



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

TODOS 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 demostraba 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 8 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 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 refinar 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 veinteaño 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 EQUILIBRADO 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 discrecionales. 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 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 Agnés 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.