

SUPRANATIONAL POLICIES TO OVERCOME THE CRISIS

POLÍTICAS SUPRANACIONALES PARA SUPERAR LA CRISIS

POLÍTIQUES SUPRANACIONALS PER SUPERAR LA CRISI

p. 5

Towards Deeper European
Integration
Dirk Foremny

Financial Crises: Benefits and Fiscal
Costs of Banking and Monetary
Policies
José Luis Peydró

The Five Presidents' Report and
the European Fiscal Union
Pablo Hernández de Cos

p. 13

Hacia una mayor integración
europea
Dirk Foremny

Crisis financieras: beneficios y
costes fiscales de las políticas
bancarias y monetarias
José Luis Peydró

El informe de los cinco presidentes
y la unión fiscal europea
Pablo Hernández de Cos

p. 21

Cap a una major integració
europea
Dirk Foremny

Crisis financeres: beneficis i costos
fiscals de les polítiques bancàries i
monetàries
José Luis Peydró

L'informe dels cinc presidents i la
unió fiscal europea
Pablo Hernández de Cos

The Barcelona Institute of Economics (IEB) is a research centre whose goals are to promote and disseminate work in economics and to contribute to the debate on economic policy decision-making.

The members' research is conducted primarily in the fields of fiscal federalism and public economics; urban economics and innovation; transport economics and infrastructure; and tax system analysis and energy sustainability.

Founded in 2001 within the University of Barcelona (UB) and recognised by the Catalan Government, the IEB received a major boost in 2008 with the creation of the IEB Foundation (in which Abertis, Applus, Gas Natural Fenosa, La Caixa, the Barcelona City Hall and Provincial Council and, since 2014, the University of Barcelona are all active participants). The Institute also hosts the UB Chairs in Fiscal Federalism and Energy Sustainability.

In addition to undertaking academic research, the IEB aims to bring the findings of its work to a wider audience by organizing symposiums and workshops, and by publishing a variety of documents, including an annual Report on Fiscal Federalism and Public Finance. The IEB Report that the reader has in their hands represents a recent initiative to increase the frequency of publication of this report so that the Institute can respond better to changing economic circumstances.

The opinions expressed in the Report do not reflect the views of the IEB.

For more information www.ieb.uib.edu

El Institut d' Economia de Barcelona (IEB) es un centro de investigación en Economía que tiene como objetivos fomentar y divulgar la investigación en economía, así como contribuir al debate y a la toma de las decisiones de política económica.

La investigación de sus miembros se centra principalmente en las áreas del federalismo fiscal y la economía pública; la economía urbana y la innovación; la economía del transporte y las infraestructuras; el análisis de sistemas impositivos y la sostenibilidad energética.

Creado en 2001 en el seno de la Universitat de Barcelona y reconocido por la Generalitat de Catalunya, el IEB recibió un importante impulso en 2008 con la constitución de la Fundación IEB (participada por Abertis, Applus, Gas Natural Fenosa, La Caixa, Ayuntamiento de Barcelona y Diputación de Barcelona, y a la que desde 2014 se ha incorporado también la Universitat de Barcelona). También acoge la Cátedra de Federalismo Fiscal de la UB y la Cátedra de Sostenibilidad Energética de la UB.

Además de realizar actividades relacionadas con la investigación académica, el IEB pretende dar a conocer y difundir la investigación realizada mediante la organización de simposios y jornadas, así como de diversas publicaciones entre las que cabe destacar cada año el Informe IEB sobre Federalismo Fiscal y Finanzas Públicas. El IEB Report que el lector tiene en sus manos, forma parte de dicho informe, si bien con una periodicidad mayor y un contenido más ágil para poder adaptarse mejor a la cambiante actualidad.

Las opiniones expresadas en el Report no reflejan las opiniones del IEB.

Más información www.ieb.uib.edu

L'Institut d'Economia de Barcelona (IEB) és un centre de recerca en Economia que té com a objectius fomentar i divulgar la recerca en economia, així com contribuir al debat i a la presa de les decisions de política econòmica.

La recerca dels seus membres se centra principalment a les àrees del federalisme fiscal i l'economia pública; l'economia urbana i la innovació; l'economia del transport i les infraestructures; l'anàlisi de sistemes impositius i la sostenibilitat energètica.

Creat en 2001 en el si de la Universitat de Barcelona i reconegut per la Generalitat de Catalunya, l'IEB va rebre un important impuls en 2008 amb la constitució de la Fundació IEB (participada per Abertis, Applus, Gas Natural Fenosa, La Caixa, Ajuntament de Barcelona i Diputació de Barcelona, i a la qual des de 2014 s'ha incorporat també la Universitat de Barcelona).

També acull la Càtedra de Federalisme Fiscal de la UB i la Càtedra de Sostenibilitat Energètica de la UB.

A més de realitzar activitats relacionades amb la recerca acadèmica, l'IEB pretén donar a conèixer i difondre la recerca realitzada mitjançant l'organització de simposis i jornades, així com de diverses publicacions entre les quals cal destacar cada any l'Informe IEB sobre Federalisme Fiscal i Finances Públiques. L'IEB Report que el lector té a les seves mans, forma part d'aquest informe, si bé amb una periodicitat major i un contingut més àgil per poder adaptar-se millor a la canviant actualitat.

Les opinions expressades en el Report no reflecteixen les opinions de l'IEB.

Més informació www.ieb.uib.edu

Institut d'Economia de Barcelona (IEB)

Universitat de Barcelona
Facultat d'Economia i Empresa
c/ John M. Keynes, 1-11
08034 Barcelona, Spain
www.ieb.uib.edu

© Institut d'Economia de Barcelona (IEB) / Instituto de Estudios Fiscales (IEF)

Editorial Board: Núria Bosch (Director), Alejandro Esteller-Moré, Pilar Sorribas-Navarro

Coordination and Supervision: Institut d'Economia de Barcelona (IEB)

Design and graphic production: EPA Disseny S.L.

Translation: Language Services of the University of Barcelona / Sara Sicart

Legal deposit number: B.- 24280-2013

ISSN: 2339-7292

Consejo de redacción: Núria Bosch (Directora), Alejandro Esteller-Moré, Pilar Sorribas-Navarro

Coordinación y Supervisión: Institut d'Economia de Barcelona (IEB)

Diseño y producción gráfica: EPA Disseny S.L.

Traducción: Servicios Lingüísticos de la Universidad de Barcelona / Sara Sicart

Depósito legal: B.- 24280-2013

ISSN: 2339-7292

Consell de redacció: Núria Bosch (Directora), Alejandro Esteller-Moré, Pilar Sorribas-Navarro

Coordinació i Supervisió: Institut d'Economia de Barcelona (IEB)

Disseny i producció gràfica: EPA Disseny S.L.

Traducció: Serveis Lingüístics de la Universitat de Barcelona / Sara Sicart

Dipòsit legal: B.- 24280-2013

ISSN: 2339-7292

IEB REPORT

4/2015



Towards Deeper European Integration

Dirk Foremny

Institut d'Economia de Barcelona (IEB) / Universitat de Barcelona

The recent economic and financial crisis, commonly dubbed the Great Recession, hit European economies hard in 2007. Indeed, the severity of this economic shock was huge - and partially unexpected. The financial crisis, caused by the accumulation of financial imbalances, subsequently triggered the European sovereign debt crisis: A situation in which government debt in some European countries became highly unsustainable and bond yield spreads rose rapidly. This series of events found the European Union largely unprepared. For the first time, the Union experienced the direct consequences of the imperfections of European integration, which had accumulated over the preceding decades. In this situation, which called for rapid policy responses, Europe's reaction was slow, held back by its existing institutional shortcomings.

This failure to take rapid action can be seen as one of the reasons why the Eurozone was to perform worse than the United States. The fast and decisive action taken by monetary and fiscal policy makers on the other side of the Atlantic supported recovery. Europe, in contrast, went into the crisis with a set of institutions ill-prepared for such an economic shock. The general lack of coordination, the spillovers between countries with individually acting governments, a banking sector without a common set of rules, and only a weakly formalized system of fiscal governance accelerated the crisis and are, in part, responsible for the delayed recovery in Europe with respect to the United States, or even of the Eurozone compared to the UK.

The main problem was that while the euro area countries were of one mind in recognizing the need for reforms, it was difficult to find fast consensus regarding which exact policies should be implemented. While the disease has been diagnosed, the medicine was - and still is - controversial. Admittedly, this lack of consensus was not a problem exclusive to politicians, as economists also debated which policies to implement without reaching any common agreement.

However, if anything positive can be said to have emerged from the crisis, it is that the shortcomings of the European Union, and in particular of the eurozone, have at long last been revealed. In response, policymakers have begun to think about the degree of federalism which the European Union and, above all, the eurozone require. This debate is important and long overdue. The Great Recession highlighted that the future of the monetary union will be a federal one. The absence of a federal or con-federal structure and of European-level sovereignty explains why EU institutions have remained relatively weak. Now, in the aftermath of the crisis, it is time to develop policies and a system of fiscal governance

which decreases the likelihood of such situations reappearing. This IEB Report, therefore, takes as its focus policy coordination at the supranational level and, in particular, the creation of a fiscal and banking union, which represent a clear move towards the centralization of certain policy areas at the European level.

First, José Luis Peydro discusses the benefits and fiscal costs of banking and monetary policies and identifies the importance of ex-ante prevention mechanisms to reduce the likelihood of crisis. His contribution stresses the role of a Banking Union in maintaining economic stability and the role of the Macroeconomic Imbalance Procedure in preventing future crises. This mechanism forms part of the EU's economic governance, as implemented by the European Commission, aimed at identifying and addressing the imbalances among Member States that hinder the smooth functioning of European economies.

This is followed by an article written by Pablo Hernández de Cos outlining the specific proposals to complete Europe's Economic and Monetary Union, as presented in Summer 2015, in the "The Five Presidents' Report". This document emphasizes the role to be played by a Fiscal Union, considered essential for both fiscal sustainability and fiscal stabilization.

Improving institutions at the European level may well imply a somewhat larger budget, although it should be feasible to implement many policies without substantially increasing supranational expenditure. However, at this juncture in the process, deeper integration should be understood as a deeper *mutualization* of common interests and concerns, rather than the mutualization of debt or expenditure. Necessarily and inevitably this requires the creation of a political union to grant democratic legitimacy to any political action taken at the European level. Europe's citizens, in spite of the recent success enjoyed by Eurosceptic parties in some countries, are in fact not opposed to greater policy coordination. Indeed, a recent Eurobarometer (November 2015) revealed that 71% of respondents recognized that economic reforms would be more effective if they were implemented in a coordinated way at the EU level. However, whether Europe's politicians acknowledge this need - which would imply an undermining of their own powers - is another question.



Financial Crises: Benefits and Fiscal Costs of Banking and Monetary Policies

José Luis Peydró
ICREA-UPF, CREI, Barcelona GSE

In 2007 the United States and Western Europe were overwhelmed by a financial (notably banking) systemic crisis, which was followed by a severe economic recession. This sequence of events was not unique: financial crises are recurrent systemic phenomena, often triggering deep and long-lasting recessions with large reductions in aggregate welfare and employment. In fact, systemic financial crises are typically not random events triggered by exogenous events, but they tend to occur after periods of rapid credit growth in conjunction with other financial imbalances – notably real estate price bubbles and strong capital inflows. Conditional on a financial crisis, these ex-ante debt booms are associated with higher ex-post systemic costs, both within the financial sector (e.g., bank failures) and in the economy at large (e.g., large unemployment or poverty, large fiscal costs, and even political extremism). Therefore, it is important for policy makers, academics and even citizens to understand the ex-ante determinants of systemic financial crises, their ex-post consequences, and how public policy can ameliorate the likelihood and costs of financial crises.

This contribution offers a reduced summary on some benefits and fiscal costs of some banking (including macroprudential) and monetary policies from a book that I co-authored with Xavier Freixas and Luc Laeven on “Systemic Risk, Crises and Macroprudential Policy” (published last year by MIT Press). A key message that I want to convey in this chapter is that, for limiting systemic risk effects, it is crucial a reduction – both levels and acceleration – of excessive debt in booms (which in Spain is close to 400% of the GDP and -100% in the net foreign position) and also a reduction of the costs to the economy of excessive debt in crises, the so-called debt overhang (mainly because debt, especially in Spain, is too much non-contingent, i.e. defaults or renegotiations are difficult). It is necessary to highlight that public debt is in general not a cause of financial crises, but it is more a consequence. Therefore, in general the acceleration of debt that lead to crises is stemming from private debt. However, too high levels of public debt in crises (to support the economy and the financial system) can lead to excessive costs, including the crowding out of private investment.

Because systemic crises arise from the build-up of financial imbalances (mainly leverage booms) in the financial sector, the ex-ante prevention of excessive risk-taking (not just ex post-crisis management and resolution) should be a crucial objective of public policy, in particular of macroprudential and banking policies.¹

¹ Systemic risk is the risk of threats to financial stability that impair the functioning of a large part of the financial system with significant adverse effects on the broader economy. Macroprudential policy limits systemic risk over the financial cycle, including a preventive, ex-ante role for the buildup of systemic risk.

Moreover, systemic risk normally arises from ex-ante correlated risk choices by individual financial intermediaries and non-financial borrowers (i.e., endogenous systemic risk), not because of risks outside of the financial system (i.e., exogenous risk). Therefore, ex-post crisis interventions, such as central bank liquidity injections via expansive monetary policy or government recapitalizations (bailouts) fail to address the root causes of the systemic crisis, and can even cause higher ex-ante risk-taking via moral hazard, thereby increasing the likelihood of a financial crisis. While ex-post policies are nevertheless important to support the liquidity and capital positions of financial institutions (banks) and non-financial borrowers (households and firms), the flow of credit to the real economy, and asset prices in crisis times, macroprudential policy applied in booms should be the crucial line of defense to combat systemic risk.

A key question for policy is therefore why – in the first place – excessive endogenous buildup of debt in the financial sector and in non-financial borrowers occur. There are mainly two root causes. The first is excessive risk-taking in booms mainly by agents (households, banks and firms) being guided by behavioral finance, i.e. not fully rational thinking, such as being overoptimistic behavior in good times, neglecting tail risks or limited memory of previous crises.² The second explanation for the credit and asset price bubbles is bad incentives for excessive risk-taking (moral hazard), specially of banks arising from astronomical leverage and explicit and implicit government guarantees (in the extreme case it is like going to a casino to gamble and privatizing the gains but socializing to a large extent the losses, which then implies a clear, excessive gambling by the player).³

It is important to stress that depending on which one is the most important view of the determinants of excessive risk-taking, optimal public policy will be different. For example, higher bank capital requirements would have positive effects whether one subscribes to either root cause by increasing buffers in a crisis. However, it is mainly in the moral hazard view that higher capital requirements would also reduce ex-ante excessive risk-taking.

Credit (debt, leverage) booms has the strongest ex-ante correlate with the incidence of financial crises in the empirical literature

² Yet some of the fluctuations in the preferences for risk-taking can be fully rational, as in habit-formation models where good times make financial intermediaries and non-financial borrowers less risk averse, and so they search for yield with excessive risk-taking.

³ Most banks have a capital structure with more than 95% in debt (whereas the typical non-financial firm in US has less than 33%). Banks also enjoy deposit insurance, central bank liquidity and bailouts as guarantees from the taxpayers.

analyzing large historical and cross-country episodes of systemic financial crises, and conditional on a crisis occurring, it increases the negative effects on the real economy associated with the crisis. Credit booms, however, can also result from (and promote) sound economic fundamentals and, therefore, be part of the equilibrium growth path, without contributing negatively to systemic risk. For example, research has shown that since the 1970s two-thirds of the credit booms did not produce financial crises. Therefore, it is essential on real time to identify the determinants of the bad (as opposed to good) credit booms that cause financial instability.

With this caveat in mind, some key instruments to reduce excessive leverage in booms and to reduce the costs in the real economy once the crisis arrives are respectively: (i) eliminating or reducing the debt tax shields in favor of debt over equity (debt interest payments over dividends), or in buying versus renting houses (as it happened in Spain during the crisis), or by increasing bank capital as in Basel III; and (ii) loans without full recourse as in most states in US, expansive monetary policy via conventional reduction in monetary short-term interest rates and some unconventional policies such as quantitative easing and reducing long-term interest rates (these expansive monetary policies basically transfer rents from creditors to debtors), allowing loan defaults or renegotiations (including household, bank and country bankruptcy procedures, which are slowly progressing), countercyclical capital requirements (even the dynamic provisioning from Bank of Spain), and maybe potential bailouts of borrowers and lenders, though this crisis policy should be one of the last lines of defense.

It is important to stress that these policies are fiscal via changes in taxes or bailouts and more indirectly by increasing the risk of losses for central banks in some unconventional monetary policies, or by needing less taxpayer funds in case of higher bank capital (and thus higher bank buffers to withstand a crisis or a potential reduction in crises as bank shareholders lose much more in case of excessive risk).

Finally, some public policies at the level of Europe are advancing, notably the Banking Union where we have progress on reducing the risk of bailouts of banks by taxpayers by increasing bail-in principles as we saw in the resolution of the Cyprus crisis. This will reduce the diabolic loop of banks-sovereign problems. There are still limitations in the current banking union, notably on deposit insurance, whereas there has been strong progress on the ECB being the common supervisor. Moreover, there are other interesting policies in Europe. For example, the Macroeconomic Imbalance Procedure is a surveillance mechanism that aims to identify potential risks early on, prevent the emergence of harmful macroeconomic imbalances and correct the imbalances that are

already in place, notably external such as current account deficits and strong capital inflows, and internal such as excessive credit booms and real estate price acceleration.

All in all, at both the local and international level, we need better public policy – a combination of banking, macroprudential, monetary and fiscal policies – to reduce the likelihood and negative consequences of financial crises.



The Five Presidents' Report and the European Fiscal Union

Pablo Hernández de Cos
Banco de España¹

The economic crisis that began in 2007 highlighted the weaknesses of the initial institutional framework of the EMU, a fragility that was made even more explicit with the euro area sovereign debt crisis that broke out in 2010.

The economic policy response to this crisis prioritised a review of the framework of economic governance, which included, among others, a strengthening of the Stability Pact as a mechanism for budgetary discipline, the creation of a permanent instrument for crisis management, the reform of the financial supervision framework in the European Union and the agreement to advance towards a Banking Union.

More recently, in June 2015, the President of the European Commission (EC), in close cooperation with the Presidents of the European Council, the Eurogroup, the ECB and the European Parliament, presented a report outlining a roadmap towards completing the EMU ("The Five Presidents' Report"). The report stresses the need to move forward on four parallel fronts: first, towards the structural convergence of the economies of the Member States (Economic Union); second, towards a Financial Union that limits the risks to financial stability and increases risk-sharing with the private sector; third, towards a Fiscal Union, which delivers both fiscal sustainability and fiscal stabilisation; and, finally, towards a Political Union, which can give democratic legitimacy to the three unions above. They also established a timeframe for the implementation of the report, with three stages that define short- (until 2017), medium- and long-term steps (with 2025 as the target date for full development of the measures proposed in the report).

In the specific case of the Fiscal Union the report sets out a clearly defined roadmap. In the short term, in Stage 1 (from 1 July 2015 to 30 June 2017), in addition to fulfilling and maintaining responsible budgetary policies both nationally and within the EMU by fully adhering to existing rules, it proposes creating a new advisory European Fiscal Board, which would provide an independent assessment, at the European level, of adherence to national fiscal objectives. In the medium and long term (Stage 2), it advocates setting up a "common macroeconomic stabilisation function" to better deal with the countries' common and/or idiosyncratic economic shocks that cannot be managed by the automatic national stabilisers alone. The report sets out some guiding principles, namely, that it should not lead to permanent transfers between countries or transfers in one sole direction; it should not

undermine incentives for sound fiscal policy-making at the national level; it should be coherent with the general fiscal framework of the EU; and, it should not be an instrument for crisis management but rather it should prevent crises.

In the case of the Political Union the report proposes creating a euro area treasury, which would progressively assume responsibility for different aspects of its fiscal policy, so that decision-making would take on a collective character.

The EC Communication "On Steps towards Completing the Economic and Monetary Union" of October 2015, includes concrete proposals for the development of Stage 1 of the Five Presidents' Report. As regards fiscal matters, the EC calls for a specific Eurogroup debate on fiscal policy in the whole of the eurozone, it proposes improving transparency and reducing complexity in the application of the current framework of fiscal rules, and takes the decision to establish a European Fiscal Board (EFB). It will be the job of the EFB to evaluate the implementation of the EU fiscal framework, in particular the horizontal consistency of decisions and implementation of budgetary surveillance, cases of particularly serious non-compliance with the rules, and the appropriateness of the actual fiscal policy at the national and euro area levels, and to issue recommendations. The EFB should also contribute to a more informed debate on the implications of budgetary policies at euro area and national levels, with a view to achieving an adequate fiscal policy stance.

The EFB will be composed of a Chair and four members appointed by the EC for a period of three years (renewable once). In the performance of their tasks the members of the EFB should act independently and not take instructions from other EU institutions or any government of a Member State. The EFB's recommendations and assessments should be made public and its advice should be taken into account by the EC.

Thus, the fiscal initiatives as included in the Five Presidents' Report can be summarised under three main tasks: 1) improve transparency and simplify existing fiscal rules; 2) create an independent fiscal board at the European level; and, 3) promote European stabilisation mechanisms.

Although the reform of the Stability and Growth Pact undertaken during the crisis includes major improvements to the fiscal rules,

¹The opinions expressed in this article are those of the author and do not necessarily coincide with those of the Bank of Spain or the Eurosystem.

a number of weaknesses clearly remain. Specifically, the fiscal framework is now more complex, which reduces its transparency, makes it less applicable and hinders accountability, while the margin of discretion in its application remains high. As such, what is needed is to improve the clarity and reduce the complexity of the current framework. Furthermore, its credibility needs to be strengthened, endowing its application with a higher degree of automatism, based on reliable and objective fiscal indicators, compared to its current excessively discretionary application.

The creation of the EFB could help strengthen the role of the EC in its application of the framework of fiscal rules, thereby reducing the political pressure to which it is sometimes subject. However, the creation of the EFB also poses significant challenges. First, to the extent that it is an advisory body of the EC, the role of its recommendations should first be clearly established, above all in those cases when they are not fully in line with the Commission's opinion. Second, the EFB needs to establish a reputation of proven independence from the outset, given its formal and budgetary dependence on the EC, as well as the fact that the Commission will be responsible for appointing the experts, for mandates shorter than the duration of a standard legislative term.

Yet, the main limitation facing the new system of fiscal governance lies in the fact that it falls well short of being a true Fiscal Union, given that it has neither a sufficiently strong common European budget to cushion the economic impact of shocks that affect only one or a handful of countries, nor can it provide shared debt issues to help mitigate the vulnerability of individual issues when a country's market suffers a loss of confidence as occurred during the crisis.

Indeed, according to the evidence available from the United States and other federal states, many of the shocks in monetary unions are cushioned by the capital markets, while the credit markets also play an important role as a risk diversification channel. Likewise, the impact of fiscal transfers also tends to be significant although more moderate.

In the case of the eurozone countries, however, this same evidence shows that the credit channel has been the only way to cushion shocks, although this channel would have lost power when markets suffered a loss of confidence, such as those experienced during the crisis. Some studies also point to an increased role for the capital markets, which would have contributed to greater financial integration. Whatever the case, the result is that in the EMU the percentage of risk that is not shared is much higher than in other monetary unions, which is due, in part, to the absence of fiscal transfers. The development of a full banking union, with crisis management instruments to prevent the fragmentation of financial markets and promote progress in the integration of capital markets, is essential for the stability of the European project. But it would also be desirable to increase the power of the fiscal channel.

Against this backdrop, the implementation of a macroeconomic stabilisation function as suggested by the Five Presidents' report should be welcomed.

The realisation of this stabilising function remains pending. Various options have been proposed in the literature, for example, that a basic part of unemployment insurance should be financed out of the EU budget or that a system of transfers linked to output deviations with respect to the potential output should be introduced. Financing for this could be obtained through direct contributions from the Governments or using funds from specific taxes. One more step towards fiscal union would be the joint issue of some form of shared debt to help mitigate the vulnerability of individual issues to a loss of confidence as occurred during the crisis. In this sense, in the medium term, consideration has been given to the limited joint issuance of short-term debt instruments, subject to strict conditionality. In the longer term, the European Commission and the Council have considered the introduction of eurobonds, although this initiative has been strongly rejected in some countries, because it risks weakening incentives to establish disciplined fiscal policies.

In short, building a genuine fiscal union will require resolving any doubts regarding the impact of a decision taken by the EMU to share risks on the weakening of incentives to implement disciplined fiscal policies. These doubts could be answered by introducing new elements of discipline or even the possibility of the loss of sovereignty of the countries in extreme cases.

Authors

FOREMNY, DIRK obtained his Ph.D. in 2012 from the University of Bonn. His research is concerned with questions of local public finance, fiscal federalism, and political economy. After finishing his PhD he moved to the University of Barcelona and holds a research position at the Institut d'Economia de Barcelona (IEB). Since 2015, he is an Assistant Professor at the Department of Economics. His work has been published in journals such as the Journal of Public Economics, the Journal of Urban Economics, and other outlets. On the policy side, he has worked on projects for the European Commission and the OECD.

HERNÁNDEZ DE COS, PABLO is currently the Director General of Economics and Statistics and a Member of the Executive Board of the Bank of Spain, as well as Alternate to the Governor on the Governing Council of the European Central Bank. He is a member of the High Council of Statistics, a member of the Boards of Trustees of the Centre for Monetary and Financial Studies (CEMFI) and of the Foundation for Applied Economic Studies (FEDEA), as well as being a member of the Executive Board of this Foundation. Prior to this, he was Head of the Economic Policy Analysis Division of the Bank of Spain's Research Services and Chairman of the Working Group on Public Finance at the European Central Bank. In July 2013 he was appointed member of the Expert Committee for the Reform of the Spanish Tax System by the Spanish Government. Previously, he worked as an advisor to the Executive Board of the European Central Bank and in the departments of Monetary and Financial Studies and Economic Analysis and Forecasting in the Bank of Spain's Research Services. He holds a PhD in Economics from the Complutense University of Madrid, having graduated in Economics and Business Administration at CUNEF and Law at UNED. He has worked as Assistant Professor in the Department of Economics at the Universidad Carlos III of Madrid and at the Instituto de Empresa Business School. He is the author of numerous articles published in academic journals and has written widely on macroeconomic policy and structural reform, among other subjects.

PEYDRÓ, JOSÉ LUIS is Professor of Economics at the UPF, ICREA Professor, Barcelona GSE Research Professor, CREI Research Associate, and CEPR Research Fellow. His research fields are Finance and Macroeconomics. He has written a recent book on "Systemic Risk, Crises and Macroprudential Policy," published by MIT Press. He has published his research in the three main journals of Finance (Review of Financial Studies, Journal of Financial Economics and Journal of Finance), and in two of the top journals in Economics (Econometrica and American Economic Review), and has presented his research in the main universities and central banks. Professor Peydró is Associate Editor of the Review of Finance (journal of the European Finance Association) and has a Consolidator Grant from the European Research Council. He is a member of the European Systemic Risk Board's Advisory Scientific Committee, has been an advisor to the Bank of Spain's Financial Stability Department, and consulted other central banks and international organizations. He holds a PhD in Finance from INSEAD, a Master in Economics from CEMFI, and a BA in Economics from UB. He received Primer Premio Nacional by the Government of Spain in Economics in 1997.



Hacia una mayor integración europea

Dirk Foremny

Institut d'Economia de Barcelona (IEB) / Universitat de Barcelona

La reciente crisis económica y financiera, conocida como *Gran Recesión*, asestó un duro golpe a las economías europeas en 2007. Ciertamente, la severidad de esta sacudida económica ha sido enorme y, en parte, inesperada. La crisis financiera, causada por una acumulación de desequilibrios financieros, se tradujo luego en una crisis de la deuda soberana en Europa: se creó una situación en que la deuda pública de ciertos países europeos alcanzó niveles claramente insostenibles y los diferenciales de rendimiento se ampliaron rápidamente. Estos acontecimientos pillaron desprevenida a una Unión Europea que, por primera vez, experimentaba las consecuencias directas de las imperfecciones de la integración europea, acumuladas durante las décadas precedentes. Así pues, en unas circunstancias que exigían respuestas rápidas, la reacción de Europa fue lenta, frenada por las deficiencias institucionales.

Y esa lenta reacción, precisamente, puede considerarse una de las causas de que a la eurozona le fuera peor que a los Estados Unidos. Al otro lado del Atlántico, la rápida y decisiva actuación de las autoridades monetarias y fiscales respaldó la recuperación. En cambio, Europa quedó sumida en la crisis, con unas instituciones poco preparadas para semejante sacudida económica. La descoordinación generalizada, los "spillovers" entre países con reacciones individualistas, la falta de normativa común en el sector bancario y un sistema fiscal con un grado de formalización muy débil aceleraron la crisis y, en parte, son responsables de la demora en la recuperación europea con respecto a los Estados Unidos, o incluso de la eurozona con respecto al Reino Unido.

El principal problema era que los países de la zona euro tenían clara la necesidad de reformas, pero consensuar las reformas adecuadas no era fácil. La enfermedad ya estaba diagnosticada, pero el tratamiento era (y sigue siendo) controvertido. Ahora bien, hay que admitir que la falta de consenso no era un problema exclusivo de los políticos: los economistas estaban también sumidos en un debate sobre las políticas que había que aplicar y no lograban ponerse de acuerdo.

Sin embargo, si puede extraerse algo positivo de todo ello es que por fin se han destapado las deficiencias de la Unión Europea y, en concreto, de la eurozona. Como respuesta, se ha iniciado un debate sobre el grado de federalismo que necesita la Unión Europea y, sobre todo, la eurozona; un debate importante que llega con mucho retraso. En realidad, la Gran Recesión ha puesto sobre la mesa que el futuro de la Unión Europea será federal. De hecho, la ausencia de estructura federal o confederal y de soberanía europea explica por qué las instituciones de la Unión Europea siempre han acusado ciertas debilidades.

En estos momentos, superado lo peor de la crisis, hay que diseñar las políticas y el sistema de gobierno fiscal que reduzca la probabilidad de que las situaciones vividas vuelvan a repetirse. Este IEB Report, pues, se centra en la coordinación de políticas supranacionales y, en concreto, en la creación de una unión bancaria y fiscal, lo que representa un claro movimiento hacia la centralización de ciertas áreas políticas a nivel europeo.

En primer lugar, José Luis Peydró presenta los beneficios y los costes fiscales de las políticas bancarias y monetarias, e identifica la importancia de los mecanismos de prevención para reducir la probabilidad de crisis. Su contribución insiste en el papel de la unión bancaria para mantener la estabilidad económica y destaca el papel del procedimiento de desequilibrio macroeconómico para evitar futuras crisis. Este mecanismo forma parte de la gobernanza económica de la Unión, implementada por la Comisión Europea, y su objetivo es identificar y corregir los desequilibrios entre los Estados miembros que impiden el correcto funcionamiento de sus economías.

El siguiente artículo lo firma Pablo Hernández de Cos y subraya las propuestas específicas para completar la unión económica y monetaria europea según se presentó en el verano de 2015 en el *Informe de los cinco presidentes*. Este documento hace hincapié en el papel que debería tener una unión fiscal, considerada fundamental para la sostenibilidad y la estabilización fiscal.

Mejorar las instituciones a nivel europeo puede exigir una ampliación presupuestaria, pero deberían poder aplicarse numerosas políticas sin incrementar sustancialmente el gasto supranacional. Ahora bien, a estas alturas del proceso, una mayor integración debería entenderse como una mayor mutualización de los intereses y preocupaciones compartidas, y no tanto de la deuda o el gasto. Necesaria e inevitablemente, esto requiere de la creación de una unión política para asegurar la legitimidad democrática de toda acción política que se emprenda a nivel europeo.

La ciudadanía europea en realidad no se opone a una mayor coordinación política, a pesar del reciente repunte del euroescepticismo en algunos países. En realidad, el Eurobarómetro de noviembre de 2015 revelaba que el 71% de los encuestados reconocía que las reformas económicas serían más efectivas si se pusieran en práctica de forma coordinada en toda la Unión. Sin embargo, que los políticos europeos reconozcan esa necesidad — que implica ceder soberanía— ya es harina de otro costal.



Crisis financieras: beneficios y costes fiscales de las políticas bancarias y monetarias

José Luis Peydró
ICREA-UPF, CREI, Barcelona GSE

En 2007 Estados Unidos y Europa occidental fueron aplastados por una crisis financiera sistémica (sobre todo bancaria), a la que le siguió una severa recesión económica. Pero no era la primera vez que se vivía esa secuencia de acontecimientos: las crisis financieras son fenómenos sistémicos recurrentes, que suelen derivar en recesiones de largo alcance con una importante reducción de los niveles de empleo y de bienestar. En realidad, las crisis financieras sistémicas no suelen ser acontecimientos aleatorios ocasionados por acontecimientos exógenos. Tienden a producirse tras períodos con un rápido aumento del crédito y otros desequilibrios financieros, como burbujas inmobiliarias e importantes entradas de capital. En caso de una crisis financiera, esta expansión del endeudamiento *ex-ante* se asocia a costes sistémicos *ex-post* más elevados, tanto dentro del sector financiero (quiebras bancarias, entre otros) como en la economía en general (cifras elevadas de desempleo o pobreza, amplios costes fiscales e incluso extremismo político, entre otros). Por todo ello, es importante que las personas que están tras el diseño de las políticas, los académicos e incluso la ciudadanía comprendan los determinantes de las crisis financieras sistémicas, sus consecuencias y cómo las políticas públicas pueden mejorar su probabilidad y sus costes.

Este documento presenta un breve resumen de algunos de los beneficios y costes fiscales de ciertas políticas monetarias y bancarias (incluidas las macroprudenciales) que se exponen en el libro *Systemic Risk, Crises and Macroprudential Policy*, escrito por Xavier Freixas, Luc Laeven y por mí mismo, y publicado el año pasado por MIT Press. Un mensaje clave que quiero expresar es que para limitar los efectos del riesgo sistémico es fundamental que se reduzca el excesivo endeudamiento en los ciclos expansivos, tanto sus niveles como su aceleración (cabe destacar que en España se acerca al 400% del PIB y al -100% con respecto a su posición de inversión internacional neta). También es importante que se reduzcan los costes que representa para la economía el excesivo endeudamiento en épocas de crisis, lo que se conoce como *sobreendeudamiento* (sobre todo porque la deuda, especialmente en España, es en buena parte no contingente, por lo que los impagos y las renegociaciones son difíciles). Es preciso hacer hincapié en que la deuda pública no suele estar entre las causas de las crisis financieras, sino que es más una consecuencia. Por ende, la aceleración del endeudamiento que conduce a las crisis se debe a la deuda privada. Ahora bien, sí es cierto que los niveles demasiado elevados de deuda pública en las crisis (en apoyo de la economía y el sistema financiero) pueden redundar en unos costes excesivos, incluido el desplazamiento de la inversión privada.

Dado que las crisis sistémicas surgen a raíz de desequilibrios en el sector financiero (especialmente por la explosión del apalancamiento), es fundamental que las políticas públicas se fijen como objetivo evitar los riesgos excesivos (en lugar de limitarse a la resolución y gestión de las crisis *a posteriori*); en concreto, con políticas bancarias y macroprudenciales¹. Asimismo, el riesgo sistémico suele achacarse a ciertas decisiones en relación con riesgos correlacionados tomadas por intermediarios financieros individuales y por prestatarios no financieros (riesgos sistémicos endógenos); no se debe, pues, a riesgos ajenos al sistema financiero (riesgos exógenos). Por ello, en situación de crisis, las intervenciones *ex-post* —como las inyecciones de liquidez de los bancos centrales mediante políticas monetarias expansivas o recapitalizaciones públicas (rescates)— no atajan de raíz la causa de la crisis sistémica e incluso pueden hacer que se asuman aún más riesgos *ex-ante*, por el riesgo moral, incrementando así la probabilidad de crisis financiera. Las políticas *ex-post* son importantes para la liquidez y la capitalización de las entidades financieras (bancos) y los prestatarios no financieros (hogares y empresas), el flujo de crédito de la economía real y los precios de los activos en épocas de crisis; sin embargo, en períodos de expansión la política macroprudencial debería ser una línea de defensa básica para combatir el riesgo sistémico.

Para el diseño de políticas es fundamental comprender, antes que nada, por qué se produce esa acumulación endógena excesiva de deuda en el sector financiero y en prestatarios no financieros. Básicamente se debe a dos razones. En primer lugar, en épocas de expansión económica se aceptan demasiados riesgos, sobre todo los agentes que se dejan llevar por la *behavioral finance* (hogares, bancos y empresas). Es decir, las personas experimentamos una cierta irracionalidad (por ejemplo, somos demasiado optimistas) cuando las cosas van bien, ignoramos los riesgos de cola (*tail risks*) o demostramos tener poca memoria sobre las crisis anteriores². En segundo lugar, otra explicación para las burbujas de crédito y de valoración de los activos son los incentivos inadecuados para que se asuma un riesgo excesivo (riesgo moral), especialmente por parte de bancos, con un apalancamiento espectacular y garantías públicas implícitas y explícitas. Estableciendo una comparación

¹ El riesgo sistémico es el riesgo de amenazas a la estabilidad financiera que afecta al funcionamiento de una gran parte del sistema financiero con efectos desfavorables significativos sobre la economía general. La política macroprudencial limita el riesgo sistémico a lo largo del ciclo financiero y adopta incluso un papel preventivo para la acumulación de riesgo sistémico.

² Ahora bien, algunas de las fluctuaciones en las preferencias de riesgo pueden ser completamente racionales. Esto se ve, por ejemplo, en los modelos de formación de hábitos, en que los buenos tiempos hacen que los intermediarios financieros y los prestatarios no financieros muestren una menor aversión al riesgo y apuesten por el rendimiento asumiendo riesgos excesivos.

extrema, es como ir a un casino a apostar y privatizar las ganancias, pero socializar las pérdidas ampliamente, lo que implica claramente un riesgo excesivo para los jugadores³.

Es importante recalcar que según la visión sobre lo que lleva a sumir riesgos excesivos, la política pública óptima será una u otra. Por ejemplo, fijar mayores exigencias de capitalización para los bancos tendría efectos positivos con independencia de la causa que se elija, porque se aumentarían las reservas en tiempos de crisis. No obstante, estas mayores prescripciones de capital reducirían la aceptación de riesgos excesiva *ex-ante* sobre todo en lo referente al riesgo moral.

En la literatura empírica que analiza amplios episodios históricos de crisis financieras sistémicas en distintos países, la expansión del crédito (deuda, apalancamiento) es el indicador con una mayor correlación *ex-ante* con la incidencia de crisis financieras; además, en tiempos de crisis, aumentan los efectos negativos en la economía real asociados con la crisis. Ahora bien, la expansión del crédito también puede derivarse de sólidos valores económicos (y producirlos) y, por tanto, formar parte de la senda que lleva a un crecimiento en equilibrio, sin contribuir negativamente al riesgo sistémico. Por ejemplo, al analizar los datos desde la década de 1970, se ha demostrado que dos tercios de los *booms* de crédito no derivaron en crisis financieras. Así pues, es fundamental identificar a tiempo real los determinantes de los *booms* de crédito negativos que causan inestabilidad financiera, en oposición a los positivos.

Con esta salvedad en mente, existen ciertos instrumentos clave que pueden reducir el apalancamiento excesivo durante las fases de expansión y reducir los costes para la economía real en época de crisis. Por un lado, se pueden eliminar o reducir los escudos fiscales al endeudamiento en favor del pasivo sobre el activo (pago de intereses de deuda con respecto a los dividendos) o en favor de la compra de vivienda con respecto al alquiler (lo que sucedió en España durante la crisis), o se puede incrementar la capitalización bancaria siguiendo los preceptos de Basilea III. Por otro lado, se puede optar por los préstamos con dación en pago, como se hace en la mayoría de los Estados Unidos. Se pueden también poner en práctica políticas monetarias expansivas, mediante una reducción convencional de los tipos de interés monetarios a corto plazo y ciertas políticas no convencionales, como la flexibilización cuantitativa y la reducción de los tipos de interés a largo plazo (las políticas monetarias expansivas básicamente transfieren las

rentas de los acreedores a los deudores). Se pueden también tener en cuenta las moras o renegociaciones de préstamos (incluidos los procedimientos de declaración de quiebra de países, bancos y hogares, que poco a poco van avanzando). Y se puede también optar por políticas de capitalización anticíclicas (como el sistema de provisión dinámica del Banco de España), y quizá contemplar también potenciales rescates de prestamistas y prestatarios, si bien esta política de crisis debería ser una de las últimas líneas de defensa.

Es importante destacar que se trata de políticas fiscales, mediante cambios impositivos, o rescates. Más indirectamente, en ciertas políticas monetarias no convencionales, se incrementa el riesgo de pérdidas para los bancos centrales o se reducen los fondos procedentes de los contribuyentes en caso de mayores capitalizaciones bancarias (y, en consecuencia, mayores reservas bancarias para hacer frente a una crisis o a una reducción potencial en período de crisis, dado que los accionistas del banco pierden mucho más en caso de riesgo excesivo).

Finalmente, quisiera mencionar asimismo que se está avanzando en ciertas políticas públicas de ámbito europeo, destacando especialmente la unión bancaria, que implica avances en la reducción del riesgo de rescate de bancos para los contribuyentes, aumentando los principios de recapitalización interna (*bail-in*), como ya se vio en la resolución de la crisis de Chipre. Esto reducirá el bucle diabólico del problema de los bancos con la deuda soberana. Si bien subyacen todavía ciertas limitaciones en la actual unión bancaria —especialmente en lo relativo al seguro de depósitos—, se ha avanzado mucho con el BCE como supervisor común. Además, en Europa hay otras políticas interesantes. Por ejemplo, el procedimiento de desequilibrio macroeconómico es un mecanismo de vigilancia para detectar riesgos potenciales en una fase más temprana, prevenir los desequilibrios macroeconómicos negativos y corregir los existentes, sobre todo los externos, tales como los déficits por cuenta corriente y las fuertes entradas de capital, pero también los internos, como el aumento inadecuado de los créditos y la aceleración de los precios del inmobiliario.

En definitiva, tanto en el ámbito local como en el internacional, si queremos reducir la probabilidad y las consecuencias negativas de las crisis financieras, precisamos mejores políticas públicas, con una combinación de políticas bancarias, macroprudenciales, monetarias y fiscales.

³ La mayoría de los bancos tienen una estructura de capital con más del 95% de deuda (mientras que la típica empresa no financiera estadounidense tiene menos de un 33%). Los bancos también cuentan con seguros de depósitos, con la liquidez de los bancos centrales y con los rescates como garantías para los contribuyentes.



El informe de los cinco presidentes y la unión fiscal europea

Pablo Hernández de Cos
Banco de España¹

La crisis económica iniciada en 2007 puso de manifiesto las fragilidades del marco institucional inicial de la UEM, que se evidenciaron de una forma más explícita con la crisis de deuda soberana en el área del euro que se inició en 2010.

La respuesta de política económica a esta crisis priorizó una revisión del marco de gobernanza económica, que incluyó, entre otros, un reforzamiento del Pacto de Estabilidad, como mecanismo de disciplina presupuestaria, la creación de un instrumento permanente de gestión de crisis, la reforma del marco de supervisión financiera en la Unión Europea y el acuerdo para avanzar en una Unión Bancaria.

Más recientemente, en junio de 2015, el presidente de la Comisión Europea (CE), en estrecha cooperación con los presidentes del Consejo Europeo, del Eurogrupo, del BCE y del Parlamento Europeo, presentó un informe relativo a una hoja de ruta que conduzca a la plena realización de la UEM (*Informe de los cinco Presidentes*). El Informe destaca que resulta necesario avanzar en cuatro frentes en paralelo. En primer lugar, en la convergencia en la estructura de las economías de los Estados miembros (Unión Económica). En segundo lugar, hacia una Unión Financiera que limite los riesgos sobre la estabilidad financiera y aumente el reparto de riesgos con el sector privado. En tercer lugar, hacia una Unión Presupuestaria, que proporcione sostenibilidad y estabilización presupuestaria. Y, por último, hacia una Unión Política, que legitime democráticamente estas tres uniones. Además, establecen un calendario de implementación del informe, con tres etapas que definen pasos en el corto plazo (hasta 2017) y en el medio y largo plazo (con 2025 como fecha objetivo para el pleno desarrollo de las medidas propuestas en el *Informe*).

En el caso particular de la "Unión Presupuestaria" el informe establece una hoja de ruta concreta. A corto plazo, en una primera etapa (del 1 de julio de 2015 al 30 de junio de 2017), además de lograr y mantener unas políticas presupuestarias responsables a nivel nacional y de la UEM mediante la aplicación plena de las reglas ya existentes, se propone la creación de un Consejo Fiscal Europeo Consultivo, que proporcionaría un análisis independiente, a nivel europeo, del cumplimiento de los objetivos presupuestarios nacionales. A medio y largo plazo (segunda etapa), abogan por el establecimiento de una "función común de estabilización macroeconómica", para hacer frente a las perturbaciones económicas comunes y/o idiosincrásicas de los países, más allá

de la respuesta que proporcionan los estabilizadores automáticos nacionales. El *Informe* establece algunos principios rectores, a saber, que no dé lugar a transferencias permanentes entre países o a transferencias en una sola dirección únicamente, que no mine los incentivos para la conducción de políticas fiscales nacionales saneadas, que sea coherente con el marco presupuestario general de la UE, y que no sea un instrumento de gestión de crisis sino de prevención de las mismas.

En el ámbito de la Unión Política se plantea la creación de un Tesoro del área del euro, que iría asumiendo progresivamente la responsabilidad sobre diferentes aspectos de la política fiscal, para los cuales la toma de decisiones pasaría a tener un carácter conjunto y compartido.

La Comunicación de la CE sobre "Medidas destinadas a realizar la Unión Económica y Monetaria" de octubre de 2015, incluye propuestas concretas para el desarrollo de la primera etapa del *Informe de los Cinco Presidentes*. En el ámbito presupuestario, la CE aboga por un debate específico del Eurogrupo sobre la política fiscal de la zona del euro en su conjunto, propone mejorar la transparencia y reducir la complejidad en la aplicación del marco actual de reglas fiscales, y toma la decisión de establecer un Comité Fiscal Europeo (CFE). El CFE deberá evaluar la aplicación del marco fiscal de la UE, en particular en lo que respecta a la coherencia horizontal de las decisiones y la ejecución de la supervisión presupuestaria, los casos de incumplimiento especialmente grave de las normas, y la adecuación de la política fiscal a nivel nacional y de la UEM, y emitir recomendaciones. El CFE también deberá contribuir al debate sobre las implicaciones de las políticas presupuestarias en la UEM y a nivel nacional, aconsejando sobre la adecuación del tono de la política fiscal.

El CFE estará compuesto por un Presidente y otros cuatro miembros, nombrados por la CE por un periodo de tres años ampliable a uno más. En el ejercicio de sus funciones los miembros del CFE actuarán con independencia y no aceptarán instrucciones de otras instituciones de la Unión ni de los gobiernos de los Estados miembros. Los consejos y evaluaciones del CFE se harán públicos y la CE deberá tener en cuenta el asesoramiento del CFE.

Por lo tanto, las iniciativas del *Informe de los Cinco Presidentes* en materia presupuestaria se pueden resumir en tres: 1) mejorar la transparencia y simplificar las reglas fiscales existentes; 2) crear

¹ Las opiniones que aparecen en este artículo son responsabilidad del autor y, por tanto, no necesariamente coinciden con los del Banco de España o los del Eurosistema.

un consejo fiscal independiente a nivel europeo; 3) avanzar en mecanismos de estabilización europeos.

En relación con el marco de reglas fiscales, aunque la reforma del Pacto de Estabilidad y Crecimiento acometida durante la crisis incluye importantes mejoras, no pueden obviarse algunas debilidades. En particular, este es ahora más complejo, lo que reduce su transparencia y aplicabilidad y dificultar la rendición de cuentas, y el margen de discrecionalidad en su aplicación sigue siendo elevado. Por lo tanto, sería necesario mejorar la claridad y reducir la complejidad del marco actual. Además, debería reforzarse su credibilidad, dotando de mayor automatismo su aplicación, sobre la base de indicadores presupuestarios fiables y objetivos, frente a la aplicación excesivamente discrecional actual.

En relación con la creación del CFE, este podría permitir reforzar el papel de la CE en la aplicación del marco de reglas fiscales, rebajando la presión política a que esta se ve, en ocasiones, sometida. No obstante, la creación del CFE plantea también retos significativos. En primer lugar, en la medida en que es un órgano consultivo de la Comisión Europea, deberá perfilarse adecuadamente cuál es el papel de sus recomendaciones, en particular en el caso de que no se encuentren totalmente en línea con la opinión de la Comisión. En segundo lugar, el CFE deberá forjarse una reputación de independencia contrastada desde el principio, dada su dependencia formal y presupuestaria con respecto a la Comisión Europea, así como el hecho de que será la Comisión la encargada del nombramiento de los expertos, por mandatos inferiores a la duración de una legislatura estándar.

En todo caso, la mayor limitación de la nueva gobernanza fiscal reside en el hecho de que esta 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 ayude a mitigar la vulnerabilidad de las emisiones individuales ante procesos de pérdida de confianza como los experimentados a lo largo de la crisis.

En efecto, de acuerdo con la evidencia disponible para Estados Unidos y otros estados federales, una buena parte de las perturbaciones en las uniones monetarias se ven amortiguadas por los mercados de capitales y los mercados de crédito también desempeñan un papel relevante como canal de diversificación del riesgo. Por su parte, el impacto de las transferencias fiscales tiende a ser también significativo aunque más moderado.

En el caso de los países de la zona del euro, sin embargo, esa misma evidencia muestra que el canal crediticio ha constituido la única vía para amortiguar perturbaciones entre los países, si bien

este canal habría perdido potencia en una situación de pérdida de confianza, como la vivida durante la crisis. Algunos trabajos sugieren también un incremento del papel de los mercados de capital, a lo que habría contribuido una mayor integración financiera. En todo caso, el resultado es que en la UEM el porcentaje de riesgo que no se comparte o mutualiza es mucho más elevado que en otras uniones monetarias, lo que se debería, en parte, a la ausencia de transferencias fiscales. El desarrollo de una unión bancaria completa, con instrumentos de gestión de crisis que eviten la fragmentación de los mercados financieros y favorezcan avances en la integración de los mercados de capital, constituye un elemento esencial para la estabilidad del proyecto europeo. Pero también sería deseable aumentar la potencia del canal fiscal. En este contexto, la puesta en marcha de una función de estabilización macroeconómica que sugiere el *Informe de los Cinco Presidentes* debe valorarse positivamente.

Queda ahora pendiente la concreción de esta función estabilizadora. Diversas opciones se han planteado en la literatura, como, por ejemplo, la creación de un tramo del seguro de desempleo financiado con el presupuesto europeo o de un sistema de transferencias vinculadas a las desviaciones del producto respecto a su nivel potencial. Su financiación podría realizarse mediante aportaciones directas de los Gobiernos o con fondos procedentes de impuestos específicos. Un paso más avanzado en el terreno de la unión fiscal es la emisión conjunta de algún tipo de deuda compartida que ayude a mitigar la vulnerabilidad de las emisiones individuales ante procesos de pérdida de confianza como los experimentados a lo largo de la crisis. En este sentido, a medio plazo se ha contemplado la posibilidad de emisión conjunta de instrumentos de deuda de corto plazo, de manera limitada y sometida a condicionalidad estricta. Más a largo plazo, la Comisión Europea y el Consejo han considerado la introducción de eurobonos, aunque esta iniciativa plantea un fuerte rechazo en algunos países, por el riesgo de debilitamiento de los incentivos a establecer políticas fiscales disciplinadas que podría conllevar.

En definitiva, afrontar una unión fiscal verdadera exigirá 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 resolverse con la introducción de nuevos elementos de disciplina o incluso la posibilidad de pérdida de soberanía de los países en casos extremos.

Autores

FOREMNY, DIRK se doctoró en la University of Bonn en 2012. Su actividad investigadora está relacionada con las finanzas públicas locales, el federalismo fiscal y la economía política. Después de obtener el doctorado empezó a trabajar en la Universitat de Barcelona, donde ocupa un puesto de investigación en el Institut d'Economia de Barcelona (IEB). Desde el 2015, es Profesor Lector del Departamento de Economía. Su trabajo ha sido publicado en revistas especializadas como Journal of Public Economics, Journal of Urban Economics, y otros medios. También ha trabajado en proyectos de la Comisión Europea y la OCDE.

HERNÁNDEZ DE COS, PABLO es actualmente Director General de Economía y Estadística y miembro de la Comisión Ejecutiva del Banco de España así como Alterno al Gobernador en el Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo. Es también miembro del Consejo Superior de Estadística, así como de los Patronatos del Centro de Estudios Monetarios y Financieros (CEMFI) y de FEDEA, siendo también miembro de la Comisión Ejecutiva de esta Fundación. Con anterioridad, fue Jefe de la División de Análisis de Políticas Económicas del Servicio de Estudios del Banco de España y 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. Previamente, trabajó como asesor del Consejo Ejecutivo del Banco Central Europeo y como titulado del Servicio de Estudios del Banco de España en sus departamentos de Estudios Monetarios y Financieros y de Coyuntura y Previsión Económica. Doctor en Ciencias Económicas por la Universidad Complutense de Madrid, licenciado en Ciencias Económicas y Empresariales por C.U.N.E.F. y licenciado en derecho por la U.N.E.D., ha sido también profesor asociado del Departamento de Economía de la Universidad Carlos III de Madrid y del Instituto de Empresa. Es autor de numerosos artículos en revistas académicas y de divulgación sobre políticas macroeconómicas y reformas estructurales, entre otros

PEYDRÓ, JOSÉ LUIS es catedrático de Economía en la UPF, profesor de investigación de ICREA y de la Barcelona GSE, investigador asociado del CREI y Research Fellow del CEPR. Centra sus líneas de investigación en las finanzas y la macroeconomía. Recientemente ha escrito el libro Systemic Risk, Crises and Macroprudential Policy, publicado por MIT Press. Ha publicado en las tres revistas más importantes del sector financiero (Review of Financial Studies, Journal of Financial Economics y Journal of Finance) y en dos de las principales de economía (Econometrica y American Economic Review), y ha presentado sus investigaciones en las principales universidades y bancos centrales. José Luis Peydró es también Associate Editor de la Review of Finance (publicación de la European Finance Association) y le han concedido la subvención Consolidator Grant del European Research Council. Es miembro del Comité Científico Asesor del European Systemic Risk Board, ha sido asesor del Departamento de Estabilidad Financiera del Banco de España y ha asesorado asimismo a distintos bancos centrales y organismos internacionales. Es doctor en Finanzas por INSEAD, máster en Economía por el CEMFI y licenciado en Economía por la UB, y en 1997 le distinguieron con el Primer Premio Nacional de Fin de Carrera del Gobierno de España para Economía.



Cap a una major integració europea

Dirk Foremny

Institut d'Economia de Barcelona (IEB) / Universitat de Barcelona

L'any 2007 les economies europees van rebre un cop molt fort amb la crisi econòmica i financera, la coneguda com a *Gran Recessió*. Certament, la severitat d'aquesta sacsejada econòmica ha estat enorme i, en part, inesperada. La crisi financera, causada per una acumulació de desequilibris financers, es va traduir després en una crisi del deute sobirà a Europa: es va crear una situació en què el deute públic de certs països europeus va assolir nivells clarament insostenibles i els diferencials de rendiment es van ampliar ràpidament. Aquests esdeveniments van agafar desprevinguda una Unió Europea que, per primera vegada, experimentava les conseqüències directes de les imperfeccions de la integració europea acumulades en les dècades precedents. Amb unes circumstàncies que exigien respostes ràpides, la reacció d'Europa va ser lenta, frenada per les deficiències institucionals.

I aquesta reacció lenta, precisament, es pot considerar una de les raons perquè a la zona de l'euro els resultats fossin pitjors que als Estats Units. A l'altre costat de l'Atlàntic, la ràpida i decisiva actuació de les autoritats monetàries i fiscals va acompanyar la recuperació. En canvi, Europa va quedar sumida en la crisi, amb unes institucions poc preparades per a una sacsejada econòmica com aquella. La descoordinació generalitzada, els "spillovers" entre països amb reaccions individualistes, la manca de normativa comuna en el sector bancari i un sistema fiscal amb un grau de formalització molt feble van accelerar la crisi i, en part, són responsables del retard en la recuperació europea pel que fa als Estats Units, o fins i tot de la zona de l'euro respecte del Regne Unit.

El principal problema era que els països de la zona de l'euro tenien clara la necessitat de reformes, però consensuar aquelles reformes no era tan senzill. El diagnòstic de la malaltia ja estava fet, però el tractament era controvertit (i ho continua sent). Ara bé, cal dir que la manca de consens no era un problema exclusiu dels polítics: els economistes estaven també sumits en un debat sobre les polítiques que calia aplicar i no aconseguien treure'n l'aigua clara.

Tanmateix, sí que se n'ha tret alguna cosa positiva, de tot plegat, i és que per fi han sortit a la llum les deficiències de la Unió Europea i, en concret, de la zona de l'euro. A partir d'aquí, s'ha endegat un debat sobre el grau de federalisme necessari a la Unió Europea i, sobretot, a la zona de l'euro; i és un debat important, però arriba amb molt de retard. En realitat, la Gran Recessió ha posat sobre la taula que el futur de la Unió Europea serà federal. De fet, l'absència d'estructura federal o confederal i l'absència de sobirania europea expliquen per què les institucions de la Unió Europea sempre han tingut determinades febleses.

A hores d'ara, superat el pitjor de la crisi, cal dissenyar les polítiques i el sistema de govern fiscal que redueixi la probabilitat que les situacions viscudes es tornin a reproduir. Aquest IEB Report se centra, doncs, en la coordinació de polítiques supranacionals i, en concret, en la creació d'una unió bancària i fiscal, en un clar moviment cap a la centralització de certes àrees polítiques a nivell europeu.

En primer lloc, José Luis Peydró presenta els beneficis i els costos fiscals de les polítiques bancàries i monetàries, i identifica la importància dels mecanismes de prevenció per reduir la probabilitat de crisi. La seva contribució insisteix en el paper de la unió bancària per mantenir l'estabilitat econòmica i destaca el paper del procediment de desequilibri macroeconòmic per evitar futures crisis. Aquest mecanisme forma part de la governança econòmica de la Unió Europea, posada en pràctica per la Comissió Europea, i el seu objectiu és identificar i corregir els desequilibris entre els Estats membres que a hores d'ara posen pals a les rodes al funcionament de les economies europees.

El següent article el signa Pablo Hernández de Cos i destaca les propostes específiques per completar la unió econòmica i monetària europea, segons es va presentar en *l'Informe dels cinc presidents* l'estiu de 2015. Aquest document destaca el paper que hauria de tenir una unió fiscal, considerada fonamental per a la sostenibilitat i l'estabilització fiscal.

Millorar les institucions d'àmbit europeu pot exigir una ampliació pressupostària, però també s'haurien de poder aplicar nombroses polítiques sense incrementar substancialment la despesa supranacional. Ara bé, en aquest moment del procés, l'augment de la integració s'hauria d'entendre com una mutualització més àmplia dels interessos i les preocupacions que es tenen en comú, i no tant del deute o la despesa. Necessàriament i inevitablement, això exigeix la creació d'una unió política per assegurar la legitimitat democràtica de tota acció política que s'empregui en l'àmbit europeu.

La ciutadania europea en realitat no s'oposa a l'augment de la coordinació política, tot i el recent repunt de l'euroescepticisme en alguns països. En realitat, l'Eurobaròmetre de novembre de 2015 revelava que el 71% dels enquestats reconeixia que les reformes econòmiques serien més efectives si es possessin en pràctica de forma coordinada arreu de la Unió. Ara bé, que els polítics europeus reconeguin aquesta necessitat —amb la pèrdua de sobirania que implica— ja és una altra història.



Crisis financeres: beneficis i costos fiscals de les polítiques bancàries i monetàries

José Luis Peydró
ICREA-UPF, CREI, Barcelona GSE

L'any 2007 els Estats Units i l'Europa occidental van ser devastats per una crisi financera sistèmica (sobretot bancària), a la qual li va seguir una greu recessió econòmica. Però no era la primera vegada que es vivia aquesta seqüència d'esdeveniments: les crisis financeres són fenòmens sistèmics recurrents, que solen conduir a recessions de llarga durada amb una important reducció dels nivells d'ocupació i de benestar. En realitat, les crisis financeres sistèmiques no solen ser esdeveniments aleatoris ocasionats per esdeveniments exògens. Normalment s'esdevenen després de períodes en què coincideixen un ràpid augment del crèdit i d'altres desequilibris financers, com ara bombolles immobiliàries i importants entrades de capital. En cas d'una crisi financera, aquesta expansió de l'endeutament *ex-ante* s'associa amb costos sistèmics *ex-post* més elevats, tant dins del sector financer (fallides bancàries, entre d'altres) com en l'economia en general (xifres elevades d'atur o pobresa, importants costos fiscals, i fins i tot extremisme polític, entre d'altres). Per tot plegat, és important que les persones que dissenyen les polítiques, els acadèmics i fins i tot la ciutadania comprenguin els determinants de les crisis financeres sistèmiques, les seves conseqüències i que les polítiques públiques poden millorar la probabilitat i els costos d'aquestes crisis.

Aquest document presenta un breu resum d'alguns dels beneficis i costos fiscals de certes polítiques monetàries i bancàries (incloses les macroprudencials) que s'exposen en el llibre *Systemic Risk, Crises and Macroprudential Policy*, escrit per Xavier Freixas, Luc Laeven i per mi mateix, i publicat l'any passat per MIT Press. Un missatge clau que vull expressar aquí és que per limitar els efectes del risc sistèmic és fonamental que es redueixi l'excessiu endeutament en els cicles expansius, tant pel que fa als nivells com a l'acceleració (cal destacar que a Espanya s'acosta al 400% del PIB i al -100% de la posició d'inversió internacional neta). També és important que es redueixin els costos que representa per a l'economia l'excessiu endeutament en èpoques de crisi, el que es coneix com a *sobreendeutament* (sobretot perquè el deute, especialment a Espanya, sol ser no contingent, fet que en dificulta els impagaments i les renegociacions). Per tot plegat, cal dir que el deute públic no sol estar entre les causes de les crisis financeres, sinó que n'és més aviat una conseqüència. De fet, l'acceleració de l'endeutament que condueix a les crisis es deu al deute privat. Ara bé, sí que és cert que els nivells massa elevats de deute públic en època de crisi (en suport de l'economia i el sistema financer) es poden traduir en uns costos excessius i poden arribar fins i tot a desplaçar la inversió privada.

Atès que les crisis sistèmiques sorgeixen de desequilibris en el sector financer (especialment per l'explosió del palanquejament),

és fonamental que les polítiques públiques es fixin com a objectiu evitar els riscos excessius (en lloc de limitar-se a la resolució i gestió de les crisis a posteriori); en concret, es poden preveure polítiques bancàries i macroprudencials. De fet, el risc sistèmic se sol atribuir a certes decisions en relació amb riscos correlacionats que prenen intermediaris financers individuals i prestataris no financers (riscos sistèmics endògens); no es deu, doncs, a riscos aliens al sistema financer (riscos exògens). Per això, en situació de crisi, les intervencions *ex-post* —com ara les injeccions de liquiditat dels bancs centrals mitjançant polítiques monetàries expansives o recapitalitzacions públiques (rescats)— no arrenquen de soca-rel la causa de la crisi sistèmica i fins i tot poden fer que s'assumeixin encara més riscos *ex-ante*, pel risc moral, incrementant així la probabilitat de crisi financera. Les polítiques *ex-post* són importants per a la liquiditat i la capitalització de les entitats financeres (bancs) i els prestataris no financers (llars i empreses), el flux de crèdit de l'economia real i els preus dels actius en èpoques de crisi. Tanmateix, en períodes d'expansió, la política macroprudencial hauria de ser una línia de defensa bàsica per combatre el risc sistèmic.

A l'hora de dissenyar les polítiques més adients el primer que cal fer és comprendre per què es produeix aquesta acumulació endògena excessiva de deute en el sector financer i en prestataris no financers. Bàsicament es deu a dues raons. En primer lloc, en èpoques d'expansió econòmica s'accepten massa riscos, sobretot els agents que es deixen portar per la *behavioral finance* (llars, bancs i empreses). És a dir, les persones experimentem una certa irracionalitat (per exemple, som massa optimistes) quan les coses van bé, ignorem els riscos de cua (*tail risks*) o demostrem tenir molt mala memòria pel que fa a les crisis anteriors. En segon lloc, una altra explicació per a les bombolles de crèdit i de valoració dels actius són els incentius inadequats perquè s'assumeixi un risc excessiu (risc moral), especialment per part de bancs, amb un palanquejament espectacular i garanties públiques implícites i explícites. Establir una comparació extrema, és com anar a un casino a apostar i privatitzar els guanys, però socialitzar les pèrdues àmpliament, fet que implica clarament un risc excessiu per als jugadors.

És important insistir que segons la visió sobre el que ens porta a assumir riscos excessius, la política pública òptima serà una o serà una altra. Per exemple, imposar més exigències de capitalització per als bancs tindria efectes positius amb independència de la causa que es trïi, perquè s'augmentarien les reserves en temps de crisi. No obstant això, aquestes prescripcions de capital més grans reduirien l'acceptació de riscos excessiva *ex-ante*, sobretot pel que fa al risc moral.

En la literatura empírica que analitza amplis episodis històrics de crisis financeres sistèmiques en diferents països, l'expansió del crèdit (deute, palanquejament) és l'indicador amb més correlació *ex-ante* amb la incidència de crisis financeres; a més, en temps de crisi, augmenten els efectes negatius en l'economia real associats amb la crisi. Ara bé, també cal dir que l'expansió del crèdit també pot derivar-se de valors econòmics sòlids (i produir-los) i, per tant, pot formar part del camí que ens duu a un creixement en equilibri, sense contribuir negativament al risc sistèmic. Per exemple, en analitzar les dades des de la dècada de 1970, s'ha demostrat que dos terços dels booms de crèdit no van derivar en crisis financeres. Així doncs, és fonamental identificar a temps real els determinants dels booms de crèdit negatius que causen inestabilitat financera, en oposició als positius.

Dit això, hi ha certs instruments clau que poden reduir el palanquejament excessiu durant les fases d'expansió i que també poden reduir-ne els costos per a l'economia real en època de crisi. D'una banda, es poden eliminar o reduir els escuts fiscals a l'endeutament a favor del passiu sobre l'actiu (pagament d'interessos de deute respecte als dividendes) o a favor de la compra d'habitatge pel que fa al lloguer (com a Espanya durant la crisi), o es pot incrementar la capitalització bancària seguint els preceptes de Basilea III. D'altra banda, es pot optar pels préstecs amb dació en pagament, com se sol fer als Estats Units. Es poden també posar en pràctica polítiques monetàries expansives, mitjançant una reducció convencional dels tipus d'interès monetaris a curt termini i certes polítiques no convencionals, com ara la flexibilització quantitativa i la reducció dels tipus d'interès a llarg termini (les polítiques monetàries expansives bàsicament transfereixen les rendes dels creditors als deutors). Es poden també tenir en compte els impagaments o les renegociacions de préstecs (inclosos els procediments de declaració de fallida de països, bancs i persones físiques, que van avançant a poc a poc). I es pot també optar per polítiques de capitalització anticíclics (com ara el sistema de provisió dinàmica del Banc d'Espanya), i potser cal preveure també potencials rescats de prestadors i prestataris, si bé aquesta política de crisi hauria de ser una de les últimes línies de defensa.

És important destacar que es tracta de polítiques fiscals, mitjançant canvis impositius, o rescats. Més indirectament, en certes polítiques monetàries no convencionals, s'incrementa el risc de pèrdues per als bancs centrals o es redueixen els fons procedents dels contribuents en cas de majors capitalitzacions bancàries (i, en conseqüència, més reserves bancàries per fer front a una crisi o a una reducció potencial en període de crisi, atès que els accionistes del banc perden molt més en cas de risc excessiu).

Finalment, voldria esmentar que en l'àmbit europeu s'està avançant en certes polítiques públiques en aquest sentit, destacant especialment la unió bancària, que implica avenços en la reducció del risc de rescat de bancs per als contribuents, augmentant els principis de recapitalització interna (*bail-in*), com ja es va veure en la resolució de la crisi de Xipre. Això reduirà el bucle diabòlic del problema dels bancs amb el deute sobirà. Si bé encara existeixen certes limitacions en l'actual unió bancària —especialment pel que fa a l'assegurança de dipòsits—, s'ha avançat molt amb el BCE com a supervisor comú. A més, a Europa hi ha altres polítiques interessants. Per exemple, el procediment de desequilibri macroeconòmic és un mecanisme de vigilància per detectar riscos potencials en una fase més primerenca, prevenir els desequilibris macroeconòmics negatius i corregir els existents, sobretot els externs, com ara els dèficits per compte corrent i les fortes entrades de capital, però també els interns, com ara l'augment inadequat dels crèdits i l'acceleració dels preus de l'immobiliari.

En definitiva, tant en l'àmbit local com en l'internacional, si volem reduir la probabilitat i les conseqüències negatives de les crisis financeres, calen millors polítiques públiques, amb una combinació de polítiques bancàries, macroprudencials, monetàries i fiscals.



L'informe dels cinc presidents i la unió fiscal europea

Pablo Hernández de Cos
Banc d'Espanya¹

La crisi econòmica iniciada el 2007 va posar de manifest les fragilitats del marc institucional inicial de la Unió Econòmica i Monetària (UEM), que es van fer evidents d'una manera més explícita amb la crisi del deute sobirà en l'àrea euro que es va iniciar el 2010.

La resposta de política econòmica a aquesta crisi va prioritzar una revisió del marc de governança econòmica, que va incloure, entre d'altres, un reforçament del pacte d'estabilitat com a mecanisme de disciplina pressupostària, la creació d'un instrument permanent de gestió de crisis, la reforma del marc de supervisió financera a la Unió Europea i l'acord per avançar cap a una unió bancària.

Més recentment, el juny de 2015, el president de la Comissió Europea (CE), en estreta cooperació amb els presidents del Consell Europeu, de l'Eurogrup, del Banc Central Europeu (BCE) i del Parlament Europeu, va presentar un informe amb un full de ruta que porta cap a la plena realització de la UEM (l'anomenat *Informe dels cinc presidents*). L'*Informe* destaca que cal avançar en quatre fronts en paral·lel. En primer lloc, cap a la convergència en l'estructura de les economies dels estats membres (unió econòmica). En segon lloc, cap a una unió financera, que limiti els riscos sobre l'estabilitat financera i augmenti el repartiment de riscos amb el sector privat. En tercer lloc, cap a una unió pressupostària, que proporcioni sostenibilitat i estabilització pressupostària. I, finalment, cap a una unió política, que legítimi democràticament aquestes tres unions. A més, s'estableix un calendari d'implementació de l'informe, amb tres etapes que defineixen passos a curt termini (fins al 2017), a termini mitjà i a llarg termini (amb el 2025 com a data objectiu per aconseguir el desenvolupament ple de les mesures proposades a l'*Informe*).

En el cas particular de la unió pressupostària, l'informe estableix un full de ruta concret. A curt termini, en una primera etapa (de l'1 de juliol de 2015 al 30 de juny de 2017), a banda d'aconseguir i mantenir polítiques pressupostàries responsables en l'àmbit nacional i de la UEM mitjançant l'aplicació plena de les regles ja existents, es proposa la creació d'un Consell Fiscal Europeu Consultiu, que hauria de proporcionar una anàlisi independent, a escala europea, del compliment dels objectius pressupostaris nacionals. A termini mitjà i a llarg termini (segona etapa), s'advoca per l'establiment d'una "funció comuna d'estabilització macroeconòmica», per afrontar les perturbacions econòmiques comunes i/o idiosincràtiques dels

països, més enllà de la resposta que proporcionen els estabilitzadors automàtics nacionals. L'*Informe* estableix alguns principis rectors: és a dir, que no doni lloc a transferències permanents entre països o a transferències únicament en una sola direcció; que no mini els incentius per aconseguir polítiques fiscals nacionals sanejades; que sigui coherent amb el marc pressupostari general de la UE, i que no sigui un instrument de gestió de crisis sinó de prevenció.

En l'àmbit de la unió política, es planteja crear un tresor de l'àrea euro, que assumiria progressivament la responsabilitat sobre diferents aspectes de la política fiscal, per als quals la presa de decisions passaria a tenir un caràcter conjunt i compartit.

La comunicació de la CE sobre "Mesures destinades a fer la Unió Econòmica i Monetària" de l'octubre de 2015, inclou propostes concretes per al desenvolupament de la primera etapa de l'*Informe dels cinc presidents*. En l'àmbit pressupostari, la CE advoca per un debat específic de l'Eurogrup sobre la política fiscal de la zona euro en conjunt, proposa millorar la transparència i reduir la complexitat en l'aplicació del marc actual de regles fiscals, i pren la decisió d'establir un Comitè Fiscal Europeu (CFE). El CFE haurà d'avaluar l'aplicació del marc fiscal de la UE, en particular pel que fa a la coherència horitzontal de les decisions i l'execució de la supervisió pressupostària, els casos d'incompliment especialment greu de les normes, i l'adequació de la política fiscal en l'àmbit nacional i de la UEM, i emetre recomanacions. El CFE també haurà de contribuir al debat sobre les implicacions de les polítiques pressupostàries a la UEM i en l'àmbit nacional, i aconsellar sobre l'adequació del to de la política fiscal.

El CFE estarà compost per un president i quatre membres més, nomenats per la CE per un període de tres anys, ampliable a un més. En l'exercici de les seves funcions, els membres del CFE han d'actuar amb independència i no acceptar instruccions d'altres institucions de la Unió ni dels governs dels estats membres. Els consells i avaluacions del CFE s'han de fer públics i la CE ha de tenir en compte l'assessorament del CFE.

Per tant, les iniciatives de l'*Informe dels cinc presidents* en matèria pressupostària es poden resumir en tres: 1) millorar la transparència i simplificar les regles fiscals existents; 2) crear un consell fiscal independent d'àmbit europeu; 3) avançar en mecanismes d'estabilització europeus.

¹ Les opinions que apareixen en aquest article són responsabilitat de l'autor i, per tant, no coincideixen necessàriament amb les del Banc d'Espanya o les de l'Eurosistema.

En relació amb el marc de regles fiscals, tot i que la reforma del pacte d'estabilitat i creixement (PEC) duta a terme durant la crisi inclou millores importants, no poden obviar-se'n algunes debilitats. En particular, ara és més complex i, en conseqüència, això redueix la seva transparència i aplicabilitat, dificulta la rendició de comptes, i el marge de discrecionalitat en l'aplicació continua sent elevat. Per tant, caldria millorar la claredat del marc actual i reduir-ne la complexitat. A més, se n'hauria de reforçar la credibilitat dotant de més automatisme la seva aplicació, sobre la base d'indicadors pressupostaris fiables i objectius, davant de l'aplicació actual excessivament discrecional.

Pel que fa a la creació del CFE, aquest podria permetre de reforçar el paper de la CE en l'aplicació del marc de regles fiscals i rebaixar la pressió política a què està sotmesa sovint. No obstant això, la creació del CFE també planteja reptes significatius. En primer lloc, en la mesura que és un òrgan consultiu de la Comissió Europea, s'haurà de perfilar adequadament quin paper tenen les seves recomanacions, en particular quan no estiguin totalment d'acord amb l'opinió de la Comissió. En segon lloc, el CFE s'haurà de forjar una reputació d'independència contrastada des de bon començament, atesa la dependència formal i pressupostària respecte a la Comissió Europea, i també perquè és la Comissió l'encarregada de nomenar els experts, per mandats inferiors a la durada d'una legislatura estàndard.

En tot cas, la limitació més gran de la nova governança fiscal rau en el fet que és lluny d'una veritable unió fiscal, ja que no compta ni amb un pressupost comú europeu prou potent que permeti suavitzar l'impacte econòmic de perturbacions que afecten només un país o uns pocs països, ni amb emissions conjuntes de deute compartit que ajudi a mitigar la vulnerabilitat de les emissions individuals davant de processos de pèrdua de confiança com els experimentats durant la crisi.

En efecte, d'acord amb l'evidència disponible per als Estats Units i altres estats federals, els mercats de capitals amorteixen bona part de les perturbacions en les unions monetàries, i els mercats de crèdit també hi tenen un paper rellevant com a canal de diversificació del risc. D'altra banda, l'impacte de les transferències fiscals també tendeix a ser significatiu, tot i ser més moderat.

En el cas dels països de la zona euro, no obstant això, aquesta mateixa evidència mostra que el canal creditici ha constituït l'única via per amortir les perturbacions entre els països, si bé aquest canal sembla que ha perdut potència en una situació de pèrdua de confiança, com ara la viscuda durant la crisi. Alguns treballs també suggereixen un increment del paper dels mercats de capitals, i això hauria contribuït a una integració financera més gran. En tot cas, el resultat és que a la UEM el percentatge de risc que no es comparteix o mutualitza és molt més elevat que en altres unions monetàries;

i això es deu, en part, a l'absència de transferències fiscals. El desenvolupament d'una unió bancària completa, amb instruments de gestió de crisi que evitin la fragmentació dels mercats financers i afavoreixin avenços en la integració dels mercats de capitals, constitueix un element essencial per a l'estabilitat del projecte europeu. Però també seria desitjable augmentar la potència del canal fiscal. En aquest context, la posada en marxa d'una funció d'estabilització macroeconòmica que suggereix *l'Informe dels cinc presidents* s'ha de valorar positivament.

Ara queda pendent la concreció d'aquesta funció estabilitzadora. En la literatura s'han plantejat diverses opcions, com ara la creació d'un tram de la prestació per desocupació finançat amb el pressupost europeu o d'un sistema de transferències vinculades a les desviacions del producte respecte del seu nivell potencial. El finançament es podria fer mitjançant aportacions directes dels governs o amb fons procedents d'impostos específics. Un pas més endavant en el terreny de la unió fiscal és l'emissió conjunta d'algun tipus de deute compartit que ajudi a mitigar la vulnerabilitat de les emissions individuals en processos de pèrdua de confiança com els experimentats durant la crisi. En aquest sentit, i en un termini mitjà, s'ha previst la possibilitat d'emissió conjunta d'instruments de deute de curt termini, de manera limitada i sotmesa a condicionalitat estricta. Més a llarg termini, la Comissió Europea i el Consell han considerat la introducció d'eurobons; tot i que aquesta iniciativa planteja un fort rebuig en alguns països, a causa del risc que podria comportar de debilitament dels incentius per establir polítiques fiscals disciplinades.

En definitiva, afrontar una veritable unió fiscal exigeix resoldre els dubtes que sorgeixen en relació amb els efectes que es derivarien d'una decisió de compartir riscos d'una forma expressa en el si de la Unió Monetària sobre el debilitament dels incentius per dur a terme polítiques fiscals disciplinades; això podria resoldre's amb la introducció de nous elements de disciplina o, fins i tot, amb la possibilitat de pèrdua de sobirania dels països, en casos extrems.

Autors

FOREMNY, DIRK es va doctorar a la University of Bonn el 2012. La seva activitat investigadora està relacionada amb les finances públiques locals, el federalisme fiscal i l'economia política. Després d'obtenir el doctorat va començar a treballar a la Universitat de Barcelona, on ocupa una plaça d'investigador a l'Institut d'Economia de Barcelona (IEB). Des del 2015, és Professor Lector del Departament d'Economia. La seva recerca ha estat publicada en revistes especialitzades com Journal of Public Economics, Journal of Urban Economics, i altres mitjans. També ha treballat en projectes de la Comissió Europea i l'OCDE.

HERNÁNDEZ DE COS, PABLO és actualment director general d'Economia i Estadística, i membre de la Comissió Executiva del Banc d'Espanya, així com governador suplent en el Consell de Govern del Banc Central Europeu. També és membre del Consell Superior d'Estadística, així com dels patronats del Centre d'Estudis Monetaris i Financers (CEMFI) i de la Fundació d'Estudis d'Economia Aplicada (FEDEA), de la qual també és membre de la Comissió Executiva. Anteriorment, va ser cap de la Divisió d'Anàlisi de Polítiques Econòmiques del Servei d'Estudis del Banc d'Espanya i president del Grup de Treball de Finances Públiques del Banc Central Europeu. El juliol de 2013 va ser nomenat pel Govern espanyol membre de la Comissió d'Experts per a la Reforma del Sistema Tributari Espanyol. Prèviament, va treballar com a assessor del Consell Executiu del Banc Central Europeu i com a titulat del Servei d'Estudis del Banc d'Espanya en els departaments d'Estudis Monetaris i Financers, i de Conjuntura i Previsió Econòmica. Doctor en Ciències Econòmiques per la Universitat Complutense de Madrid, llicenciat en Ciències Econòmiques i Empresariales per CUNEF i llicenciat en Dret per la UNED, també ha estat professor associat del Departament d'Economia de la Universitat Carles III de Madrid i de l'Institut d'Empresa. És autor de nombrosos articles en revistes acadèmiques i de divulgació sobre polítiques macroeconòmiques i reformes estructurals, entre d'altres.

PEYDRÓ, JOSÉ LUIS és catedràtic d'Economia a la UPF, professor d'investigació d'ICREA i de la Barcelona GSE, investigador associat del CREI i Research Fellow del CEPR. Les seves línies d'investigació se centren en les finances i la macroeconomia. Recentment ha escrit el llibre Systemic Risk, Crises and Macroprudential Policy, publicat per MIT Press. Ha publicat en les tres revistes més importants del sector financer (Review of Financial Studies, Journal of Financial Economics y Journal of Finance) i en dues de les principals publicacions d'economia (Econometrica y American Economic Review), i ha presentat el resultat de la seva recerca en les principals universitats i bancs centrals. José Luis Peydró és també Associate Editor de la Review of Finance (publicació de la European Finance Association) i li han concedit la subvenció Consolidator Grant del European Research Council. És membre del Comitè Científic Assessor del European Systemic Risk Board, ha estat assessor del Departament d'Estabilitat Financera del Banc d'Espanya i ha assessorat diferents bancs centrals i organismes internacionals. És doctor en Finances per INSEAD, màster en Economia pel CEMFI i llicenciat en Economia per la UB, i l'any 1997 el van distingir amb el Primer Premi Nacional de Fi de Carrera del Govern d'Espanya per Economia.



IEB

Institut
d'Economia
de Barcelona

