

Unión fiscal y el largo camino hacia los eurobonos

A pesar de las reformas encaminadas a mejorar la arquitectura institucional de la eurozona que se han implementado en los últimos años,¹ la Unión Económica y Monetaria permanece incompleta. Muestra de ello son las continuas declaraciones por parte de los principales líderes políticos europeos a favor de seguir avanzando en el proceso de reformas de las instituciones de la eurozona. Uno de los ámbitos que centra más la atención es la llamada unión fiscal, tanto por su relevancia como por la concreción de algunas propuestas en los últimos meses.

Son muchos los elementos que deberían componer la unión fiscal y, a menudo, se hacen propuestas en alguno de los ámbitos de manera aislada. En conjunto, las reformas que se deberían llevar a cabo se pueden agrupar en dos grandes áreas. Por un lado, la mejora de los mecanismos que deben guiar y apoyar la política fiscal de las distintas economías que integran la eurozona. Ello incluye tanto el conjunto de reglas que guían la política fiscal de cada país como, eventualmente, la creación de un ente a nivel europeo al que le podrían ser transferidas algunas de las competencias de política económica. La otra gran pata de la unión fiscal es la financiación de dichas competencias.²

En los últimos meses se ha intensificado el debate en ambos frentes. Así, por un lado, Merkel se ha manifestado a favor de la creación de un Ministerio de Economía Europeo (refiriéndose a los países que conforman la eurozona), siempre que ello vaya acompañado del refuerzo de las reglas actuales que guían la política fiscal de los distintos países. Su homólogo francés, Macron, ha ido un paso más allá, y ha concretado que las áreas de responsabilidad de este ministerio deberían incluir: inversión en infraestructuras, asistencia financiera de emergencia y apoyo a aquellos países que se encuentren en recesión. Conocedor de la visión alemana, el presidente francés también ha añadido que solo podrían recibir el apoyo de este ministerio aquellos países que cumplan las reglas fiscales comunes. Aunque el paso definitivo hacia la unión fiscal está lejos de concretarse, parece que la visión alemana y la francesa van acercando posiciones. Para seguir avanzando es clave conseguir un nivel de definición suficientemente concreto de las reglas y responsabilidades del eventual ministerio para que la posición alemana se sienta confortable. Al mismo tiempo, sin embargo, la posición francesa también exigirá que dicho ministerio tenga suficiente margen de actuación para que las políticas que lleve a cabo puedan ser efectivas.

Respecto a la segunda gran área de la unión fiscal, la concreción es todavía menor. Poco se ha dicho sobre si el eventual Ministerio de Economía Europeo recibiría los recursos mediante transferencias ordinarias de los distintos Estados miembros o si, por el contrario, le sería transferida parcial o totalmente la recaudación de algún impuesto. En cambio, sí que hay un interesante debate sobre si la creación del Ministerio de Economía podría ir acompañada de la creación de un instrumento de deuda europeo, los llamados eurobonos. El interés por el tema es doble. Por un lado, ello podría ampliar la capacidad de gestión de las políticas a llevar a cabo por el eventual Ministerio de Economía. Durante los periodos recesivos, por ejemplo, en los que quizás los recursos disponibles podrían ser más escasos y, al mismo tiempo, más necesarios, el presupuesto podría mantenerse o aumentar a través de la emisión de deuda.

Por otro lado, la creación de eurobonos podría ayudar a mejorar la estabilidad financiera de la eurozona. El motivo es el siguiente: una parte importante de la deuda pública de cada país está en manos de los bancos que concentran su actividad en dicho país y, durante la crisis, ello propició que los *shocks* se transmitieran del sector público al sector bancario (y viceversa), amplificando su impacto económico a nivel agregado.

Así, la creación de un instrumento de deuda a nivel europeo podría ser un catalizador para que los bancos diversifiquen las tenencias de deuda pública, lo que ayudaría a desligar la evolución del sector bancario de cada país de la del sector público. Además, en última instancia, se cree que el compromiso que los distintos países adquirirán con la creación de eurobonos podría servir para eliminar el riesgo de ruptura del euro, un factor que en los momentos álgidos de la crisis pesó enormemente sobre el sector bancario y público de los países de la periferia.

1. Concretamente, se hicieron cambios en el marco de gobernanza a nivel de la UE, con la creación del Semestre Europeo, encaminado a coordinar las políticas económicas, y el *Six pack*, para reforzar el cumplimiento de las normas fiscales. Además, también se aprobaron el *Fiscal Compact* y el *Two pack* para aumentar la supervisión y la coordinación de políticas fiscales en los países de la eurozona. También se crearon mecanismos para gestionar episodios de crisis, como el MEDE (para recapitalizar bancos y proveer liquidez a Estados miembros en dificultades), y se han hecho importantes avances en la unión financiera.

2. Véase, por ejemplo, Allard, C. *et al.* (2013), «Toward a Fiscal Union for the Euro Area», IMF Discussion Note, September.

En este sentido, en un artículo reciente, la Comisión Europea plantea la creación de un Tesoro a nivel europeo encargado de emitir un activo de deuda común. Sin embargo, lo apunta como un objetivo a medio y largo plazo. Primero hay que llegar a un acuerdo sobre la creación del eventual Ministerio de Economía o, lo que es lo mismo, antes de que los países de la eurozona acepten que se emita un título de deuda cuyo riesgo compartirían, hay que acordar a qué se dedicarán estos recursos.

A más corto plazo, la Comisión Europea sugiere que podría ser útil, y factible, la introducción de títulos respaldados por bonos soberanos (eurobonos sintéticos o SBBS, por sus siglas en inglés).³ La propuesta se basa en la que hace unos años plantearon M. Brunnermeier *et al.*, y contempla que una o varias entidades acreditadas (públicas o privadas) compren una cartera diversificada de bonos soberanos de la eurozona en el mercado secundario utilizando un esquema de ponderación transparente y predecible.⁴ Para financiar esta cartera, se emitirían dos tipos de títulos: uno sénior (*European Safe Bond Asset* o ESBies) y uno júnior (*European Junior Bond* o EJBies).⁵ Este último sería el primero en absorber cualquier pérdida derivada del incumplimiento del pago de las obligaciones soberanas de un país.

Esta iniciativa está desligada de la creación de un Ministerio de Economía Europeo y pretende contribuir a mejorar la estabilidad financiera de dos maneras. En primer lugar, porque según los autores de la propuesta, permitiría aumentar la oferta de activos libres de riesgo en la eurozona (activos con *rating* AAA denominados en euros). En segundo lugar, porque facilitaría la reducción de la exposición de los bancos al riesgo soberano de su país de origen al proveer a estos de un instrumento para diversificar su cartera de bonos. Este segundo elemento es importante, porque al desligar el vínculo entre el riesgo soberano y el del sector bancario de cada país, los *shocks* económicos tendrían un menor impacto agregado.

En definitiva, aunque la unión fiscal parece un objetivo lejano y difícil de alcanzar, poco a poco se van poniendo encima de la mesa algunas piezas que podrían hacer que el puzle finalmente encaje. Europa siempre ha parecido que avanza lentamente, pero, cuando uno mira atrás, hay momentos en los que se han tomado decisiones de calado. Probablemente nos encontramos en la antesala de uno de estos momentos y la unión fiscal es uno de los ámbitos en los que se podría avanzar de forma decidida en los próximos años.

Roser Ferrer

Departamento de Macroeconomía, Área de Planificación Estratégica y Estudios, CaixaBank

3. Véase Brunnermeier, M. *et al.* (2011), «European Safe Bonds», The Euronomics Group, resumen disponible en voxeu.org.

4. Por ejemplo, Brunnermeier, M. *et al.* (2016), «The Sovereign-Bank Diabolic Loop and ESBies», *American Economic Review Papers and Proceedings*, vol. 106, n.º 5.

5. Los SBBS estarían completamente garantizados por la cartera subyacente. Es decir, el valor nominal de los títulos ESBies y EJBies sería igual a la suma del valor nominal de los bonos soberanos nacionales que respaldan estos títulos.