase favorable del ciclo en relación a la media. La propuesta de un *Cyclical Stabilisation Insurance Fund*, del Grupo Tommaso Padoa-Schioppa (2012) marca, en general, el camino que luego seguirán otras. Enderlein (2013) la desarrolla y completa, en la línea de un modelo que prevé que los Estados miembros que se hallen en una situación favorable respecto a la media contribuyan al fondo y los que se hallen en una situación desfavorable reciban recursos (siempre considerando la situación real en relación a la potencial) (55). El fondo sería, por tanto, de suma cero en cada ejercicio.

Sin embargo, como señalan Pisani *et al.* (2013: 5), ello podría llevar a una situación en la que «países en recesión deberían endeudarse para proveer asistencia a países en todavía peor recesión», lo cual parece difícilmente aceptable. Por esta razón se han barajado fórmulas alternativas. Una de ellas, propuesta por Pisani *et al.* y por Wolf (2012), consistiría en que las aportaciones se realizaran cuando el PIB real se hallara por encima del PIB potencial. Esto significaría que el fondo estaría en equilibrio (suma cero), pero a lo largo del ciclo: debería endeudarse en los momentos de recesión y estaría en condiciones de devolver la deuda en la fase favorable del ciclo (56). Así, no solo se tendrían en cuenta las posiciones relativas de cada país respecto a la media en cada momento, sino también la posición global respecto a la fase del ciclo del conjunto de la economía de la zona del euro (57).

En cualquier caso, en el lento y dificultoso avance hacia la integración fiscal en el pilar de las atribuciones del gobierno «central», sin duda el punto en el que

se ha progresado de forma más significativa es el de la creación, a este nivel central, de un instrumento estabilizador de naturaleza fiscal.

5) Desde el principio de la crisis de la deuda han aparecido numerosas propuestas en la línea de la mutualización, o garantía conjunta, de la deuda pública (58). La propuesta emblemática es la emisión de «eurobonos». Se trataría de crear una agencia europea que emitiera deuda, con la garantía de todos los Estados miembros de la eurozona, que serviría para financiar a aquellos que no se pueden financiar en los mercados o tienen que hacerlo a precios prohibitivos. Algunas fórmulas sugieren que los eurobonos cubran deuda soberana hasta un 60 por 100 del PIB (*blue debt* y *red debt*); otras, a partir precisamente del 60 por 100, para aliviar la situación de los Estados más endeudados. De hecho, los mecanismos que hasta ahora se han puesto en marcha (el EFSF, y desde enero de 2013 el ESM) pueden ser considerados instituciones embrionarias de una eventual Agencia Europea de Deuda. Una profundización radical de este instrumento sería la creación de un Tesoro federal (Marzinotto, Sapir y Wolff, 2011; Fuest y Piechl, 2012; Grupo Tommaso Padoa-Schioppa, 2012; Henning y Kessler, 2012).

Hay que atribuir una especial significación a la propuesta formulada recientemente por un Grupo de Expertos creado por la Comisión Europea sobre un «Fondo de Redención de Deuda y *Eurobills*» (59). Aunque no tiene el mismo estatus oficial que la declaración de los Cuatro Presidentes relativa a la creación de una *Fiscal Capacity*, la implicación de la Comisión le da una naturaleza distinta de la que tienen

otras propuestas procedentes estrictamente del mundo académico. La idea básica está muy directamente inspirada en el informe realizado por el Consejo Alemán de Expertos Económicos en 2012 (60). Consiste en la creación de un Fondo de Redención de Deuda de la eurozona, que se haría cargo de la parte de la deuda de los Estados miembros por encima del 60 por 100 del PIB. A su vez, este Fondo se financiaría con los recursos aportados por los Estados, en proporción a su PIB, y con los obtenidos en el mercado. Los Estados «redimidos» deberían llevar a cabo las reformas precisas para reconducir sus finanzas públicas a una situación sostenible.

Sin embargo, para una efectiva implementación de esta propuesta, y otras similares, persiste la dificultad básica, que explica la resistencia de algunos países, de la asimetría que supone avanzar decisivamente en la mutualización de la deuda pública sin la correspondiente mutualización del poder político. Porque en los sistemas federales (para referirnos a aquellos en los que existe una unión fiscal junto con una unión monetaria), el Tesoro federal emite bonos federales respaldado por el presupuesto de la Federación y no para atender las necesidades de financiación de los Estados (61).

La emisión de bonos a nivel «central» adquiere otro sentido cuando se vincula a la financiación de un instrumento fiscal de carácter estabilizador, como el que se ha apuntado en el apartado anterior y que va tomando cuerpo en la zona del euro. En este caso, no se trataría de mutualizar la deuda para suplir las dificultades de emisión de las deudas soberanas nacionales, sino para financiar un mecanis-

mo de estabilización neutral en cuanto a los flujos entre países y equilibrado a lo largo del ciclo.

Como antes se ha subrayado, algunos autores, como Enderlein (2013), consideran que el mecanismo debería ser de suma cero en cada ejercicio, aunque otros, como Pisani *et al.* (2013) y Allard *et al.* (2013), sugieren la conveniencia de que el fondo pueda endeudarse en los malos tiempos y amortizar la deuda en los buenos.

Con todo, la propuesta de los eurobonos, tal como aparecía formulada en su primer momento por el Consejo Alemán de Expertos Económicos en 2012, sigue teniendo un gran predicamento (62), como lo demuestra la recientemente planteada por el Grupo de Expertos de la Comisión. Estas propuestas no vinculan este instrumento al mecanismo de estabilización, sino a las dificultades de los Estados miembros para colocar su deuda en los mercados a tipos razonables. Sin embargo, estas dos vías pueden acabar constituyendo caminos convergentes, en el sentido de que la mutualización de la deuda aparezca vinculada a la de un gobierno «central», que suponga a su vez una cierta mutualización del poder político, y a la financiación de un mecanismo de estabilización.

Estos cinco puntos resumen el estado actual de los avances hacia la unión fiscal en la Unión Europea, y más en particular en la eurozona. Estos son básicamente, los elementos que se hallan encima de la mesa, dejando aparte la unión bancaria, que aunque aparece incluida en muchas de las propuestas y estudios que se formulan respecto a cómo habría que avanzar hacia la unión fiscal, constituye una iniciativa

que se sitúa, a todas luces, en otro plano. Sucede que en ocasiones suelen mezclarse erróneamente bajo un solo título (unión fiscal, por ejemplo) todas las reformas necesarias para consolidar la zona del euro, aunque sean de naturaleza distinta, como ocurre en este caso. Del examen de los elementos que deberían constituir la unión fiscal se desprenden dos grandes conclusiones. En primer lugar, el desequilibrio existente en los avances entre los dos pilares sobre los que esta unión se debería asentar: hasta ahora se ha puesto un gran acento en la disciplina fiscal de los Estados miembros y un escaso énfasis en la creación de un auténtico «poder fiscal central». En segundo lugar, las enormes limitaciones para avanzar decididamente en la construcción de este segundo pilar si no se avanza de forma decidida hacia la integración política. A esta cuestión, ¿qué unión política necesita la unión fiscal?, vamos a dedicar el último apartado de estas reflexiones.

### III. ¿QUÉ TIPO DE UNIÓN POLÍTICA NECESITA LA UNIÓN FISCAL? (63)

#### 1. No hay moneda sin Estado

Una idea central recorre los argumentos que se exponen a lo largo de esta contribución: no existe unión monetaria sin unión fiscal, ni unión fiscal sin unión política. Empezar la casa por el tejado ha acarreado buena parte de los problemas que han hecho tambalear la zona del euro. Ahora sería un grave error tratar de construir artificios fiscales y denominarlos «unión fiscal» sin abordar seriamente la cuestión central de la creación de un gobierno democrático común. Y lo

cierto es que, en estos momentos, parece existir un amplio reconocimiento de la dificultad de consolidar la unión monetaria y avanzar hacia la unión fiscal si ello no va de la mano de progresos significativos en el terreno de la integración política (64).

Hay que reconocer que, fundamentalmente por razones políticas, los países del euro se lanzaron a una aventura incierta sin asegurar la solidez del edificio que se estaba construyendo y sin analizar a fondo su capacidad para hacer frente a los distintos escenarios que se podrían llegar a plantear. Y países como España, que han tenido que recurrir de forma reiterada a la devaluación de su moneda por problemas estructurales de falta de competitividad, lo hizo para poder exhibir el «triunfo», al cual ciertamente ningún gobierno hubiera renunciado, de figurar en el grupo de los primeros de la clase.

Sin embargo, la historia nos dice que no hay moneda sin Estado. Es decir, sin un poder político (que en nuestros tiempos solo puede estar legitimado ante los ciudadanos si tiene un origen inequívocamente democrático) con facultades para establecer unas reglas de juego y unas instituciones encargadas de aplicarlas y hacerlas cumplir (65). La integración monetaria necesita instituciones monetarias comunes (el BCE), por supuesto, pero esto no es suficiente para tener una moneda sólida y estable: las instituciones fiscales y políticas son también necesarias.

Esto supone dar un paso cualitativamente distinto al de la coordinación de políticas o la adopción de medidas a nivel intergubernamental. De la misma forma que el BCE no coordina políticas, sino que es la institu-

ción que adopta las decisiones que le corresponden y tiene plena responsabilidad en el campo de la política monetaria en la zona del euro, es preciso avanzar en la misma dirección en el terreno fiscal y presupuestario (lo que incluye, por supuesto, el Tesoro). Ello conlleva, lógicamente, la atribución de responsabilidades del sector público, que hoy se hallan residenciadas básicamente en los gobiernos nacionales, al nivel europeo de gobierno.

Está claro que la integración fiscal a nivel de este gobierno «central» europeo nunca llegará a alcanzar el grado de exclusividad que tiene la integración monetaria. Pero también hay que ser conscientes de que la unión fiscal requiere de la existencia de un gobierno central («federal») con tres potestades fundamentales: recursos fiscales obtenidos directamente de los ciudadanos; presupuesto financiado básicamente con estos recursos; y capacidad de endeudamiento a través de su propio Tesoro.

La historia nos indica que la unión fiscal ha acostumbrado a preceder a la unión monetaria, y que la unión política es un prerrequisito para la unión fiscal (Bordo, Markiewicz y Jonung, 2011; Sargent, 2011). Es decir, el orden temporal, y lógico, es: primero unión política, inmediatamente (de hecho, van de la mano, puesto que un gobierno necesita un presupuesto) unión fiscal, y después, a veces bastante más tarde, unión monetaria.

En Estados Unidos, la Constitución, instituyendo el gobierno federal, fue aprobada en 1788 y George Washington inició su mandato como primer presidente en 1789. En 1790, el Congreso decidió atribuir al gobierno federal los aranceles sobre las impor-

taciones (con mucho, el recurso fiscal más importante en aquel momento), a cambio de que la Federación asumiera la deuda de los estados, fuertemente endeudados por la guerra de la Independencia. Alexander Hamilton, secretario del Tesoro y hombre fuerte del gobierno federal, insistió en cumplir con los acreedores pagando el vencimiento de esta deuda a su valor nominal, a pesar de que otros, como James Madison (padre, por cierto, junto con Hamilton de la Constitución, pero en ese momento en bandos opuestos), se oponían a ello, aduciendo que estos acreedores se habían aprovechado de la fortísima incertidumbre sobre la solvencia de los estados para comprar su deuda con un gran descuento. Pero se impusieron las tesis de Hamilton, que argumentaba que cambiar *ex post* las reglas del juego perjudicaría en el futuro el crédito de la Federación (es decir, tendría en el futuro consecuencias *ex ante*). Así se hizo, y este fue el único *bail-out* que ha existido en Estados Unidos del gobierno federal respecto a los gobiernos estatales (Sargent, 2011).

Solo en 1791, después de poner en orden los problemas fiscales, se acordó la creación del dólar y del Banco Central. Es más, el Congreso autorizó el registro (*chartered*) de este último únicamente a título provisional por veinte años (y de nuevo con la oposición de Madison). Se da la paradoja de que transcurridos estos veinte años, en 1811, el mismo Madison, entonces presidente, propuso renovar este registro y el Congreso lo rechazó.

También en Canadá, la unión política (y fiscal) que se produjo en 1867 precedió a la creación del Banco Central, que no tuvo lugar hasta los años treinta del

siglo xx (Bordo, Markiewicz y Jonung, 2011). Y lo mismo ha ocurrido en las demás uniones monetarias: primero la unión política y fiscal, y después la unión monetaria.

La Unión Europea acometió la unión monetaria sin los prerrequisitos fundamentales para que esta funcionara. La dirección del proceso ya no tiene vuelta atrás: primero ha habido unión monetaria. Pero es preciso advertir de que sería reincidir en el error tratar ahora de adoptar la unión fiscal sin plantear abiertamente la unión política, y también pretender alcanzar una unión fiscal en cuyo diseño se hallen ausentes los tres elementos clave de uno de los pilares fundamentales de cualquier unión fiscal (66).

## 2. Culminación y agotamiento del «método Monnet»

La creación del euro significó, a la vez, un paso decisivo en la integración económica y un paso importantísimo en el terreno de la integración política. Supuso, ni más ni menos, que la transferencia a la Unión Europea de uno de los atributos básicos de la soberanía nacional (la monetaria), con la creación de una instancia típicamente federal, como es el BCE. En este sentido podemos afirmar que la unión monetaria significa, a la vez, la culminación y el agotamiento del método Monnet, sobre el que se ha basado el proceso de integración europea. Es decir, la idea de que la materialización de pequeños pasos en el terreno de la integración económica iba a crear una situación de hecho, que conduciría a la larga a la integración política e institucional. Y efectivamente, así fue. Hasta la adopción del euro, la integración económica iba por de-

lante, tirando del carro de la integración europea. Sin embargo, a partir del euro, la integración política debía ser la que marcará el paso.

Los años del *boom* ocultaron esta nueva realidad, y no fue hasta la explosión de la crisis de la deuda griega y su rápida extensión a los países periféricos de la zona del euro cuando se advirtió hasta qué punto las cosas habían cambiado. De hecho, la crisis reveló con toda su crudeza que tal vez puede haber Estados sin moneda (vinculados a la moneda de otro Estado), pero no monedas huérfanas, monedas sin Estado. En consecuencia, o bien la zona del euro daba un salto cualitativo en el terreno de la integración política, o bien resultaría muy difícil mantener la moneda única. Y la realidad es que ha sido la voluntad política de los Estados miembros y la actuación decidida del BCE en momentos críticos lo que ha permitido salvar el euro, cuando este parecía hallarse al borde del abismo (67).

Spolaore (2013) considera que con el euro la Unión Europea traspasa el umbral de su viabilidad política. Abordando la cuestión desde la perspectiva de la economía de la secesión, llega a la conclusión de que, de alguna forma, la adopción del euro enfrenta a la Unión Europea a los límites del método Monnet, la lógica «funcionalista» (de la «reacción en cadena», según el término empleado por este autor) que hasta entonces había presidido el proceso de integración europea (68).

Para estudiar el proceso de integración europea Spolaore utiliza los instrumentos analíticos que proporciona la «economía de la secesión», que, como señalan

diversos autores (69), y a diferencia de lo que ocurre con la teoría del federalismo fiscal, se halla todavía en su infancia. Analizada en un sentido económico, cualquier unión política plantea un *trade-off* entre los beneficios de estar juntos (en términos de provisión de bienes públicos, economías de escala, extensión del mercado, seguridad) y los costes en términos de heterogeneidad (es decir, los costes de proveer políticas homogéneas a sociedades heterogéneas) (70). El punto en que se sitúa este *trade-off* depende críticamente de dos factores: el grado de internacionalización de la economía y la calidad de las instituciones para representar la diversidad. Dado un determinado grado de heterogeneidad, cuanto más elevado sea el grado de internacionalización, menores serán los costes de no estar juntos. Y, al contrario, cuanto más alta sea la calidad de las instituciones, menores los costes de permanecer unidos. Por esto Spolaore (2010: 333) afirma que «integración económica y desintegración política tienden a ir de la mano», o Becker (2012) subraya hasta qué punto «la globalización económica ha reducido enormemente las ventajas de disponer de un extenso mercado doméstico».

En el caso de la Unión Europea, ante la imposibilidad de plantear abiertamente la unión política (manifestada por el fracaso de los intentos que se llevaron a cabo a principios de los cincuenta del siglo pasado), se adoptó la lógica Monnet. Por una parte, un pequeño paso actúa de detonante de una reacción en cadena que acaba conduciendo a una integración cada vez mayor (71); por otra parte, la integración económica acaba conduciendo a la integración política e institucional (72).

La creación del euro se continuaba basando en esta lógica y en el equilibrio (que siempre ha estado presente en el proceso de construcción europea) entre una dinámica de signo intergubernamental y otra de signo integracionista (o federal). Señala Spolaore (2013: 136) que, incluso en el supuesto de que esta lógica hubiera funcionado (y ya hemos señalado que el euro pone de manifiesto todas sus limitaciones), «el propio Monnet era ambiguo sobre su visión a largo plazo de la integración europea». De hecho, «oscilaba entre dos visiones. Una era el sueño federalista original de los Estados Unidos de Europa, en el cual la Europa actual sería 'una federación incompleta', que debe ser completada. La otra visión era la de un mundo 'posmoderno', donde los tradicionales Estados soberanos, incluyendo las federaciones clásicas como los Estados Unidos de América, desempeñarían un papel marginal comparado con el de las normas y las instituciones supranacionales». Esta misma ambigüedad se halla presente actualmente, de alguna forma, en dos puntos de vista contradictorios entre los defensores del euro: «¿Se trata de una moneda *aún* sin Estado, o de una moneda sin un Estado *para siempre?*» (de una moneda posmoderna).

La lógica que ha presidido el proceso de integración europea ha funcionado mientras los beneficios de la integración (mercado único) superaban los costes (políticas únicas aplicadas a sociedades heterogéneas) y ha dejado de funcionar cuando ha sucedido lo contrario. Spolaore (2013: 129) lo resume de una forma muy gráfica y elemental. Cuando la integración abarca sobre todo a bienes rivales (privados) a través del mercado único y existen similares

preferencias, existe conflicto, pero si las preferencias son básicamente distintas, existe complementariedad. Ocurre lo contrario cuando estamos en presencia de bienes públicos: si las preferencias son similares puede haber acuerdo, si son distintas habrá conflicto. El euro marca el punto de inflexión. Hasta entonces los beneficios del mercado único (bienes privados) se imponían a los costes de las políticas únicas. Con el euro, las políticas únicas, comunes, son decisivas. Sin ellas no hay unión monetaria. Y ahí las sociedades europeas muestran una heterogeneidad apreciable y una reticencia palpable a transferir la soberanía que ello exigiría.

Es en el momento de la creación del euro, según Spolaore, cuando la lógica «funcional», que hasta entonces había presidido el proceso de integración, encuentra su límite. En este punto, el *trade-off* preconizado por la *economics of secession* alcanza el punto en que los costes de estar juntos (en forma de aplicación de políticas comunes a sociedades heterogéneas) superan a los beneficios, en términos de mercado único. «En general, el problema central del método de la reacción en cadena es que resulta injustificada la expectativa de que la integración gradual, que resulta exitosa en áreas con reducidos costes de heterogeneidad, puede continuar incesantemente cuando nos desplazamos hacia áreas con una heterogeneidad mucho más elevada» (73).

Sin embargo, de acuerdo con Spolaore, la conclusión no conduce necesariamente a la inviabilidad del euro. Según este autor, existen dos alternativas. La unión monetaria podría, de hecho, conducir a una unión política y fiscal, a pesar de los elevados costes en términos de heterogeneidad, si

los ciudadanos llegan a la conclusión que los costes de la ruptura del euro son aún más elevados (74). Se trataría de un triunfo «póstumo», de alguna manera, del método Monnet (75): «Unos ciudadanos europeos heterogéneos habrían quedado 'atrapados' en una unión política y fiscal, porque tomaron una decisión irreversible al entrar en una unión monetaria, sin anticipar los efectos secundarios derivados de una posterior integración». Sin embargo, en opinión de Spolaore (2013: 139) se trataría de una integración con pies de barro, que difícilmente podría consolidarse, porque resultaría «altamente improbable que fuera capaz de desencadenar los cambios culturales positivos que son el único fundamento que puede hacer sostenible una federación cohesiva a largo plazo».

La segunda alternativa iría en la línea propugnada por Draghi (2012), cuando manifiesta que «aquellos que proclaman que solo una federación completa [haría] sostenible [la zona del euro], ponen el listón demasiado alto», y propone, en cambio, adoptar «los requisitos mínimos para completar la unión económica y monetaria» (76). Entre ellos, la unión bancaria y la creación de mecanismos de estabilización macroeconómica a nivel europeo.

Ambas alternativas revelan los límites de la vía funcionalista. La primera, el pleno avance hacia la unión política, porque sin la existencia de un *demos*, un sentido de pertenencia a nivel europeo, resulta muy difícil establecer los lazos de solidaridad sobre los que se asienta cualquier comunidad política. La segunda, porque la realidad nos ha mostrado los límites de la vía intergubernamental, en la que esta segunda

alternativa implícitamente debería asentarse.

### 3. Los límites de la vía intergubernamental

De hecho, en los últimos cuatro años (desde 2010) se ha producido una muy importante transferencia de poder político desde los Estados miembros hacia instituciones de la Unión Europea. Cuestiones que se consideraba que formaban parte del núcleo duro de la soberanía nacional en el terreno fiscal y presupuestario, hoy son decididas por instancias de la Unión Europea o son supervisadas por ella. La cuestión clave es si el destinatario de este poder político será un nuevo gobierno «federal» europeo, que responda delante de Europa y esté plenamente legitimado democráticamente (la vía federal), o bien una instancia intergubernamental, integrada por los Estados miembros de la Unión (o de la zona del euro).

En realidad, esta última es la vía por la que se está decantando ahora mismo el curso de los acontecimientos. El pacto fiscal suscribieron el 1 de marzo de 2012 respondía completamente a una lógica intergubernamental. Quienes llevaron la iniciativa y lo suscribieron fueron los Estados, hasta el punto de que, al no existir unanimidad, hubo que aprobar un nuevo Tratado (el TSCG), un híbrido que se articula de una forma como mínimo peculiar con las instituciones de la Unión Europea, y sus contenidos no responden en ningún caso a la idea de crear el embrión de las atribuciones fiscales de un nuevo gobierno común, sino más bien a la de someter a los gobiernos nacionales a una severa tutela intergubernamental.

También los avances hacia la unión bancaria han tenido una impronta inequívocamente intergubernamental. Aprobadas en junio de 2012 sus líneas básicas por el Consejo (en un momento en el que Italia, Francia y España parecieron plantear las cosas con una cierta determinación), luego, ya a la vuelta del verano, la RFA impuso una seria reconsideración de los puntos acordados. Finalmente, en los primeros meses de 2014 se ha alcanzado un acuerdo, en el que el «espíritu comunitario», expresado conjuntamente por la Comisión, el Parlamento Europeo y el BCE, ha permitido avanzar más y más deprisa de lo que aparentemente pretendía el Consejo. El resultado es una unión bancaria, en la que se refuerzan los poderes de una institución de naturaleza inequívocamente «federal», como es el BCE, y se crea una nueva institución (el Mecanismo Único de Resolución) de inspiración también federal.

Sin embargo, la realidad es que el poder político transferido en los últimos años a la Unión Europea, por el momento se ha depositado de forma abrumadora en una instancia intergubernamental, como es el Consejo de la Unión. Esta vía, tal vez inevitable a corto plazo, presenta, sin embargo, unas limitaciones muy serias, que hacen dudar de su estabilidad real a medio y largo plazo (77).

En primer lugar, no resuelve la asimetría básica entre una cabeza monetaria muy potente y 18 (o 28, según nos limitemos o no a la zona del euro) cabezas fiscales y políticas, y que está en el origen de los desequilibrios actuales. Porque, por una parte, siendo el único instrumento en el ámbito de la unión monetaria, el BCE se ve obligado a asumir funciones

que no son estrictamente las suyas (78) y, por otra parte, la capacidad de actuación efectiva de los gobiernos nacionales (su «soberanía» real) en ámbitos que sí son los suyos, ha quedado fuertemente restringida (a causa precisamente de la integración económica y monetaria), sin que les sustituya en este empeño un inexistente gobierno central europeo (por ejemplo, en materia de Tesoro).

En segundo lugar, como ya se ha señalado en un apartado anterior, esta vía solo es factible limitando drásticamente la capacidad de actuación en materia fiscal y presupuestaria de los actuales gobiernos nacionales, y consecutivamente la de los gobiernos subcentrales. Un poco paradójicamente, cuanto más se deposite el poder en instancias de carácter intergubernamental, menor será la autonomía real de que dispongan los Estados miembros en materia fiscal y presupuestaria. Por el contrario, cuanto más tuviera la transferencia de poder político por destinatario un gobierno central europeo de signo federal, mayor podría ser el margen de manobra de los gobiernos nacionales para actuar en sus ámbitos de responsabilidad. Existe un claro *trade-off* entre la intensidad del carácter intergubernamental con que se adopten las decisiones a nivel de la Unión Europea y el grado de autonomía del que puedan disponer los Estados miembros en materia fiscal y presupuestaria.

En tercer lugar, la consolidación de la vía intergubernamental supone la inevitable jerarquización del poder político de unos Estados en relación a otros. Y de forma bien visible, la supremacía política del gobierno alemán dentro de este marco. Este hecho

plantea problemas muy serios y desde perspectivas muy diversas. Ha conducido, por ejemplo, a la paradoja de que algunas de las condiciones comunitarias impuestas a determinados Estados miembros hayan sido aprobadas por el Parlamento alemán, sin haber sido tratadas, por contra, en el Estado miembro concernido (79). Sin duda, ello habla de forma favorable del sometimiento de las instituciones alemanas al espíritu de la democracia, pero no del funcionamiento de la democracia en el conjunto de Europa (80). Este problema apunta a la cuestión clave que plantea la lógica intergubernamental, y que abordaremos en un punto inmediato, que es su falta de legitimación democrática.

La lógica actual conduce, cada vez más, al escenario de una Europa alemana, y no de la Alemania europea que propugnaba Thomas Mann y por la que lucharon Adenauer, Brandt, Schmidt y Kohl. Helmut Schmidt, por cierto, como Kohl, se ha manifestado en numerosas ocasiones sobre este riesgo y siempre ha alertado sobre el hecho de que cada vez que Alemania ha tenido la tentación de construir una Europa alemana había llevado el continente, y el mundo, al precipicio. Es cierto que la RFA se encuentra en una posición difícil. Es criticada por no tomar decididamente la iniciativa en la construcción política europea, pero si lo hace es acusada de tratar de imponer la hegemonía alemana.

En cuarto lugar, la lógica intergubernamental impone, por su propia naturaleza, una dinámica centrífuga, no centrípeta, respecto al proceso de construcción europea. Los gobiernos nacionales se deben a sus electores. Actúan, en el mejor de los casos, tratando de servir a sus intereses

nacionales y, más probablemente, a sus conveniencias electorales. Las posiciones adoptadas por los distintos países responden antes a una clave nacional que a una clave europea. Por razones de legitimidad de origen, y también de cálculo electoral, los gobiernos «se deben» a quienes les han votado. Una institución intergubernamental, como es el Consejo, es antes un foro de confrontación entre intereses nacionales (actualmente, entre países acreedores y países deudores), que una institución al servicio de los intereses del conjunto de los ciudadanos europeos, con todas las contradicciones que ello pueda comportar. Por este motivo, la imagen de Europa que se proyecta en los distintos países es, en el mejor de los casos, la de un mal inevitable y, muy a menudo, la de la causa de las medidas más costosas e impopulares: en unos países, la que obliga a hacer sacrificios; en otros, a contribuir solidariamente con los ciudadanos de otros países, que no lo merecen (81). En definitiva, la lógica intergubernamental genera dinámicas de disgregación y no de agregación, en relación con el objetivo de la construcción política europea.

Y en quinto lugar, y tal vez esa sea esta la razón fundamental para explicar los límites de la vía intergubernamental, esta vía ha conducido de una forma cada más sangrante a la fractura del principio democrático; a la fractura entre legitimidad y poder. Los que tienen la legitimidad, la que procede de unas elecciones democráticas, no tienen poder, y ello acaba conduciendo, a la larga, a que pierdan también la legitimidad, porque no tienen la de ejercicio. Y los que tienen el poder (los gobiernos nacionales que ejercen su primacía en las instancias intergubernamentales

y, de manera derivada, la Comisión) no han sido elegidos por los ciudadanos europeos sobre los que ejercen este poder. «Las responsabilidades aparecen diluidas en un magma político-tecnocrático, privado de legitimidad, que viene a simbolizar la *troika*», señala el Grupo Eiffel (82). Los que han sido elegidos democráticamente no deciden; y los que deciden no han sido elegidos democráticamente. No debe extrañarnos, por consiguiente, que se produzca un creciente alejamiento de los ciudadanos respecto de los valores muy importantes: respecto del ideal europeo y del compromiso con la construcción de una Europa que ven lejana y hostil; y también respecto del funcionamiento de las instituciones democráticas (83).

El déficit de legitimación democrática del proceso de construcción europea nos remite, de alguna forma, al famoso trilema de Rodrik, de acuerdo con el cual, de los tres objetivos: soberanía nacional, democracia y globalización, solo dos son compatibles a la vez. En el caso de Europa, el resultado de tratar de preservar dos de ellos, la soberanía nacional y la integración económica y monetaria (la «globalización» a escala europea), está conduciendo al sacrificio del tercero, la legitimidad democrática del poder, y su sustitución por el magma político-tecnocrático al que alude el Grupo Eiffel. González-Páramo y Álvarez Gil (2014) introducen una sugerente variante del mismo problema con su tercer trilema, «el 'trilema político', sobre cuya resolución descansa la posibilidad de una unión económica y monetaria genuina y estable. No es posible disfrutar simultáneamente de una unión monetaria y bancaria, plena legitimidad democrática y políticas impositivas y de gasto

nacionales. Solo dos objetivos son compatibles simultáneamente».

De forma que, en algún sentido, se ha sacrificado la legitimidad democrática a la soberanía nacional. Sin que ello haya permitido, por otra parte, mantener una soberanía nacional que, en muy buena medida, ya se ha perdido frente al poder de unos mercados que desbordan ampliamente las fronteras nacionales, y que solo será posible recuperar si se ejerce conjuntamente a nivel europeo. Como señalaba el antiguo presidente de la RFA, Johannes Rau, Europa es la respuesta, y no la causa, a la pérdida de soberanía de los Estados.

La vía intergubernamental, predominante hoy día, muestra, pues, unas muy serias limitaciones. Esta vía puede resultar inevitable y viable, si es concebida como una estación intermedia hacia la creación de un gobierno común europeo de origen democrático, parece difícilmente sostenible si se pretende convertirla en estación final, más aun cuando cuestiones decisivas son adoptadas cada vez más a nivel de la Unión.

#### **4. La construcción de la Europa real: ¿una estación intermedia para avanzar en la vía federal?**

##### *4.1. La doble naturaleza de la realidad política europea*

En la realidad, las cosas no son nunca blancas o negras y los procesos históricos no discurren de forma lineal y a velocidad constante. Por el contrario, la experiencia de otros países nos indica que las realidades históricas siempre responden a una cierta

mezcla de arquetipos (es decir, de modelos teóricos «puros») y se van construyendo de forma discontinua, a sacudidas, dando dos pasos adelante y uno atrás. Y más todavía en el caso de la construcción europea, realidad institucional difícilmente comparable a cualquier otra, y en la que, como la historia nos dice, los pasos más decisivos se han dado muchas veces cuando parecía que Europa se hallaba al borde del abismo.

Las restricciones políticas para avanzar efectivamente en una vía federal, en la creación de un auténtico gobierno central europeo con un origen inequívocamente democrático, son realmente muy severas. Los ciudadanos de los países más «ricos» se resisten a contribuir con sus impuestos a realizar transferencias fiscales a los países más «pobres», y los de estos a efectuar sacrificios, que les aparecen como impuestos desde fuera y sin apreciar claramente que conduzcan a resolver los graves problemas que les aquejan. Una parte sustancial de esta restricción política tiene que ver, por supuesto, con la falta de autoridad democrática «a nivel europeo» y el carácter intergubernamental de los órganos de decisión de la Unión Europea.

Pero si las contradicciones entre los distintos intereses territoriales devienen una restricción paralizante, no es por ellas mismas (no hay ningún país federal donde no existan), sino básicamente por otras dos razones: por la inexistencia de instituciones federales de origen democrático que sirvan a los intereses generales; y por la debilidad del *demos* europeo, es decir del «alma», del sujeto político europeo, que solo existe cuando los ciudadanos se consideran, se sienten parte, de una misma comunidad política.

En realidad, la tensión entre un polo «federal» (comunitario) y un polo intergubernamental late desde sus inicios en el corazón mismo del proceso de construcción europea. Porque lo cierto es que la Comunidad Europea, primero (antes, aún, la Comunidad Económica Europea), y la Unión Europea, después, son, de hecho, una construcción de los Estados, se rigen por tratados entre los Estados y su legitimidad no reside en la soberanía del conjunto de los ciudadanos europeos, sino en la voluntad de los Estados miembros. Pero, por otra parte, también es cierto que la voluntad de estos Estados ha sido, desde el primer momento, ir más allá, crear instituciones propias comunes, con independencia para actuar, a las cuales se han transferido parcelas de capacidad de decisión y de soberanía. Y ello ha culminado con la creación de un ente, como el BCE, de naturaleza completamente federal, al que se ha cedido uno de los atributos esenciales de la soberanía política, como es la moneda.

De manera que sería una ingenuidad pensar que el edificio político europeo no tendrá en el futuro una estructura compleja, en la que convivirán a la vez instituciones de inspiración federal con otras de inspiración intergubernamental. Siempre ha sido así, y es difícil pensar que dejará de serlo en un plazo más o menos inmediato. Ahora bien, la cuestión es si la situación actual, en la que el centro de gravedad se ha trasladado claramente a las instituciones de carácter intergubernamental (de forma total en el caso de la unión fiscal, donde lo que existe es un nuevo Tratado intergubernamental, el TSCG), es la expresión de una tendencia de fondo, que se irá acentuando en el futuro, o bien se trata de una situación provisional.

#### 4.2. *El ritmo y los objetivos finales*

Es decir, ¿estamos ante un punto de llegada o en una estación intermedia? Porque está claro que el proceso hacia una Unión Europea de inspiración federal será necesariamente gradual. Por consiguiente, puede existir un periodo de transición, durante el cual el centro de gravedad se sitúe más bien en instituciones de carácter intergubernamental y no en las genuinamente comunitarias (de inspiración federal). Pero esta fórmula intergubernamental solo será viable si queda claro desde el principio que es el camino para alcanzar el objetivo de la integración política y no el punto de llegada. Lo que supone, por una parte, subrayar que se trata de un periodo transitorio y, por otra, tener claro cuál es el punto de llegada que se pretende alcanzar.

El ritmo y el calendario son adaptables, pueden ser más o menos ambiciosos, pero en cambio es fundamental establecer de una forma clara el objetivo final y el camino que conducirá hacia el mismo (el *roadmap*). «Si la dirección es clara y va aparejada a un calendario claro y respetado, entonces esto ya sería un progreso», señala el Grupo Eiffel (2014: 8). Cotarelli incide en el mismo punto. La aproximación minimalista es aceptable, apunta, siempre que se tengan claros los objetivos finales, «para que las medidas a corto plazo contribuyan a avanzar, o al menos no impidan hacerlo, hacia estos objetivos» (84). «Establecer hoy una hoja de ruta hacia la posterior integración fiscal tendría efectos inmediatos en el aumento en la confianza en la viabilidad de la unión», subrayan por su parte Allard *et al.* (2013: 23).

Las restricciones políticas modulan inevitablemente el ritmo y la velocidad a la que se puede avanzar hacia el objetivo, pero estos objetivos deben haberse definido previamente. En primer lugar, porque solo de esta manera se puede saber que los pasos parciales van en la buena dirección. Y en segundo lugar, y sobre todo, porque en muchas ocasiones solo conociendo el puerto de llegada, los ciudadanos están dispuestos a soportar las inclemencias que puede comportar la travesía necesaria para llegar hasta él.

#### 4.3. *El objetivo: un gobierno democrático europeo*

Solo un gobierno elegido por los ciudadanos europeos estará en condiciones de actuar conforme a los intereses europeos. O, tal vez, conforme a sus intereses electorales, pero teniendo muy presente que sus electores son todos los ciudadanos europeos. ¿Actuaría igual a como lo hace actualmente la Sra. Merkel si en lugar de ser la cancillera alemana fuera la presidente europea y supiera, como sabe Obama, que debe tratar de obtener votos en todos los Estados de la Unión? Un presidente alemán de Europa debería, no tendría más remedio, que pensar en términos europeos.

También en este punto resulta aleccionadora la experiencia del federalismo americano. Dice la historia que cuando la Federación empezaba a dar sus primeros pasos, hubo una cena en la que Hamilton y Madison pactaron que a cambio de que la Federación asumiera la deuda de los estados (a lo que Madison, virginiano, se resistía porque las finanzas de Virginia, el gran estado de la Unión, estaban saneadas

y no quería asumir la carga de aquellos otros que estaban fuertemente endeudados), la capital de la Unión estaría en Washington, en territorio geográfico de Virginia. La realidad nos dice que, de hecho, las cosas fueron más lejos: en 32 de los 36 primeros años de la Unión, el presidente fue un virginiano. Pero eran presidentes del gobierno federal de Estados Unidos, no de un estado de Virginia que pretendiera imponer su ley a todos los demás.

Únicamente un gobierno legitimado democráticamente tendría autoridad suficiente para imponer su voz, cuando así conviniera a los intereses de Europa, por encima de la voz de los gobiernos nacionales. Actualmente es impensable que ello ocurra, porque la Comisión se ha convertido cada vez más en un poder vicario de las estructuras intergubernamentales. Y es lógico que así sea: los gobiernos nacionales han sido elegidos democráticamente por sus ciudadanos y no así, hasta ahora, el gobierno comunitario (85).

Solo reparando la fractura entre legitimidad y poder lograremos avanzar. Y ello únicamente puede hacerse restableciendo la correspondencia entre una y otro a nivel de la Unión Europea, o de la zona del euro, de manera que el ámbito de elección de los gobernantes se corresponda con el de la toma de decisiones.

#### 4.4. *El motor de la integración*

La cuestión es: ¿Cuáles pueden ser los factores que desencadenen las dinámicas de la integración política, en el momento decisivo que está viviendo el proceso de construcción europea? Es

decir, cuál puede ser el motor de lo que debería ser la creación de un gobierno común europeo de origen inequívocamente democrático. ¿Pueden los Estados desempeñar realmente este papel, o es algo así como pedirles que se hagan el «haraquiri»? De hecho, los Estados han actuado de motor de un cambio ya de por sí trascendente, como es el que ha supuesto la inimaginable transferencia de soberanía, de poder político, que se ha producido a lo largo de los últimos años desde los Estados nacionales hacia instancias comunitarias. Pero, como se viene señalando en estas reflexiones, esta transferencia se ha producido hacia instancias intergubernamentales, no hacia lo que debería ser un gobierno común europeo. Y probablemente este es el límite al que puede llegar el papel motor de los Estados miembros.

No habrá integración política de signo «federal» con la oposición frontal de los Estados, pero los Estados no serán su motor. El motor deberán ser aquellas fuerzas políticas que enarbolean la bandera de la integración política europea y merezcan la confianza de los ciudadanos. En este sentido, las elecciones al Parlamento Europeo de mayo de 2014 pueden acabar constituyendo, un poco por sorpresa, el punto de partida de un proceso de legitimación democrática mucho más importante de lo que aparentemente podía pensarse. Los parlamentarios acudieron a estas elecciones con unos primeros de lista a nivel europeo que se presentaron como candidatos a presidir la Comisión. Las fuerzas políticas se habían comprometido ante los electores europeos a que uno de ellos sería el presidente de la Comisión. Como señalaba Habermas, si no hubiera ocurri-

do así, nunca más se podría haber vuelto a pedir a los ciudadanos que acudieran a votar en unas elecciones europeas.

Por primera vez se ha manifestado una confrontación de legitimidades a la hora de elegir el presidente de la Comisión: la de los Estados, por una parte; y la de un Parlamento surgido de unas elecciones europeas, por otra. Y el hecho es que se ha producido la lógica tensión entre ambas, hasta que, finalmente, los Estados se han inclinado por aceptar la fórmula que se había impuesto en el Parlamento. De nuevo, podemos hallarnos ante el resultado de una reacción en cadena, a la manera de la que preconizaba el método Monnet. Un pequeño cambio en el Tratado de Lisboa, donde se decía que el Consejo tendría en cuenta el resultado de las elecciones en el momento de formular su propuesta de presidente de la Comisión, más el hecho de que este deba ser ratificado por el Parlamento, ha desencadenado un proceso que podría acabar conduciendo a una Comisión, con una legitimidad democrática para hacer valer su voz frente a la de los Estados, que no había tenido ninguna Comisión anterior.

No es una situación nueva en la historia. El origen del federalismo americano (de hecho, hasta la Guerra Civil) estuvo marcado por la tensión permanente entre las legitimidades del gobierno federal y de los estados. Podría ocurrir que la etapa abierta por las elecciones europeas de mayo de 2014 constituyera una de aquellas encrucijadas que, de forma inesperada, acaban por marcar la historia, al acelerar de forma determinante el proceso de integración política europea.

#### 4.5. *La importancia del tándem franco-alemán*

El tándem franco-alemán tiene una importancia decisiva en el proceso de integración europea. Sin el motor del entendimiento entre Francia y Alemania, el proyecto europeo está condenado al fracaso. Este tándem continúa siendo imprescindible, como lo fue en el pasado, en los orígenes de la Unión Europea o durante el periodo «dorado» que discurrió entre mediados de los años ochenta y mediados de los noventa del siglo pasado. Entonces, la Unión Europea dio pasos de gigante que culminaron con la adopción del euro, bajo el liderazgo de Kohl y Mitterrand, bien acompañados por dirigentes como González, Maertens, Lubbers y otros líderes genuinamente europeístas, en plena sintonía con Delors, como presidente de una Comisión que no tenía miedo de asumir un papel político de primer orden.

En realidad, el gobierno alemán ha mostrado tradicionalmente una mayor predisposición para avanzar hacia una unión política europea de signo federal que el gobierno francés, muy sensible siempre a todo lo que se pudiera interpretar como una cesión de soberanía nacional. Como recuerda el Grupo Eiffel (2014: 4), Francia «ha sido la responsable de los golpes más brutales que se han dado a la integración europea: en 1954 con el rechazo de la Comunidad Europea de Defensa y en 2005 con la negativa al Tratado Constitucional»; y añade que, «en lo concerniente a Europa, Francia ha estado vacilante durante décadas. Cuando los políticos alemanes, en dos ocasiones (86), sugirieron una unión política más estrecha, establecida alrededor de un núcleo sólido, antes

de crear la moneda única, las autoridades francesas de todas las inclinaciones políticas rechazaron estas sugerencias sin ni tan solo discutir las».

Spolaore (2013: 126) recuerda que en 1952 se trató de adoptar el modelo de la CECA (la Comunidad Europea del Carbón y del Acero) para crear dos nuevas comunidades: la Comunidad Europea de Defensa y la Comunidad Política Europea, «que incluía la formación de un ejército común, un presupuesto común e instituciones comunes con poderes legislativos y ejecutivos significativos [...]. Se firmó un tratado entre los seis países, pero fracasó al tratar de obtener la ratificación en el Parlamento francés y nunca entró en vigor».

La realidad es que «el debate europeo está mucho más adelantado en Alemania que en Francia» (87), mientras que «durante muchos años Francia ha estado en una posición defensiva, con muchos tabúes y muchas cosas sin decir» (88). Ahora, sin embargo, nos hallamos en una encrucijada. La creación del euro ha supuesto ya, como antes se ha subrayado, una decisiva cesión de soberanía y solo la existencia de un poder político democrático a nivel europeo estará en condiciones de garantizar la viabilidad y sostenibilidad del proceso (89).

Ante la perentoria necesidad de este liderazgo, resulta alentador el hecho en sí de que personalidades tan significadas como las que componen el Grupo Glienicker en Alemania, y los Grupos Eiffel y Manifiesto, en Francia, se hayan pronunciado de una forma sumamente explícita y coincidente sobre la necesidad de avanzar de manera decidida en la configuración de una comunidad política de la zona del euro.

Buena prueba de ello son las palabras que aparecen en la declaración de propósitos del Grupo Eiffel (2014: 1): «Estamos convencidos de que Francia y Alemania tienen una particular responsabilidad en Europa; por consiguiente, compartimos la mayor parte de diagnósticos y propuestas formuladas por el Grupo Glienicker alemán».

#### 5. **La constitución de una comunidad política del euro**

Desde sus inicios, el proceso de integración europea ha tenido una dimensión política, y han sido numerosas las propuestas que han ido apareciendo a lo largo de los años sobre cómo se debería estructurar una Europa integrada políticamente. En los últimos años, los análisis y diagnósticos realizados a consecuencia de la crisis del euro suelen llevar aparejado este componente político, que recientemente se ha concretado en diversas propuestas que propugnan la creación de una comunidad política de la zona del euro. Las formulaciones que hoy están encima de la mesa suponen un salto cualitativo, en el sentido de que la integración política no es percibida tanto como un proyecto que podría avanzar en paralelo al de la integración económica, sino como una condición inherente a las propuestas y medidas económicas necesarias para salvar la integración económica y monetaria.

De entre estas propuestas, merecen ser destacadas las planteadas por el Grupo Glienicker, alemán, a finales de 2013, y por los Grupos Eiffel y Manifiesto, franceses, en los primeros meses de 2014, y a las que se ha hecho ya referencia anteriormente. Todas ellas coinciden en la nece-

alidad de crear una comunidad política del euro, aunque presentan características propias que merecen ser comentadas.

El Grupo Glienicker (2013: 5), tras subrayar los límites del intergubernamentalismo, propugna la creación de un gobierno de la zona del euro, con capacidad para negociar con los Estados las medidas de reformas a adoptar, para acordar resoluciones de bancos, proveer bienes públicos y con derechos parciales para intervenir en la autonomía presupuestaria nacional. El gobierno de la zona del euro debería ser elegido por un cuerpo legislativo integrado por parlamentarios europeos de la eurozona, aunque algunos de los componentes del Grupo serían partidarios de que sus integrantes procedieran de los parlamentos nacionales (90).

El Grupo Eiffel coincide plenamente en la necesidad de constituir una comunidad política del euro. Para este Grupo [Eiffel] (2014: 1), «construir una comunidad política democrática alrededor del euro» constituye una opción estratégica. Pero también sostiene que para ello es indispensable compartir unos valores y un proyecto que van más allá del euro y la integración económica. Sin una mayor integración política de naturaleza democrática, difícilmente será sostenible la unión monetaria, pero la razón para crear una unión política no puede ser que sin ella no es posible el euro, sino porque existen unos valores y unos proyectos compartidos, que solo se pueden alcanzar yendo juntos.

El Grupo Eiffel propugna la creación de un gobierno de la comunidad política del euro, que debería ser reducido (91), controlado por una asamblea de parlamentarios de los países in-

tegrantes de la zona del euro, que podrían ser elegidos entre los miembros del Parlamento Europeo. Este gobierno, como ya se ha señalado, debería tener su propio presupuesto, financiado con recursos propios (92). Todas estas reformas conducirían a diseñar de una forma más institucionalizada de lo que ya ocurre en la actualidad, una Unión Europea a dos niveles: la de la comunidad política del euro y la de los 28 (93).

La declaración del Grupo Manifiesto, dada a conocer también en los primeros meses de 2014, coincide en el propósito de las dos que se acaban de comentar: definir los elementos de lo que debería ser la base de una comunidad política democrática entre los países de la zona del euro.

Considera imprescindible constituir una asamblea parlamentaria de la eurozona, y ahí, tras considerar las dos alternativas ya suscitadas por el Grupo Glienicker, una asamblea integrada por representantes del Parlamento Europeo, o bien de los parlamentos nacionales, se inclina claramente por esta segunda opción. Aduce este grupo que solo de esta forma los Estados miembros estarían dispuestos a renunciar a la soberanía tributaria y presupuestaria, sin la cual cualquier eurocámara que se pudiera crear y cualquier gobierno surgido de la misma carecerían del necesario poder político (94).

Así, la Unión Europea dispondría de dos instancias legislativas: el Parlamento Europeo, elegido directamente por los ciudadanos de los 28 Estados miembros de la Unión Europea; y la Cámara Europea, integrada por representantes de los parlamentos nacionales únicamente de los países de la zona del euro «que deseen

avanzar hacia una mayor integración política, fiscal y presupuestaria» (95). El Grupo propone también la creación de la figura de un ministro de Finanzas (96), y también de un gobierno, que responderían ante esta Cámara Europea. De esta forma, «esta nueva arquitectura democrática para Europa haría posible vencer finalmente las inercias actuales y el mito de que el Consejo de Jefes de Estado y de Gobierno podría servir como una segunda cámara en representación de los Estados» (97).

Como se puede observar, las propuestas coinciden en la necesidad de constituir una comunidad política del euro, plenamente legitimada democráticamente. También en que esta comunidad debe basarse en una democracia parlamentaria. Es decir, la base es la constitución de una asamblea legislativa, ante la que debería responder el Ejecutivo de la zona del euro. Y, asimismo, todas las propuestas tienen en común el carácter decisivo de las competencias fiscales y presupuestarias que deberían corresponder a esta comunidad política. La principal discrepancia es sobre la composición de esta nueva asamblea legislativa. El Grupo Eiffel propone que esté integrada por parlamentarios del Parlamento Europeo; el Grupo Manifiesto, por parlamentarios procedentes de los parlamentos nacionales; y en el Grupo Glienicker existe división de opiniones.

Sin duda, todas estas aportaciones merecen el máximo interés y hay que subrayar que la mera existencia de este debate es positiva por sí misma. Resulta conveniente cerrar este apartado con dos breves consideraciones. La primera es que la propuesta de crear una asamblea legislativa integrada por representantes de los

parlamentos nacionales debería ser considerada atentamente. Es cierto que puede resultar un arma de doble filo. Porque, por una parte, puede contribuir a reforzar el carácter, no intergubernamental, pero sí interestatal, de las instituciones de la Unión Europea. Pero, por otra parte, puede ser el primer paso necesario para doblegar las resistencias de los Estados miembros a ejercer a nivel europeo la soberanía hoy depositada en los parlamentos nacionales. De manera que dependería de diversos factores que la dinámica que generaría una cámara de este tipo fuera más bien integradora (centrípeto) o disgregadora (centrífuga).

La segunda consideración nos conduce, una vez más, al paralelismo con Estados Unidos. En este país, durante bastantes años, el Senado (y antes el Congreso Continental) estuvo compuesto por representantes de las asambleas legislativas de los estados. Y su presencia al frente de la nave a nivel federal sirvió a la larga para crear este sentido de destino compartido. Pero, a la vez, el federalismo americano fue, desde el principio, de carácter presidencialista. Tal vez, también en Europa, el papel del presidente como factor de unión e integración podría resultar valioso. Por esto también debería ser considerada seriamente la posibilidad de un presidente del gobierno europeo elegido directamente por los ciudadanos (98).

Un presidente elegido por todos los ciudadanos desempeñaría un factor de unión y cohesión que no puede ser desdeñado. La dinámica que imprimiría, además, debería ser necesariamente integradora, no disgregadora. Este presidente debería buscar sus votos en todos los es-

tados de la unión (o de la zona del euro). Su discurso, en consecuencia, no podría fundamentarse en la contraposición de unos países contra otros, sino en destacar el proyecto común. Y, una vez elegido, tendría una autoridad incuestionable para defender los intereses de la Unión Europea frente, si fuera el caso, a los Estados. De forma que la combinación de dar un paso adelante en la elección del presidente de Europa y un paso atrás en la composición de la cámara legislativa podría ser una fórmula a considerar.

#### IV. ALGUNAS CONSIDERACIONES FINALES

La unión monetaria ha precipitado la emergencia de algunas de las contradicciones existentes en el proceso de integración europea. Algunas de estas dificultades y tensiones han estado subyacentes durante décadas, sin que fueran un impedimento decisivo para avanzar. Es más, sin una calculada ambigüedad hubiera sido muy difícil dar algunos de los pasos que se han dado con el apoyo de todos los Estados miembros. Sin embargo, el euro ha hecho aflorar a la superficie con toda su fuerza algunas de estas contradicciones, y en especial la más importante de ellas, que es el grado de integración política que están dispuestos a alcanzar los Estados y los ciudadanos europeos.

La cuestión esencial es que sin un grado muy apreciable de integración política es muy difícil culminar con éxito una unión monetaria. Para ser más precisos, una unión monetaria exige un grado de integración en algunos campos (el bancario, el fiscal), que va bastante más allá que la creación

de un mercado único. Exige no solo «mercados únicos», sino también «políticas únicas». Y estas políticas es muy difícil llevarlas a cabo con el grado de legitimidad, autoridad y eficacia precisas si no las protagoniza un gobierno democrático.

De manera que una unión monetaria requiere una unión fiscal, y esta una unión política. De hecho, como se ha subrayado en alguna ocasión a lo largo de estos comentarios, y nos recuerda la contribución de Sargent (2011), el orden en el que se han producido los acontecimientos en las uniones fiscales realmente existentes es distinto del que se pretende seguir en Europa. En ellas, primero ha sido la unión política; después, casi al mismo tiempo, la unión fiscal; y, más tarde, a veces bastante más tarde, la unión monetaria.

Ahora nos encontramos en un momento en el que sin avances importantes en la construcción de una comunidad política será muy difícil preservar los logros alcanzados. Es cierto que Europa es fruto de un proceso complejo y contradictorio, en el que las restricciones políticas desempeñan un papel determinante, y pretender ignorarlas es estar fuera de la realidad. Por ello cabría formular dos preguntas: por una parte, ¿es posible la unión monetaria sin integración política?; por otra, ¿están dispuestas las sociedades europeas a las cesiones de soberanía que requiere esta unión política? En el fondo, los ciudadanos europeos deberán escoger entre renunciar a parcelas de su soberanía nacional o renunciar al euro.

Para terminar, hay que señalar que el argumento para convencer a los ciudadanos de la bondad del gran proyecto de la

unión política europea no puede ser que esta unión es necesaria para salvar el euro. No queremos la unión política porque es el instrumento que necesitamos para que el euro funcione. Es al revés. Es porque deseamos convivir, porque compartimos unos valores y nos sentimos ciudadanos de una misma comunidad política, es porque tenemos un proyecto común, nos damos unas instituciones compartidas y escogemos conjuntamente a nuestros dirigentes, es por todo esto que también queremos compartir la moneda. Solo así, de esta realidad histórica y cultural, de esta comunidad de valores que se han hecho universales, que es Europa, podrá surgir un verdadero sujeto político (99).

#### NOTAS

- (1) Véase CASTELLS (2014a: 13 y ss.).
- (2) Véase GRUPO EIFFEL (2014: 1).
- (3) Por ello, «es responsabilidad de todas las naciones europeas que fueron partícipes de su diseño defectuoso, su construcción e implementación, contribuir a una solución», señala el INET COUNCIL (2012: 1).
- (4) Véase EUROPEG (2012) y CASTELLS (2014a).
- (5) Véase EUROPEG (2012).
- (6) «Una integración fiscal genuina, consistente no solo en reglas fiscales comunes sino también en un presupuesto común (probablemente implementado de forma gradual), comportaría una redistribución sustancial y, en consecuencia, no está a la vista a corto plazo» (DRÈZE y DURRÉ, 2013: 8).
- (7) El ejemplo típico es la «experiencia Mitterrand», cuando en su primer mandato trató de aplicar políticas de corte keynesiano en un solo país. DRÈZE y DURRÉ (2013: 5) señalan que un programa expansivo en un solo país «beneficiará ampliamente a los países de los que importa, mientras que en el propio país desarrollará un déficit exterior», y se remiten a DRÈZE *et al.* (1988) para el examen de las consecuencias fallidas de dos experiencias de estudio ya clásicas de políticas expansivas en un solo país, como son la del «primer Mitterrand» y la de la «locomotora alemana».
- (8) Véase WOLF (2012: 2-4), COTARELLI (2012a: 1), Cotarelli (2012b: 4), LECEA y DRAYSON (2014).

(9) PISANI *et al.* (2013: 2) subrayan que, «en consecuencia, existe la necesidad de evitar el impedimento para ejercer la función estabilizadora del presupuesto nacional, o bien de sustituirla, si no puede ser reparado».

(10) «La política de estabilización debe ser ejercida esencialmente a nivel federal», señala WOLF (2012: 2), que se remite a los planteamientos clásicos del federalismo fiscal.

(11) COTARELLI (2012b: 4).

(12) DE GRAUWE (2011: 2). Véase también EUROPEG (2012) y CASTELLS (2014a: 14-15).

(13) «No es sorprendente que, en materias complejas como son las europeas, la cacofonía sea la regla», señalan GONZÁLEZ-PÁRAMO y ÁLVAREZ GIL (2014).

(14) ALLARD *et al.* (2013: 14-15).

(15) Véase también WOLF (2012: 3). Según este autor, «los estudios empíricos demuestran que casi el 40 por 100 de los *shocks* son absorbidos por los mercados de capitales, en torno del 25 por 100 por los mercados de crédito y solo el 10-20 por 100 por el presupuesto federal».

(16) «Las situaciones en las que un país de la zona del euro [...] se vea forzado a adoptar medidas de austeridad draconianas sobre su población deben tener un carácter excepcional» (GRUPO GLIENICKER, 2013: 3).

(17) WOLF (2012: 6) y DRÈZE y DURRÉ (2013: 8).

(18) Véanse, por ejemplo, BARGAIN *et al.* (2013: 378) y FUJEST y PIECHL (2013: 383).

(19) Véanse, en especial, BORDO, MARKIEWICZ y JONUNG (2011), COTARELLI (2012b) y HENNING y KESSLER (2012). Para un examen más pormenorizado, véase EUROPEG (2012).

(20) COTARELLI (2012b: 2). Aunque las cifras pueden variar de manera significativa, desde porcentajes por debajo del 50 por 100 (Suiza o Canadá) hasta porcentajes por encima del 70 por 100 (Alemania o Estados Unidos).

(21) «Las federaciones fiscales confieren invariablemente al gobierno federal defensa y relaciones exteriores, y otros bienes públicos tradicionales, tales como la justicia de ámbito nacional, comunicaciones (por ejemplo, el servicio postal) y sistemas de transporte clave» (COTARELLI, 2012b: 2).

(22) «Más recientemente, el gobierno central es responsable de llevar a cabo políticas macroeconómicas anticíclicas, proporcionando mutualización del riesgo (*risk-sharing*) contra *shocks* económicos que afecten a todas o solo algunas regiones [...]» (COTARELLI, 2012b: 2).

(23) Véase también COTARELLI (2012b: 2-3).

(24) Véanse SARGENT (2011), COTARELLI (2012b: 2-3) y EUROPEG (2012).

(25) COTARELLI (2012b: 5).

(26) EUROPEG (2012).

(27) PISANI *et al.* (2013: 3).

(28) Véanse entre otros, EUROPEG (2012) y LECEA y DRAYSON (2014).

(29) Para COTARELLI (2012a: 2), la unión fiscal que necesita la zona del euro se debe asentar en tres pilares: a) disciplina fiscal de los Estados miembros; b) mayor presupuesto central, que «provea los instrumentos para compartir el riesgo y contribuir a reducir las diferencias entre países»; c) creciente armonización de las políticas no fiscales, empezando por la unión bancaria». Según ALLARD *et al.* (2013: 4), los cuatro elementos mínimos de unión fiscal que podrían prevenir futuras crisis son: 1) políticas fiscales nacionales más prudentes y mejores mecanismos de vigilancia; 2) un presupuesto central que permita disponer de un sistema de transferencias temporales o bien la provisión conjunta de bienes públicos, para incrementar la mutualización fiscal del riesgo; 3) unas barreras (*backstop*) para el sector bancario, creíbles a nivel de la zona del euro; 4) alguna forma de deuda común, respaldada por ingresos comunes. Y en otro punto, los mismos autores resumen que entienden por una unión fiscal «un juego de reglas fiscales, incluyendo posiblemente transferencias entre países, acordadas de forma común por los países de la zona del euro para profundizar en la integración fiscal» (ALLARD *et al.*, 2013: 6, pp. 3).

(30) Para un mayor detalle, véase EUROPEG (2012).

(31) Como señala el mismo COTARELLI (2012a: 3), «tal poder de veto no existe normalmente ni en las uniones políticas».

(32) GRUPO EIFFEL (2014: 7-8). También COTARELLI (2012a: 3) señala que «el fortalecimiento del presupuesto europeo [...] haría menos necesaria la [aplicación de] fórmulas incluso más severas de control central sobre los presupuestos estatales».

(33) Véanse CASTELLS (2012) y EUROPEG (2012).

(34) Véase COTARELLI (2012a: 3).

(35) Véanse, entre otros, ALLARD *et al.* (2013: 13 y 17) y COTARELLI (2012a: 3 y 4). LECEA y DRAYSON (2014) subrayan que la reducción de riesgos (que depende de la disciplina presupuestaria de los Estados miembros) debe ir acompañada de la mutualización de los mismos (que depende del grado de integración fiscal en forma de un gobierno común).

(36) En concreto, señalan que deberían existir «reglas *ex ante* sobre los mecanismos de rescate, que impliquen también a los actores privados» (ALLARD *et al.*, 2013: 13-14).

<p>(37) El GRUPO GLIENICKER (2013: 4) indica que «las uniones políticas pueden proveer aquellos bienes públicos que cada uno de los países no podría proveer por sí mismo» y especifica que «ven un potencial especial en la política exterior y de seguridad común».</p> <p>(38) «Existen buenas razones para no dar al gobierno económico acceso directo a la base fiscal europea. Tendría sentido financiar el presupuesto de la zona del euro a través de una contribución de los Estados miembros, en una cuantía del 0,5 por 100 del PIB» (GRUPO GLIENICKER, 2013: 5).</p> <p>(39) «Resulta imperativo que este presupuesto se financie a través de recursos propios, con el fin de evitar los debates inapropiados y contraproducentes sobre el «justo retorno» que hemos experimentado en la Unión Europea. De entre los recursos que pueden ser contemplados, podemos mencionar el Impuesto de Sociedades o los impuestos medioambientales (sobre las emisiones de CO<sub>2</sub>). La creación de un presupuesto comunitario sería la ocasión para avanzar hacia un cierto grado de armonización fiscal (armonización de las bases imponibles, incluso si ello significa dejar a los Estados miembros un cierto grado de flexibilidad para fijar el tipo impositivo, dentro de una horquilla)» (GRUPO EIFFEL, 2014: 7).</p> <p>(40) GRUPO MANIFESTO (2014: 2). El Grupo señala, en concreto, que «[actuando] en solitario, cada país es burlado por las multinacionales de cada uno de ellos, que juegan con los resquicios fiscales y las diferencias en las legislaciones nacionales para evitar pagar impuestos en cualquier parte. La soberanía nacional ha devenido un mito».</p> <p>(41) «Un presupuesto de la zona del euro requeriría una mayor pérdida de soberanía que otras opciones [...]. En este momento es improbable que esta iniciativa contara con el apoyo de los electores» (ALLARD <i>et al.</i>, 2013: 21).</p> <p>(42) PISANI <i>et al.</i> (2013: 4) señalan que «la idea básica es trasladar aquellos conceptos [seguro de desempleo e Impuesto de Sociedades] que tienen una elevada elasticidad renta al nivel federal».</p> <p>(43) «Por consiguiente, los presupuestos federales son utilizados [con fines de] estabilización» (WOLF, 2012: 3).</p> <p>(44) Si bien, señala WOLF (2012: 5), estos servicios públicos, como otros en los que tendría sentido un mayor esfuerzo común, como investigación y educación, habría que calificarlos como bienes públicos a nivel de la Unión Europea más que a nivel de la eurozona.</p> <p>(45) WOLF (2012: 11).</p> <p>(46) Véase CASTELLS (2014a).</p> <p>(47) En primer lugar, hay que referirse a VAN ROMPUY <i>et al.</i> (2012), puesto que se trata de una iniciativa formal de las instituciones</p>	<p>comunitarias. En el terreno de las propuestas de carácter académico, véanse COTARELLI (2012a), GRUPO TOMMASO PADOA-SCHIOPPA (2012), WOLF (2012), ALLARD <i>et al.</i> (2013), DRÈZE y DURRÉ (2013), ENDERLEIN (2013), HACKER (2013), PISANI <i>et al.</i> (2013) y SCHWARZER (2013). Para una visión general, véase EUROPEG (2012).</p> <p>(48) VAN ROMPUY <i>et al.</i> (2012). Véase también ENDERLEIN (2013).</p> <p>(49) ALLARD <i>et al.</i> (2013: 19) sitúan el listón bastante por encima de este porcentaje. Consideran que harían falta contribuciones anuales de entre el 1,5 y el 2,5 por 100 del PIB para conseguir un efecto estabilizador similar al que se produce en los países federales.</p> <p>(50) WOLF (2012: 7) señala, por ejemplo, que las transferencias deberían ir dirigidas a aquellos países que sufren un impacto recesivo de especial intensidad, que provoca un cambio de signo presupuestario de singular relevancia.</p> <p>(51) Numerosos autores han explorado esta alternativa. Véanse, entre otros, WOLF (2012), ALLARD <i>et al.</i> (2013: 20), FISCHER (2013) y PISANI <i>et al.</i> (2013).</p> <p>(52) WOLF (2012: 8) y ALLARD <i>et al.</i> (2013: 19) señalan, por ejemplo, que este mecanismo (diseñado con fines estabilizadores y no redistributivos) debería financiar únicamente el gasto del desempleo generado por el impacto recesivo, no el procedente del desempleo estructural.</p> <p>(53) WOLF (2012: 8-9).</p> <p>(54) WOLF (2012: 7) indica que la ayuda recibida «debería ser utilizada para estimular los cambios estructurales» y DRÈZE y DURRÉ (2013: 12 y ss.) proponen estimular el crecimiento mediante la inversión pública e inversión privada selectiva, en tres grandes áreas: vivienda social, energías renovables y transporte.</p> <p>(55) «Los Estados miembros que crecieran a un ritmo más rápido que la media pagarían al fondo, y los países que crecieran a un ritmo más lento que la media recibirían dinero» (ENDERLEIN, 2013).</p> <p>(56) «Una manera natural de pagar la deuda en la que se incurra en las recesiones sería extraer pagos de los países con un <i>output</i> por encima del potencial en los buenos tiempos» (PISANI <i>et al.</i>, 2013: 5).</p> <p>(57) Aunque no concretan demasiado su propuesta, también parecen estar en esta línea ALLARD <i>et al.</i> (2013: 19), cuando señalan que «el fondo debería recibir aportaciones de los miembros de la zona del euro de forma permanente [en los buenos y los malos tiempos] y realizar transferencias a los países cuando estos experimentaran <i>shocks</i> negativos».</p> <p>(58) Véase EUROPEG (2012).</p> <p>(59) Véase TUMPEL-GUGERELL <i>et al.</i> (2014).</p>	<p>(60) Véase DOLUCA <i>et al.</i> (2012).</p> <p>(61) COTARELLI (2012a: 5) destaca, precisamente, que «parece improbable que la centralización de la emisión de deuda para financiar las necesidades locales de déficit pueda ser una característica permanente de una unión fiscal en la zona del euro», aunque [como ya se ha señalado antes] puede ocurrir que en los primeros estadios de una unión fiscal, en ocasiones el centro se haga cargo de la deuda de los gobiernos subcentrales sobre una base <i>one-off</i>» (COTARELLI, 2012b: 8).</p> <p>(62) GRUPO MANIFESTO (2014: 3). También PISANI <i>et al.</i> (2013: 5).</p> <p>(63) Véanse EUROPEG (2012) y CASTELLS (2012).</p> <p>(64) Son numerosos los autores que han señalado la necesidad de avanzar hacia una mayor integración política al abordar la unión fiscal. Por ejemplo, COTARELLI (2012a: 3), subraya que «la solidez de la integración fiscal deberá ir <i>pari passu</i> con alguna forma de integración política reforzada»; Allard <i>et al.</i> (2013: 16) indican que «un mayor <i>risk-sharing</i> y una mayor gobernanza» van típicamente de la mano», y más adelante concluyen que «avanzar hacia una integración fiscal más profunda en la zona del euro no es posible sin cambios en la organización política de la unión» (2013: 19).</p> <p>(65) SPOLAORE (2013: 139) recuerda que la integración monetaria «históricamente solo se ha alcanzado mediante un estado soberano, que usa su poder coercitivo para establecer una moneda dentro de sus fronteras».</p> <p>(66) EUROPEG (2012).</p> <p>(67) BORDO y JAMES (2013) subrayan que lo que frena la ola de pánico en 2012 es solo la determinación política de salvar el euro.</p> <p>(68) SPOLAORE (2013: 126) examina «las motivaciones, hipótesis y limitaciones de la estrategia europea de integración parcial de políticas en algunas pocas áreas, con la expectativa de que ello producirá más integración en otras áreas, en una especie de reacción en cadena hacia una unión 'cada vez más estrecha'».</p> <p>(69) SPOLAORE (2010: 332) apunta que «el estudio de la relación entre heterogeneidad de preferencias, calidad de las instituciones y estabilidad de los países se encuentra todavía en su infancia», y BORDIGNON (2010: 352) destaca que las contribuciones teóricas son aún muy insuficientes para explicar «los elementos clave de esta cuestión». Para un resumen del estado de la cuestión en «economía de la cesión», véase CASTELLS (2013 y 2014b).</p> <p>(70) Véanse ALESINA (2003: 303-304) y SPOLAORE (2010: 330-331).</p> <p>(71) SPOLAORE (2013: 133) cita a BALL (1994: 10), colaborador de Monnet, para explicar de qué forma este concebía este método: «Todos los que trabajábamos con Jean Monnet pensábamos cuán irracional era ex-</p>
---	--	--

traer un sector económico limitado de la jurisdicción de los gobiernos nacionales y adscribir este sector a la jurisdicción de instituciones supranacionales. Pero, con su habitual perspicacia, Monnet creía que este esquema, por irracional que pudiera parecer, podía producir la presión necesaria para conseguir exactamente lo que él pretendía, el detonante de una reacción en cadena».

(72) «Aunque empieza en áreas económicas, la integración en un área puede muy bien conducir a una posterior integración en muchas otras áreas, no solo económicas sino también políticas» (SPOLAORE, 2013: 132).

(73) SPOLAORE (2013: 138).

(74) «En principio, la unión monetaria podría conducir a una unión fiscal y política, incluso si la heterogeneidad permanece elevada, si los costes de abandonar el euro son todavía más altos y la integración política y fiscal es percibida por los gobiernos nacionales y los electores como la única solución» (SPOLAORE, 2013: 139).

(75) «Este resultado podría ser visto como una reivindicación de la versión más oscura de la reacción en cadena de Monnet» (SPOLAORE, 2013: 139).

(76) SPOLAORE (2013: 139).

(77) En esta línea, el GRUPO GLIENICKER (2013: 5) señala que «en la gestión de la crisis del euro, los jefes de Estado y de gobierno son los que han marcado la pauta. Pero el *intergubernamentalismo* no está a la altura de las tareas que se deben llevar a cabo en una unión monetaria».

(78) Como también señala el GRUPO GLIENICKER (2013: 5), «esta es la razón clave por la cual el Banco Central Europeo se ha visto obligado a adoptar sobre la marcha un papel tan central para preservar la moneda común».

(79) Como señala el GRUPO EIFFEL (2014: 3), «los destinos de algunos países se han decidido en una votación en el Bundestag y en sentencias del Tribunal Constitucional de Karlsruhe».

(80) El GRUPO EIFFEL (2014: 6) apunta, a este propósito, que «es legítimo el orgullo alemán en la construcción de una democracia ejemplar y en el imperio de la ley desde 1949 [...]. Sin embargo, las autoridades alemanas deberían comprender que el control de las decisiones europeas por las instituciones de un Estado miembro singular es difícil de aceptar por los otros».

(81) El GRUPO EIFFEL (2014: 8) subraya que «durante aproximadamente dos décadas los gobiernos han escogido presentar Europa como un mal necesario, cuyos 'daños' tratan de limitar, y no como una 'nueva frontera' a ser conquistada colectivamente». Véase también INET COUNCIL (2012).

(82) Los países que han tenido que solicitar ayuda «sienten el peso de una autoridad

mal definida, integrada por jefes de Estado y de gobierno, ministros de Finanzas (Eurogrupo), el BCE y la Comisión Europea, así como el FMI» (GRUPO EIFFEL, 2014: 3).

(83) Véase, por ejemplo, BORDO y JAMES (2013).

(84) COTARELLI (2012a: 1). En parte, INET COUNCIL (2012: 2) se refiere también a este punto cuando señala que hay que distinguir claramente entre las medidas necesarias para responder a la situación de emergencia y aquellas que son precisas para afrontar los problemas de diseño de la zona del euro.

(85) Las elecciones europeas de 2014 pueden suponer un punto de inflexión en esta cuestión, como se examina en el siguiente subapartado.

(86) El GRUPO EIFFEL (2014: 4) se refiere a «Karl Lammer y Wolfgang Schäuble en 1994, [y] Joschka Fischer en 2000».

(87) GRUPO MANIFESTO (2014: 1).

(88) GRUPO EIFFEL (2014: 4).

(89) «Con la creación del euro, Francia ya había aceptado compartir su soberanía. La idea de que una 'Europa de las naciones' podría todavía, en 2014, ofrecer una perspectiva útil, no ayuda a progresar. No hay razón para temer llevar a cabo una discusión sobre las mejores formas de organización política, ni para rechazar directamente cualquier forma de federalismo, incluso si hasta ahora Francia nunca lo ha experimentado» (GRUPO EIFFEL, 2014: 4).

(90) «El 'eurogobierno' debería ser elegido y fiscalizado por el 'Europarlamento', integrado por diputados del Parlamento Europeo representando a los países del área del euro. Sin embargo, hay también voces en [el] grupo que prefieren que el 'Europarlamento' esté compuesto por miembros de los parlamentos nacionales, para asegurar que el control sobre el gasto público permanezca en sus manos» (GRUPO GLIENICKER, 2013: 5).

(91) «Un equipo cuyos miembros deberían ser seleccionados en base a sus competencias, respetando un cierto equilibrio geográfico, aunque sin que cada Estado miembro debiera estar necesariamente representado» (GRUPO EIFFEL, 2014: 6).

(92) Véase GRUPO EIFFEL (2014: 6).

(93) Véase GRUPO EIFFEL (2014: 9).

(94) Esta solución, «que recoge la idea de una 'Cámara Europea' propuesta por Joschka Fischer en 2011, es, nosotros creemos, la única opción para avanzar hacia la unión política. Es imposible privar completamente a los parlamentos nacionales de su poder para establecer impuestos. Precisamente, es sobre la base de la soberanía parlamentaria nacional que se puede forjar una soberanía europea compartida» (GRUPO MANIFESTO, 2014: 3).

(95) GRUPO MANIFESTO (2014: 3).

(96) La iniciativa de establecer un ministro de Finanzas de la zona del euro ha sido evocada en diversas propuestas a lo largo del tiempo. Véanse, en los últimos años, MARZINOTTO, SAPIR y WOLFF (2011) y GRUPO PADOA-SCIOPPA (2012).

(97) GRUPO MANIFESTO (2014: 3).

(98) Ahí existiría una diferencia con los inicios del federalismo americano, en el que durante bastante tiempo el presidente fue elegido por los representantes de las asambleas legislativas.

(99) EUROPEG (2012).

## BIBLIOGRAFÍA

- ALESINA, A. (2003), «The size of countries: Does it matter?», *Journal of European Economic Association*, abril-mayo: 301-316.
- ALLARD, C.; BROOKS, P.K.; BLUEDORN, J.C.; BORNHORST, F.; CHRISTOPHERSON, K.; OHNSORGE, F.; POGHOSYAN, T., e IMF STAFF TEAM (2013), «Toward a Fiscal Union for the Euro Area». IMF Staff Discussion Note, septiembre.
- BALL, G.W. (1994), «Forward», en F. DUCHÊNE, *Jean Monnet: The First Statesman of Interdependence*, pp. 9-14.
- BARGAIN, O.; DOLLS, M.; FUEST, C.; NEUMANN, D.; PEICHL, A.; PESTEL, N., y SIEGLOCH, S. (2013), «Fiscal union in Europe? Redistributive and stabilizing effects of a European tax-benefit system and fiscal equalization mechanism», *Economic Policy*, julio: 375-422.
- BECKER, G. (2012), «Breakup of Countries: No Economic Disaster», *becker-posner-blog.com*, 4 de diciembre de 2012.
- BELKE, A., y GROS, D. (1998), «Asymmetric Shocks and EMU: Is There a Need for a Stability Fund?», *Intereconomics*, noviembre-diciembre: 274-288.
- BORDO, M., y JAMES, H. (2013), «The European crisis in the context of historical trilemmas», *Vox*, 19 de octubre de 2013.
- BORDO, M.D.; MARKIEWICZ, A., y JONUNG, L. (2011), «A Fiscal Union for the Euro: Some Lessons from History». Working Paper n.º 17.380, NBER Working Paper Series.
- BORDIGNON, M. (2010), «Comment» [Spolaore (2010)], en N. BOSCH *et al.*, *The Political Economy of Inter-Regional Fiscal Flows*, pp. 351-356.
- BOSCH, N.; ESPASA, M., y SOLÉ-OLLÉ, A. (Eds.) (2010), *The Political Economy of Inter-Regional Fiscal Flows*, Edward Elgar, Cheltenham (UK).

<p>CASTELLS, A. (2012), «Crisi de l'euro i integració fiscal», <i>Revista Econòmica de Catalunya</i>, julio: 70-81.</p> <p>— (2013), «The relation Catalonia/Spain at the crossroads: financial and economic aspects of the scenarios ahead». Conference on «Economic Aspects of Constitutional Change», University of Stirling, Edimburgo, 19-20 de septiembre de 2013.</p> <p>— (2014a), «La economía política de la austeridad: Reflexiones a propósito de la Gran recesión». Discurso de ingreso en la Real Academia de Ciencias Económicas y Financieras, Barcelona, 20 de febrero de 2014.</p> <p>— (2014b), «Catalonia and Spain at the Crossroads: Financial and Economic Aspects», <i>Oxford Review of Economic Policy</i> (en prensa).</p> <p>COTARELLI, C. (2012a), «European Fiscal Union: A Vision for the Long Run». Gerzensee Conference, 1-2 de diciembre de 2012.</p> <p>— (2012b), «Fiscal federations: Lessons for the Design of a European Fiscal Union». ECB-IMF Conference, Frankfurt, 13 de diciembre de 2012.</p> <p>DOLUCA, H.; HÜBNER, M.; RUMPF, D., y WEIGERT, B. (2012), «The European Redemption Pact: An Illustrative Guide». Working Paper 02/2012, febrero de 2012, German Council of Economics Experts.</p> <p>DRAGHI, M. (2012), «The Future of the Euro: Stability through Change», <i>Die Zeit</i>, 29 de agosto de 2012 (versión en inglés: <a href="http://www.ecb.in/press/key/date/2012/html/sp120829.enhtml">http://www.ecb.in/press/key/date/2012/html/sp120829.enhtml</a>).</p> <p>DRÈZE, J., y DURRÉ, A. (2013), «Fiscal Integration and Growth Stimulation in Europe», febrero de 2013.</p> <p>DRÈZE, J.; WYPLOSZ, C.; BEAN, C.; GIAVAZZI, F., y GIERSCH, H. (1988), «The Two-handed Growth Strategy for Europe: Autonomy through Flexible Cooperation», <i>Recherches Economiques de Louvain</i>, 54(1): 5-52.</p> <p>DUCHÈNE, F. (1994), <i>Jean Monnet: The First Statesman of Interdependence</i>, Norton, Nueva York.</p> <p>ENDERLEIN, H. (2013), «Blueprint for a Cyclical Shock Insurance (CSI) in the euro-area». Workshop «On the Road to a European Fiscal Federalism», FES (Friedrich Ebert Stiftung), Berlín, 11 de noviembre de 2013 (basado en un trabajo conjunto con</p>	<p>L. Gutteneberg y J. SPIESS, disponible en la web de Notre Europe).</p> <p>EUROPEG (2012), «¿Avanza realmente la Unión Europea hacia una Unión fiscal?», <i>Policy Brief</i>, 3, diciembre.</p> <p>FISCHER, G. (2013), «EMU wide automatic stabilisers». Workshop «On the Road to a European Fiscal Federalism», FES, Berlín, 11 de noviembre de 2013.</p> <p>FUEST, C., y PEICHL, A. (2012), «European Fiscal Union: What Is It? Does It Work? And Are There Really 'No Alternatives'?», <i>Iza Policy Paper</i>, 39, marzo.</p> <p>GONZÁLEZ-PÁRAMO, J.M., y ÁLVAREZ GIL, M.J. (2014), «Estabilidad, integración y crisis de la deuda soberana: La historia del euro en tres trilemas», PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA, 141.</p> <p>GRAUWE, P. DE (2011), «The Governance of a Fragile Eurozone». CEPS Working Document, n.º 346, mayo.</p> <p>GROUPE EIFFEL EUROPE (2014), «For a Euro Community», 14 de febrero de 2014 (integrado por A. Bénassy-Quéré, Y. Bertoincini, J.-L. Bianco, L. Boone, B. Dumont, S. Goulard, A. Loesekrug-Pietri, R. Medi, E. Pflimlin, D. Simonneau, C. Ulmer y S. Vallée).</p> <p>GRUPO GLIENICKER (2013), «Towards a Euro Union», 18 de octubre de 2013 (integrado por A. von Bogdandy, Ch. Calliess, H. Enderlein, M. Fratzscher, C. Fuest, F. Mayer, D. Schwarzer, M. Steinbeis, C. Stelzenmüller, J. von Weizsäcker y G. Wolf).</p> <p>GRUPO MANIFESTO (2014), «Manifiesto for a euro political union», febrero de 2014 (los primeros firmantes del Manifiesto son F. Autrey, A. Bozio, J. Cagé, D. Cohen, A.-L. Delatte, B. Dormont, G. Duval, Ph. Frémeaux, B. Palier, Th. Pech, Th. Piketty, J. Quatremer, P. Rosanvallon, X. Timbeau y L. Tubiana).</p> <p>GRUPO TOMMASO PADOA-SCHIOPPA (2012), «Completing the Euro (A roadmap towards fiscal union in Europe)», Notre Europe (integrado por H. Enderlein, P. Bofinger, L. Boone, P. de Grauwe, J.C. Piris, J. Pisany-Ferry, M.J. Rodrigues, A. Sapir y A. Vitorino).</p> <p>HACKER, B. (2013), «On the Way to a Fiscal or a Stability Union?». Workshop «On the Road to a European Fiscal Federalism», FES, Berlín, 11 de noviembre de 2013.</p> <p>HENNING, C.R., y KESSLER, M. (2012), «Fiscal federalism: US history for architects of</p>	<p>Europe's fiscal union». Bruegel Essay and Lecture Series.</p> <p>INET COUNCIL (2012), «INET Council on the Euro zone Crisis» (The Institute New Economic Thinking), 23 de julio de 2012. (los firmantes de la declaración son P. Artus, E. Berglof, P. Bofinger, G. Corsetti, L. Garicano, P. de Grauwe, G. de la Dehesa, L. Feld, J.-P. Fitoussi, D. Gros, K. O'Rourke, L. Reichlin, H. Rey, A. Salir, D. Snower, H.-J. Voth, B. Weder di Mauro).</p> <p>LECEA FLORES DE LEMUS, A. DE, y DRAYSON, N. (2014), «Elementos clave de la integración fiscal en la zona del euro», PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA, 141.</p> <p>MARZINOTTO, B.; SAPIR, A., y WOLFF, G.B. (2011), «What kind of fiscal union?», <i>Bruegel Policy Brief</i>, 2011/6, noviembre.</p> <p>PISANI-FERRY, J.; VIHRIÄLÄ, E., y WOLFF, G.B. (2013), «Options for a Euro-area Fiscal Capacity», <i>Bruegel Policy Brief</i>, 2013/01, enero.</p> <p>SARGENT, TH.J. (2011), «United States then, Europe now», Nobel prize lecture, Estocolmo (publicado en <i>Journal of Political Economy</i>, febrero: 1-40; versión en español: PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA, 141, 2014).</p> <p>SCHWARZER, D. (2013), «A solidarity instrument as a nucleus for a fiscal capacity». Workshop «On the Road to a European Fiscal Federalism», FES, Berlín, 11 de noviembre de 2013.</p> <p>SPOLAORE, E. (2010), «Federalism, regional redistribution and country stability», en N. BOSCH <i>et al.</i>, <i>The Political Economy of Inter-Regional Fiscal Flows</i>, pp. 329-350.</p> <p>— (2013), «What Is European Integration Really About? A Political Guide for Economists», <i>Journal of Economic Perspectives</i>, verano: 125-144.</p> <p>TUMPEL-GUGERELL, G. (2014), «Experts Group on Debt Redemption Fund and Eurobills» (Final Report), Bruselas, 31 de marzo de 2014 (grupo presidido por G. Tumpel-Gugerell e integrado por A. Bénassy-Quéré, V. Bento, G. Bishop, L. Hoogduin, J. Mazák, B. Romana, I. Simonyte, V. Vihriälä y B. Weder di Mauro).</p> <p>VAN ROMPUY, H.; BARROSO, J.M.; JUNCKER, J.-C., y DRAGHI, M. (2012), «Towards a Genuine Economic and Monetary Union», 5 de diciembre.</p> <p>WOLFF, G.B. (2012), «A Budget for Europe's Monetary Union», <i>Bruegel Policy Brief</i>, 2012/22, diciembre.</p>
---	---	---

## COLABORADORES EN ESTE NÚMERO

**ÁLVAREZ GIL, María José.** Catedrática de Organización de Empresas de la Universidad Carlos III de Madrid. Ha sido Premium Visiting Profesor de la cátedra Hans Strothoff en la Goethe Universität de Fráncfort del Meno, y profesora visitante en la Arizona State University. Sus áreas de investigación están centradas en la gestión medioambiental de la cadena de suministro (innovación medioambiental, reciclado, etc.), las condiciones de aplicación de las TIC —en especial en la sanidad y la hostelería—, el diseño de sistemas de medición de rendimientos y la divulgación voluntaria de dicha información y logística en la zona del euro. Estas áreas arrancan de un tronco común que es la investigación de la Estrategia Corporativa de Operaciones de entidades manufactureras y de servicios. Ha publicado en revistas internacionales y nacionales como *Journal of Operations Management*, *International Journal of Production and Operations Management*, *International Journal of Services Technology and Management*, *The International Journal of Production Research*, *OMEGA*, *R&D Management*, *Scandinavian Journal of Management*, *International Journal of Production Economics*, entre otras. También ha publicado diversos libros y capítulos de libros.

**CASTELLS OLIVERES, Antoni.** Doctor en Ciencias Económicas por la Universidad de Barcelona (1982) y catedrático de Hacienda Pública en dicha universidad. Ha sido profesor visitante de la Johns Hopkins University (Baltimore) y co-fundador y primer director del IEB (Institut d'Economia de Barcelona), así como miembro electo de la Real Academia de Ciencias Económicas y Financieras. En su actividad política hay que señalar que ha sido parlamentario en el Parlamento de Catalunya (1992-1994, 2003, 2006-2010) y consejero de Economía y Hacienda del Gobierno de la Generalitat de Catalunya (2003-2010). En la actualidad es presidente del Consejo Asesor de la Fundación Catalunya-Europa y miembro del Consejo Consultivo de FUNCAS. Ha publicado numerosos libros y en revistas especializadas como *Hacienda Pública Española*, *European Economic Review* o *PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA*.

**DEHESA, Guillermo de la.** Técnico comercial y economista del Estado, jefe de Oficina del Banco de España, secretario de Estado de Economía y Finanzas, presidente del Centre for Economic Policy Research (CEPR) en Londres, miembro del Group of Thirty (G-30) en Washington, presidente del OBCE en Madrid, presidente del Consejo Rector del IE en Madrid. Es autor de cuatro libros publicados en inglés, otro en chino y diez en español sobre temas económicos, y de más de cien artículos publicados en español e inglés.

**DRAYSON, Nicholas.** Becario en la Delegación de la Unión Europea en Estados Unidos. Se ha formado en la Universidad

Northwestern y en el Lycée Français Charles De Gaulle. Con anterioridad a su ingreso en la Delegación de la Unión Europea ha participado como analista en Garten Rothkopf, en el Consejo Económico Nacional de la Casa Blanca y en BNP Paribas.

**DURÁN CABRÉ, José María.** Licenciado y doctor en Ciencias Económicas y Empresariales por la Universidad de Barcelona (UB) (con «Premio extraordinario» y Premio del Consejo Económico y Social), licenciado en Derecho por la misma universidad y MSc en Fiscal Studies por la Universidad de Bath (Gran Bretaña). Es profesor agregado de Hacienda Pública y Sistema Fiscal en la UB e investigador y gerente del Instituto de Economía de Barcelona. Es especialista en temas fiscales, entre otros: imposición sobre la riqueza y el consumo, imposición y federalismo fiscal, y reformas fiscales. Ha publicado artículos científicos en revistas como *International Tax and Public Finance*, *The Review of Income and Wealth*, *Hacienda Pública Española* y *Tax Notes International*, así como libros y capítulos de libros en editoriales como Ariel, Edward Elgar, Instituto de Estudios Fiscales, McGraw-Hill y Thomson Civitas. Ha sido consultor externo del Gobierno de Andorra y del Departamento de Economía y Finanzas de la Generalitat de Cataluña.

**GONZÁLEZ-PÁRAMO, José Manuel.** Ph.D., M.Phil. y M.A. en Economía por la Universidad de Columbia, Nueva York. Su carrera profesional ofrece una combinación de puestos de responsabilidad en banca central y en el sector privado. Así, desde 2013, es miembro del Consejo de Administración de BBVA donde ejerce de Chief Officer. Entre 2004 y 2012, fue miembro del Comité Ejecutivo y del Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo (BCE), siendo responsable de las Operaciones de Mercado y la Instrumentación de la Política Monetaria, y de Investigación y Estudios o Gestión de Riesgos, entre otras áreas. Entre 1994 y 2004 fue miembro del Consejo de Gobierno y de la Comisión Ejecutiva del Banco de España. Desde 2012, su actividad académica se desarrolla en el IESE Business School. En 1988 obtuvo una Cátedra en Economía en la UCM (donde también se doctoró). Sus publicaciones se centran en las políticas monetaria y fiscal, la economía europea y los mercados financieros. Ha asesorado a instituciones públicas y privadas nacionales e internacionales (FMI, el Banco Mundial, el Banco de Pagos Internacionales o la OCDE, entre otras). Es miembro de la Academia Europea de Ciencias y Artes. Fue investido doctor honoris causa por la Universidad de Málaga y, entre las numerosas distinciones recibidas, está la Medalla Carlos V de la Cámara de Comercio Germano-Española.

**GUERGUIL, Martine.** Posee la nacionalidad francesa. Estudió en el Institut d'Etudes Politiques de París y en la Universidad de París (Panthéon-Sorbonne). Como Directora Adjunta en el Departamento de Asuntos Fiscales del Fondo Monetario Internacional (FMI) tiene asignada la tarea de supervisión del emblemático «Monitor Fiscal». En sus posiciones anteriores en el FMI, dirigió el trabajo sobre la sostenibilidad de la deuda y el alivio de la deuda, así como el diseño de la política macroeconómica para América Latina y África. Antes de incorporarse al FMI en 1994, trabajó para la Comisión Económica de las Naciones Unidas para América Latina y el Caribe, en Santiago de Chile.

**HERNÁNDEZ DE COS, Pablo.** Doctor en Ciencias Económicas por la Universidad Complutense de Madrid, licenciado en Ciencias Económicas y Empresariales por CUNEF y en Derecho por la UNED. Titulado del Servicio de Estudios del Banco de España, trabajó en sus departamentos de Estudios Monetarios y Financieros (1997-1998) y de Coyuntura y Previsión Económica (1999-2004). Asimismo, fue profesor asociado del Departamento de Economía de la Universidad Carlos III de Madrid (2000-2004). Desde 2004 hasta 2007 trabajó como asesor del Consejo Ejecutivo del Banco Central Europeo. En marzo de 2007 se reincorporó al Servicio de Estudios del Banco de España como Jefe de la División de Análisis de Políticas Económicas. Desde junio de 2010 es presidente del Grupo de Trabajo de Finanzas Públicas del Banco Central Europeo. En julio de 2013 fue nombrado por el Gobierno español miembro de la Comisión de Expertos para la Reforma del Sistema Tributario Español, cuyo informe se presentó en marzo de 2014. Es autor de numerosos artículos en revistas académicas y de divulgación sobre políticas macroeconómicas, hacienda pública, crecimiento económico y reformas estructurales, entre otros.

**KARMAKAR, Krishanu.** Estudiante de doctorado en el Departamento de Gestión y Políticas Públicas y ayudante de investigación en el Centro Internacional para la Política Pública, en la Escuela Andrew Young de la Georgia State University. Sus intereses de investigación incluyen la política de impuestos y gastos, el federalismo fiscal y la política de desarrollo. Ha escrito capítulos y artículos de libros en materia de IVA y de la demanda de atención médica en la India. Anteriormente ha trabajado en NIPFP, Nueva Delhi (India), en la reformulación de las políticas de gasto estatal en los estados indios de crecimiento y erradicación de la pobreza.

**LAGO PEÑAS, Santiago.** Catedrático de Economía Aplicada y Director de GEN (Universidad de Vigo). Ha publicado sus trabajos en múltiples revistas especializadas, entre otras: *European Journal of Political Economy*, *Public Choice*, *Economic Modelling*, *Economics and Politics*, *Publius: The Journal of Federalism*, *Economics of Governance*, *Public Finance Review*, *Contemporary Economic Policy*, *Applied Economics* y *Environment and Planning C: Government and Policy*. Sirve en varios consejos editoriales y es editor asociado de la revista *Hacienda Pública Española/Review of Public Economics*. Es codirector de la Red de Investigadores en Financiación autonómica y Descentralización en España (RIFDE), director del Foro Económico de Galicia e investigador del Institut d'Economia de Barcelona.

**LECEA, Antonio de.** Doctor por la Universidad Católica de Lovaina y licenciado por la Universidad de Autónoma Barcelona. En 1986 obtuvo una plaza de profesor titular en la Universidad del País Vasco. En octubre de 2009 se convirtió en ministro de Asuntos Económicos y Financieros y asesor principal al Jefe de la

Delegación de la Comisión Europea en Estados Unidos. Con anterioridad había sido director de Relaciones Internacionales en la Dirección General de la Comisión Europea para Asuntos Económicos y Financieros. De 1999 a 2004 fue asesor económico en el Gabinete de Romano Prodi, entonces presidente de la Comisión Europea. Se unió a la Unión Europea Comisión en 1986, ocupando cargos de gestión en el presupuesto y control de la UE áreas, así como en economía y finanzas. Antes fue miembro del Gabinete del Secretario de Estado español de Hacienda en Madrid. Sus publicaciones se han centrado en las finanzas públicas y la economía europea.

**MARTÍNEZ-VÁZQUEZ, Jorge.** Catedrático de Economía y director del Centro Internacional para la Política Pública, en la Escuela Andrew Young de la Georgia State University. Ha publicado más de veinte libros y numerosos artículos en revistas académicas, como *Econometrica*, *Journal of Political Economy*, *Journal of Public Economics* y *Review of Economics and Statistics*. Es miembro de varios consejos editoriales y ha dirigido varios proyectos de reforma fiscal, después de haber trabajado en más de setenta países. Ha sido consultor del Banco Mundial, el FMI, el Banco Asiático de Desarrollo, el PNUD y el BID. Ingresó en la Academia Rusa de Ciencias Naturales en 1997, y en 2006 fue nombrado profesor honorario de las Finanzas de China y la Academia Pública de Políticas Públicas, Beijing. En 2011 se le concedió un doctorado honorífico de la Universidad de Vigo, y en 2012 se dictó la conferencia Raja Chelliah en NIPFP en Nueva Delhi.

**PRADA BLANCO, Albino.** Profesor titular de Economía Aplicada en la Universidad de Vigo. Ha publicado sus trabajos en las siguientes revistas, entre otras: *Energy Policy*, *Journal of Forest Economics*, *Hacienda Pública Española/Review of Public Economics*, *Ecological Economics* y *PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA*. Fue decano de la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales de Vigo y consejero del Consello Económico y Social de Galicia. En la actualidad es miembro del grupo de investigación ERENEA (<http://www.erenea.uvigo.es/>) y del Consello de la Cultura Gallega (Sección de Ciencia, Naturaleza y Sociedad).

**SARGENT, Thomas J.** Licenciado por la Universidad de California en Berkeley (1964) y doctor por la Universidad de Harvard (1968), ha sido profesor en las Universidades de Pensilvania, Minnesota, Chicago, Stanford y Princeton. Actualmente es catedrático de Economía en la Universidad de Nueva York. Sus campos de interés son la macroeconomía, la economía monetaria y la econometría. Autor de numerosos trabajos pioneros, es especialmente conocido como uno de los líderes de la revolución de las expectativas racionales. En 2011 fue galardonado, junto a Christopher A. Sims, con el premio Nobel de Economía por su trabajo empírico en las causas y efectos de la macroeconomía.

## PUBLICACIONES DE LA FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS

### Últimos números publicados:

#### PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA

- N.º 139. La fiscalidad en España: Problemas, retos y propuestas  
N.º 140. La política monetaria tras la Gran Recesión

#### PANORAMA SOCIAL

- N.º 18. Las nuevas tecnologías y su impacto social  
N.º 19. Comida y alimentación: hábitos, derechos y salud

#### CUADERNOS DE INFORMACIÓN ECONÓMICA

- N.º 240. La consolidación fiscal en el horizonte 2017  
N.º 241. La demanda nacional impulsa la recuperación económica

#### SPANISH ECONOMIC AND FINANCIAL OUTLOOK

- Vol. 3, N.º 3 (2014). Spain's debt dynamics and impact on the banking sector  
Vol. 3, N.º 4 (2014). The role of domestic demand in Spain's recovery

#### ESTUDIOS DE LA FUNDACIÓN

- N.º 67. Las claves del crédito bancario tras la crisis  
N.º 68. Entre desequilibrios y reformas. Economía política, sociedad y cultura entre dos siglos

### PRECIO DE LAS PUBLICACIONES

AÑO 2014

Publicación	Suscripción			Números sueltos	
	Suscripción anual	Edición papel €	Edición digital €	Edición papel €	Edición digital €
Papeles de Economía Española	4 números	55	30	15	12
Cuadernos de Información Económica	6 números	40	Gratuita	10	–
Panorama Social	2 números	20	Gratuita	13	–
Spanish Economic and Financial Outlook	6 números	30	Gratuita		
Focus	6 números	–	Gratuita		
Estudios (números sueltos)	–	–	–	12	9

Los precios incluyen el IVA. No incluyen los gastos de envío.

### SUSCRIPCIÓN Y PEDIDOS

INTERNET: <http://www.funcas.es/Publicaciones/Publicaciones.aspx?Id=0>

E-MAIL: [publica@funcas.es](mailto:publica@funcas.es)

